



A股投资策略周度专题

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

zhangchi1@gjzq.com.cn

联系人：李超

lichao5@gjzq.com.cn

泛红利资产框架：市场底至盈年底期间，首选“增长型红利”

前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：新一轮“波动率”上行周期或开启。国内5月PMI位于荣枯线下方，其中订单虽略有所改善但价格依旧承压。“两新”政策对国内经济拉动效用边际递减，国内经济“引擎”的重担或落在政府部门，预计未来政府仍有望适度扩大发债融资规模，并加大对新、老基建以及促使居民可支配收入相关支出的“投入”。美国“滞胀”风险或抬升，美债信用风险加大，关税2.0谈判不确定性上升。故维持中小盘成长风格“切换”至大盘价值防御的观点。

市场聚焦：1、最新多项美国就业数据释放何种信号？2、为什么说6月市场“波动率”或再次回升？3、泛红利资产的投资框架是什么？泛红利资产如何分类？4、不同红利类型股价表现差异背后的原因是什么？5、当前应该如何配置和筛选红利资产？

若出口数据或预期走弱，新一轮“波动率”上行周期可能开启

警惕美国劳动力市场持续走弱风险。美国3月和4月的合计新增就业人数调低了9.5万人；5月失业率连续3个月维持在4.2%的高位；初请失业金人数24.7W，创2024年10月以来的最高值；5月“小非农”（统计的私营部门）新增3.7万个就业岗位，创逾两年以来新低；5月ISM制造业PMI和服务业PMI分别录得48.5和49.9，均环比走弱，且服务业PMI大幅回落至荣枯线以下。综合来看，美国就业市场放缓和经济走弱的迹象已明显在多项数据中显现。展望后市，短期而言无论美国衰退，还是关税冲击，均将导致国内出口承压，加剧居民、企业资产负债表压力，进一步抑制居民及企业部门对国内经济的拉动效用，最终对A股、港股市场的“分子端”形成下行压力。与此同时，预计信用亦会受到资产负债表走弱影响，抬升M1的下行压力，导致“分母端”流动性收紧。我们维持全球权益市场“波动率”或趋于上行的观点，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御。

当前正处于市场底-盈年底期间，首选增长型红利

传统红利标的具有明显超额收益的时期集中在过热期、放缓初期、放缓末期-市场底。“924”后传统红利明显跑输市场，正应了我们此前提出的，“市场底”之后高股息吸引力下降的观点。事实上，红利资产并非铁板一块，根据行业属性可将“泛红利”资产分为3大类：资源型红利、类债型红利、增长型红利。基于我们经济周期+市场周期的“双周期”框架，发现：（1）市场底-盈年底期间，增长型红利表现最佳；（2）放缓初期资源型和类债型红利表现最好；（4）放缓末期-市场底类债型红利表现最好。“双周期框架”中不同类型红利占优的根本原因在于核心驱动因子的占优。在市场底-盈年底、盈年底-复苏期结束期间，增长型红利表现最好，其背后原因在于该时期增长型红利受益于“息差”主动扩张，其突出特征是牺牲部分股息率（现金流），从而带动Capex扩张，最终提升盈利增长的弹性和持续性，避免掉入“高股息陷阱”，在分红率稳定的条件下，有望推动潜在股息率上升，因而市场愿意给予更高的估值。

我们构建了红利轮动策略组合，可在不同的“双周期”阶段配置占优的红利品种，从而实现“扬长避短”。选股方面，（1）对于资源型和类债型红利，除了基本的股息率和分红率较高的要求以外，我们更看重其“经营性现金流较好+盈利能力较强”；（2）对于增长型红利，同样需要具备基本的股息率和分红率较高的要求，要求其“经营现金流较好+盈利增速较高+Capex改善”。2016年至2025年4月底，该组合净值4.34，年化收益率17.0%，最大回撤22.1%，年化sharp ratio为0.65，整体表现明显好于中证红利全收益指数和沪深300，“攻守兼备”优势凸显。

风格及行业配置：风格防御，交易逻辑清晰的结构化机会

建议交易三大逻辑：（一）交易美国衰退甚至滞胀，重点看好黄金/黄金股当前低吸机会，业绩+估值“戴维斯双击”，叠加机构资金加快流入。（二）交易国内财政发力方向，包括：（1）创新药当前低吸机会，短看政策引导毛利率改善预期及IRR回升的“主题投资”，中长期毛利率+营收有望实质性改善，景气投资开启。（2）三大运营商、基建及服务性消费等“增长型红利”资产。（三）考虑A股“市场底”已现+AI产业逻辑催化，预计科技成长依然具备部分结构化机会，静待调整后低吸“可穿越成长”：（1）产业渗透率在10%~15%，业绩回升且资本开支扩张，包括：光芯片、GPU及新型显示技术等；（2）AI基础设施建设，包括：芯片、云计算及数据中心等。

风险提示

美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期；国内出口放缓超预期。



内容目录

1、前期报告提要与市场聚焦.....	4
2、策略观点及投资建议.....	4
2.1 若出口数据或预期走弱，新一轮“波动率”上行周期可能开启.....	4
2.2 当前正处于市场底-盈利底期间，首选增长型红利.....	6
2.3 风格及行业配置：风格防御，交易逻辑清晰的结构性机会.....	13
3、市场表现回顾.....	14
3.1 市场回顾：国内宽基指数全面上涨，海外权益指数多数上涨.....	14
3.2 市场估值：A股主要指数估值全面上调，海外权益指数估值涨跌互现.....	16
3.3 市场性价比：主要指数配置性价比相对较高.....	17
3.4 盈利预期：盈利预期多数下调.....	20
4、下周经济数据及重要事件展望.....	23
5、风险提示.....	24

图表目录

图表 1：美国 5 月服务业 PMI 大幅回落，且降至荣枯线以下.....	5
图表 2：美国当周初申失业金人数持续上升，最新一期明显上升至 24.7 万人.....	5
图表 3：美国 5 月劳动参与率小幅下降，失业率持续维持在 4.2% 的高位.....	5
图表 4：美国 3 月和 4 月新增非农就业合计人数，比此前下调 9.5 万人.....	5
图表 5：美国新增 ADP 就业人数持续下行，创逾两年新低.....	6
图表 6：“双周期框架”下三种类型红利的股价表现（年化收益率）.....	7
图表 7：红利资产表现的因子拆分.....	7
图表 8：“双周期框架”下三类红利的驱动因子拆解.....	8
图表 9：“双周期框架”下三种红利的驱动因子演绎.....	9
图表 10：市场底-过热期前段：增长型红利的因子演绎规律.....	10
图表 11：增长型红利的核心因子演绎框架.....	11
图表 12：红利轮动策略组合选股标准.....	12
图表 13：“双周期框架”下红利轮动策略绝对净值.....	12
图表 14：“双周期框架”下红利轮动策略相对净值.....	12
图表 15：各季度来看，红利轮动策略收益表现较优.....	13
图表 16：红利轮动组合的风险收益表现较优.....	13
图表 17：最新一期红利轮动策略组合股票名单（基于 2025 年一季报，仅展示部分个股）.....	13
图表 18：本周（6.2-6.6）国内宽基指数全面上涨，海外权益指数涨跌参半.....	15



图表 19:	本周 (6.2-6.6) 一级行业多数上涨, 通信领涨、家电领跌.....	16
图表 20:	本周 (6.2-6.6) A 股主要指数估值全面上调, 海外权益指数估值涨跌互现.....	17
图表 21:	本周 (6.2-6.6) A 股各行业估值多数上涨, 通信、电子领涨.....	17
图表 22:	万得全 A ERP 高于“滚动均值”.....	18
图表 23:	上证指数 ERP 高于“滚动均值”.....	18
图表 24:	沪深 300 ERP 高于“滚动均值”.....	18
图表 25:	创业板指 ERP 高于“1 倍标准差上限”.....	18
图表 26:	万得全 A 股债收益差触及“2 倍标准差下限”.....	18
图表 27:	上证指数股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	18
图表 28:	沪深 300 股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	19
图表 29:	创业板指股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	19
图表 30:	金融的 ERP 低于“滚动均值”.....	19
图表 31:	周期的 ERP 高于“滚动均值”.....	19
图表 32:	消费的 ERP 高于“1 倍标准差上限”.....	19
图表 33:	成长的 ERP 高于“滚动均值”.....	19
图表 34:	金融股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	20
图表 35:	周期股债收益差低于“1 倍标准差下限”.....	20
图表 36:	消费股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	20
图表 37:	成长股债收益差触及“2 倍标准差下限”.....	20
图表 38:	本周 (6.2-6.6) 主要指数盈利预期涨跌参半.....	21
图表 39:	本周 (6.2-6.6) 各行业盈利预期多数下调.....	22
图表 40:	下周全球主要国家核心经济数据一览.....	23
图表 41:	下周全球主要国家重要财经事件一览.....	23



1、前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：新一轮“波动率”上行周期或开启。国内 5 月 PMI 位于荣枯线下方，其中订单虽略有所改善但价格依旧承压。“两新”政策对国内经济拉动效用边际递减，国内经济“引擎”的重担或落在政府部门，预计未来政府仍有望适度扩大发债融资规模，并加大对新、老基建以及促使居民可支配收入相关支出的“投入”。美国“滞胀”风险或抬升，美债信用风险加大，关税 2.0 谈判不确定性上升。故维持中小盘成长风格“切换”至大盘价值防御的观点。

市场聚焦：1、最新多项美国就业数据有何信号？2、为什么说 6 月市场“波动率”或再次回升？3、泛红利资产的投资框架是什么？泛红利资产如何分类？4、不同红利类型股价表现差异背后的原因是什么？5、当前应该如何配置和筛选红利资产？

2、策略观点及投资建议

2.1 若出口数据或预期走弱，新一轮“波动率”上行周期可能开启

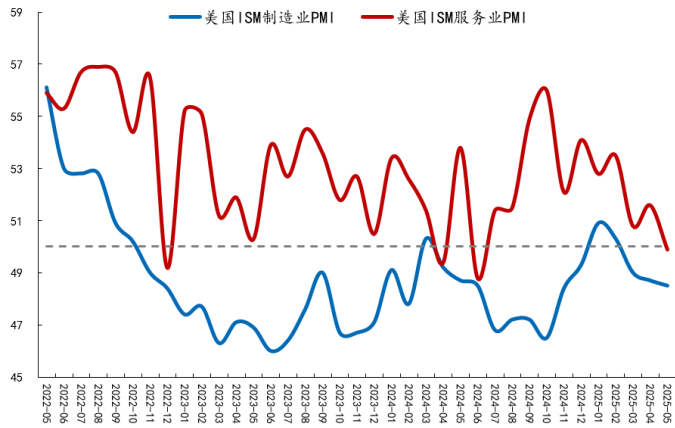
警惕美国劳动力市场持续走弱风险。6 月 6 日，美国劳工统计局公布的数据显示，美国 5 月非农就业人数新增 13.9 万人，略高于市场预期，但环比下降，且 3 月非农新增就业人数从 18.5 万下调至 12 万，下调 6.5 万；4 月非农新增就业人数从 17.7 万下调至 14.7 万，下调 3 万。故 3 月和 4 月的合计新增就业人数比之前的报告减少了 9.5 万人。劳动参与率 62.4%，比上月小幅下滑 0.2%，失业率连续 3 个月维持在 4.2% 的高位，有进一步上升的迹象。6 月 5 日，初请失业金人数为 24.7W，创 2024 年 10 月以来的最高值，且已达近年来较高水平；6 月 4 日，美国 5 月“小非农”（统计的私营部门）新增 3.7 万个就业岗位，创逾两年以来新低。此外，美国 5 月 ISM 制造业 PMI 和服务业 PMI 分别录得 48.5 和 49.9，均环比走弱，且服务业 PMI 下降尤为明显，大幅回落至荣枯线以下。综合来看，美国就业市场放缓和经济走弱的迹象已明显在多项数据中显现，考虑到特朗普政府对大规模进口关税的反复无常对经济的伤害，我们认为美国就业市场的情况比市场预期的要更加“糟糕”，后续建议警惕就业市场继续走弱的风险。

展望后市，短期而言无论美国衰退，还是关税冲击，均将导致国内出口承压，加剧居民、企业资产负债表压力，进一步抑制居民及企业部门对国内经济的拉动效用，最终对 A 股、港股市场的“分子端”形成下行压力。与此同时，预计信用亦会受到资产负债表走弱影响，抬升 M1 的下行压力，导致“分母端”流动性收紧。事实上，宏观名义流动性“M2%-社融%”虽负剪刀差有所收窄，仍为连续 16 个月负值；另外，宏观有效流动性“M1%-短融%”亦呈现疲弱态势，一方面 M1 再次掉头回落，另一方面，企业短期融资增速明显上升，或反映风险抬升，流动性偏紧。中期而言，一旦关税 2.0 加剧美国“滞胀”风险：①美联储甚至可能重启加息，引发年内第二轮“流动性陷阱”冲击；②我们一直强调美国“通胀”是 2020 年 QE 的“后遗症”，其回落代表美国居民资产负债表“泡沫”被刺破。故当美国通胀开始回落、降息周期全面开启初期，市场亦因会担忧美国经济从“滞胀”转向“显著通缩”，导致第三轮“流动性陷阱”冲击；③接踵而至的恐怕将是美国经济引擎全面“熄火”，其增长已难以应付债务利息，即美债风险开始暴露，将导致包含美债的大部分美元资产被抛售，市场争夺离岸美元，再次引发第四次“流动性陷阱”。

显然，在全球基本面与流动性风险叠加影响下，短、中期恐怕难以看到“盈利底”，预计企业“盈利底”最快或需等到 2025Q3 下旬，在此之前我们维持全球权益市场“波动率”或趋于上行的观点，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御。

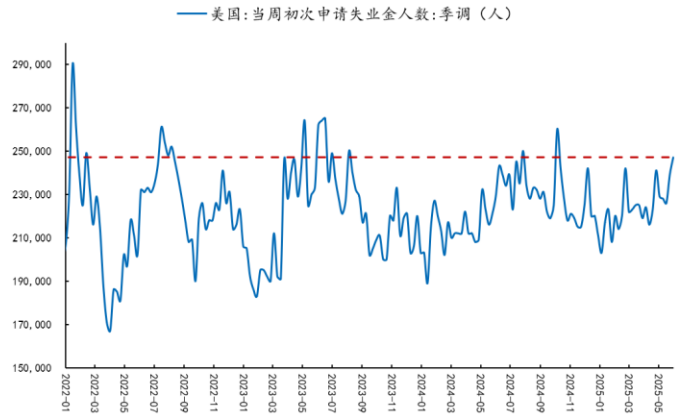


图1: 美国5月服务业PMI大幅回落, 且降至荣枯线以下



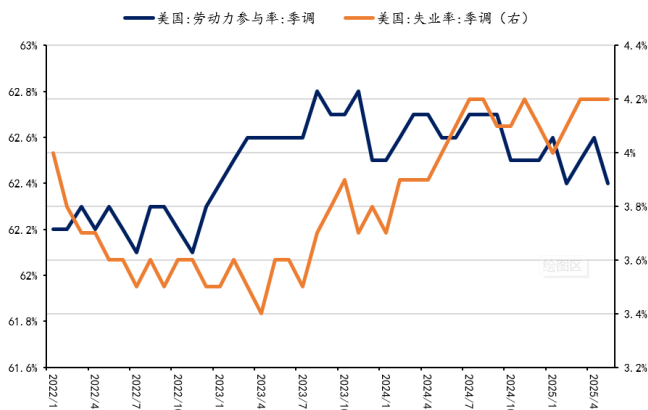
来源: wind、国金证券研究所

图2: 美国当周初请失业金人数持续上升, 最新一期明显上升至24.7万人



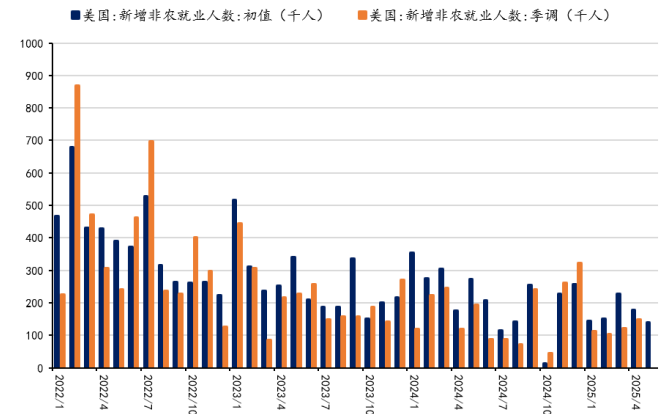
来源: wind、国金证券研究所

图3: 美国5月劳动参与率小幅下降, 失业率持续维持在4.2%的高位



来源: wind、国金证券研究所

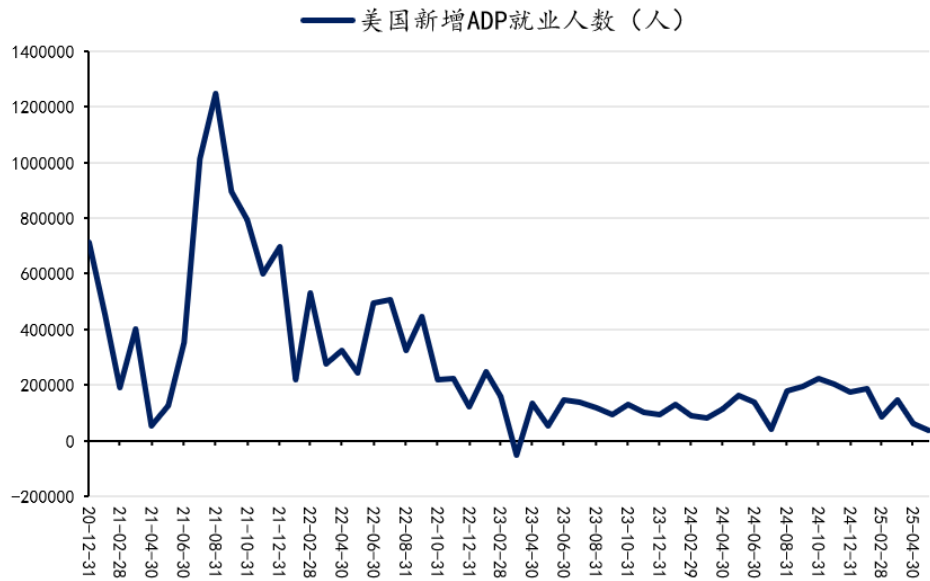
图4: 美国3月和4月新增非农就业合计人数, 比此前下调9.5万人



来源: wind、国金证券研究所



图表5: 美国新增ADP就业人数持续下行, 创逾两年新低



来源: wind、国金证券研究所

2.2 当前正处于市场底-盈利底期间, 首选增长型红利

当前市场对于红利资产占优的研究多集中在中证红利、上证红利、红利低波等传统红利标的, 此前我们的研究表明, 以上这些传统红利标的具有明显超额收益的时期集中在过热期、放缓初期、放缓末期-市场底, 因其中权重较高的上游周期股在过热期业绩弹性高, 以及稳定价值类公司在市场走弱时防御性较强。无论去年“924”至今, 抑或年初以来, 传统红利均明显跑输市场, 正应了我们此前提出的, 市场底之后高股息资产吸引力将下降的观点。

事实上, 红利资产并非铁板一块, 根据行业属性可将“泛红利”资产分为 3 大类: 资源型红利、类债型红利、增长型红利。股息率高的行业不一定是高股息行业, 但高股息行业的股息率一定不低, 因此, 可按照股息率排序来确定初步的高股息行业样本。若将申万一级和二级行业按照近 10 年股息率降序排列, 从 Top60 行业中根据行业竞争格局、基本面情况和市场共识筛选出研究样本, 并加入部分有成长属性的行业, 具体分类如下:

- 资源型红利, 对价格敏感度高: 煤炭开采、炼化及贸易、钢铁、有色金属、基础化工;
- 类债型红利, 对利率敏感度高: 银行、铁路公路、港口、公用事业;
- 增长型红利, 主要是消费和科技制造行业中的典型“泛红利”行业: 如电信运营商、家用电器、食品饮料、医药生物、机械设备 (不含自动化设备)、汽车、电力设备、纺织服饰、轻工制造、传媒。

不同的“双周期”阶段均对应不同的“泛红利”占优类型, 因此轮动择时是红利 (高股息) 策略提升超额收益的重要途径。基于我们经济周期+市场周期的“双周期”框架, 本文研究了 3 种红利类型在 5 个周期阶段的表现, 发现: (1) 市场底-盈利底、盈利底-复苏期结束期间: 增长型红利表现最佳, 其年化收益率的中位数分别可达 34.5%和 41.1%; (2) 过热期: 资源型红利表现最好, 其年化收益率的中位数为 18.9%, 增长型红利紧随其后; (3) 放缓初期: 资源型和类债型红利表现最佳, 前者的年化收益率的平均数为-25.1%, 远高于另外两类, 后者年化收益率的中位数为-32.3%, 同样好于另外两类; (4) 放缓末期-市场底: 类债型红利表现最好, 年化收益率的平均数和中位数均表现出色。



图表6：“双周期框架”下三种类型红利的股价表现（年化收益率）

标的名称	放缓初期			放缓末期-市场底			市场底-盈利底			盈利底-复苏期止			过热期		
	均值	中位数	单位风险收益	均值	中位数	单位风险收益	均值	中位数	单位风险收益	均值	中位数	单位风险收益	均值	中位数	单位风险收益
万得全A	-38.7%	-27.6%	-162%	-57.2%	-21.3%	-67%	49.0%	28.2%	91%	70.7%	34.3%	79%	13.5%	11.5%	183%
中证红利	-29.8%	-22.0%	-129%	-51.7%	-14.9%	-68%	33.8%	19.0%	76%	48.4%	23.3%	74%	14.0%	17.2%	166%
资源型红利	-25.1%	-35.2%	-53%	-70.7%	-30.0%	-79%	41.5%	18.5%	54%	48.6%	30.3%	69%	19.3%	18.9%	102%
类债型红利	-34.9%	-32.3%	-156%	-48.5%	-18.6%	-71%	25.7%	12.0%	57%	45.4%	16.2%	68%	7.3%	7.7%	59%
增长型红利	-39.4%	-37.8%	-133%	-51.3%	-23.6%	-71%	53.5%	34.5%	96%	70.9%	41.1%	92%	16.7%	17.3%	75%
占优类型	资源型红利、类债型红利			类债型红利			增长型红利			增长型红利			资源型红利		

来源：wind、国金证券研究所

探究不同红利类型股价表现背后的原因，可从红利资产最核心的指标——股息率进行剖析。股息率DY（分红回报）可拆分为1/PB、ROE、分红率d的乘积，三者分别代表估值、盈利和分红意愿，但其中缺乏对分红能力的直观刻画，如果在此基础上加入经营性现金流占营收比，来衡量其直接的分红能力，便可将分红回报拆分为估值、盈利增速g、分红意愿、分红能力这4个因子，从而得到“股息回报四因子”模型。事实上，分红回报仅是投资回报的一部分，根据“投资回报三因子模型”，投资回报还包含估值贡献和盈利贡献。若提取两个模型的共同因子，同时考虑到红利资产多用PB估值，分红率更新频率较低，最终我们选取盈利增速g、经营性现金流占营收比和市净率PB重点进行分析。

“双周期框架”中不同类型红利占优的根本原因在于核心驱动因子的占优。具体来看：

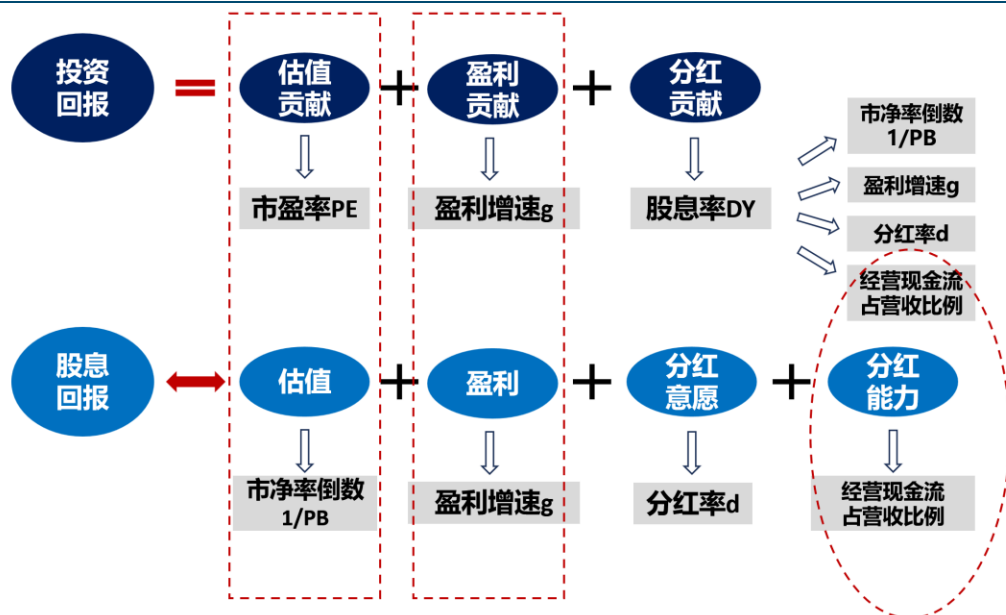
(1) 在市场底-盈利底、盈利底-复苏期结束期间：市场底确立后市场开始反弹，增长型红利表现最好，其背后原因在于该时期增长型红利的现金流改善最明显+盈利增速提升最多+估值抬升最多。市场底后，增长型红利的现金流往往率先改善，吹响其股价上涨的冲锋号。

(2) 过热期：市场需求火热，资源型红利表现最好，因其现金流改善最多+盈利增速提升最多+估值抬升最多，大宗商品供不应求价格飞涨，而成本端较稳定，因而为资源型公司带来丰厚利润。

(3) 放缓初期：随着市场开始走弱，资源型和类债型红利表现最好，因资源型红利的现金流依然较好+盈利增速仍较高+估值收缩较少，尤其在放缓初期前段PPI同比仍然维持高位，支撑资源型行业股价表现；类债型红利则是现金流最稳定+盈利增速最稳定+估值较低且最稳定，因而二者在市场整体走弱的时期均较为抗跌。

(4) 放缓末期-市场底：市场进一步走弱，类债型红利表现最好，同样因该时期其现金流最稳定+盈利增速最稳定+估值较低且最稳定，在杀估值泥沙俱下的市场环境中成为资金抱团取暖的防御避风港。

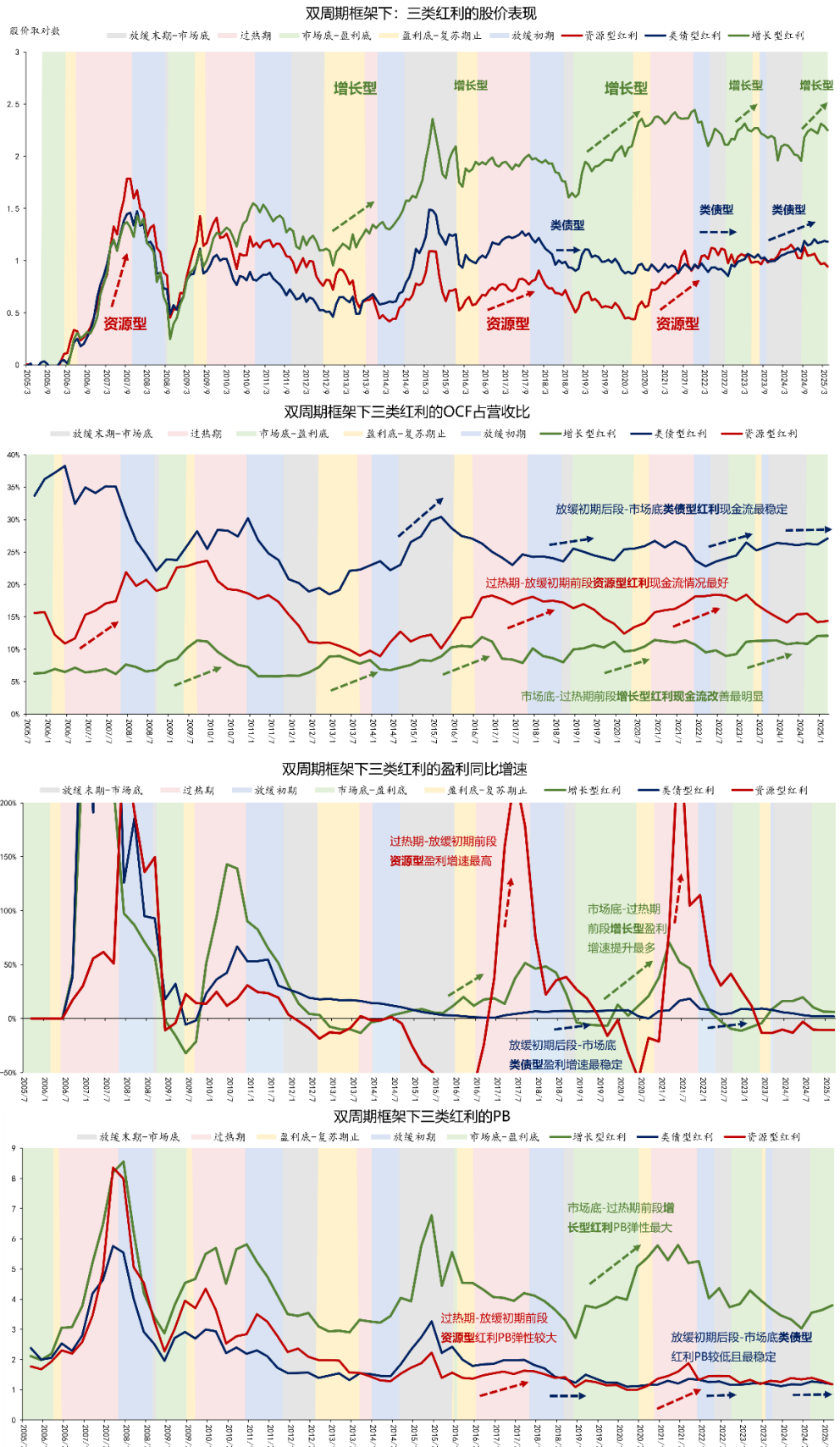
图表7：红利资产表现的因子拆分



来源：国金证券研究所



图表8：“双周期框架”下三类红利的驱动因子拆解



来源：wind、国金证券研究所



图表9：“双周期框架”下三种红利的驱动因子演绎

红利类型	核心指标	放缓初期	放缓末期- 市场底	市场底- 盈利底	盈利底- 复苏期止	过热期
资源型 红利	现金流占营收比	绿色	绿色	绿色	红色	红色
	盈利增速	绿色	绿色	绿色	红色	红色
	ROE	红色	绿色	绿色	红色	红色
	PB	绿色	绿色	绿色	红色	红色
类债型 红利	现金流占营收比	绿色	红色	红色	红色	绿色
	盈利增速	绿色	绿色	绿色	红色	红色
	ROE	绿色	绿色	绿色	红色	红色
	PB	绿色	绿色	绿色	红色	红色
增长型 红利	现金流占营收比	绿色	绿色	绿色	红色	红色
	盈利增速	绿色	绿色	绿色	红色	红色
	ROE	绿色	绿色	绿色	红色	红色
	PB	绿色	绿色	绿色	红色	绿色

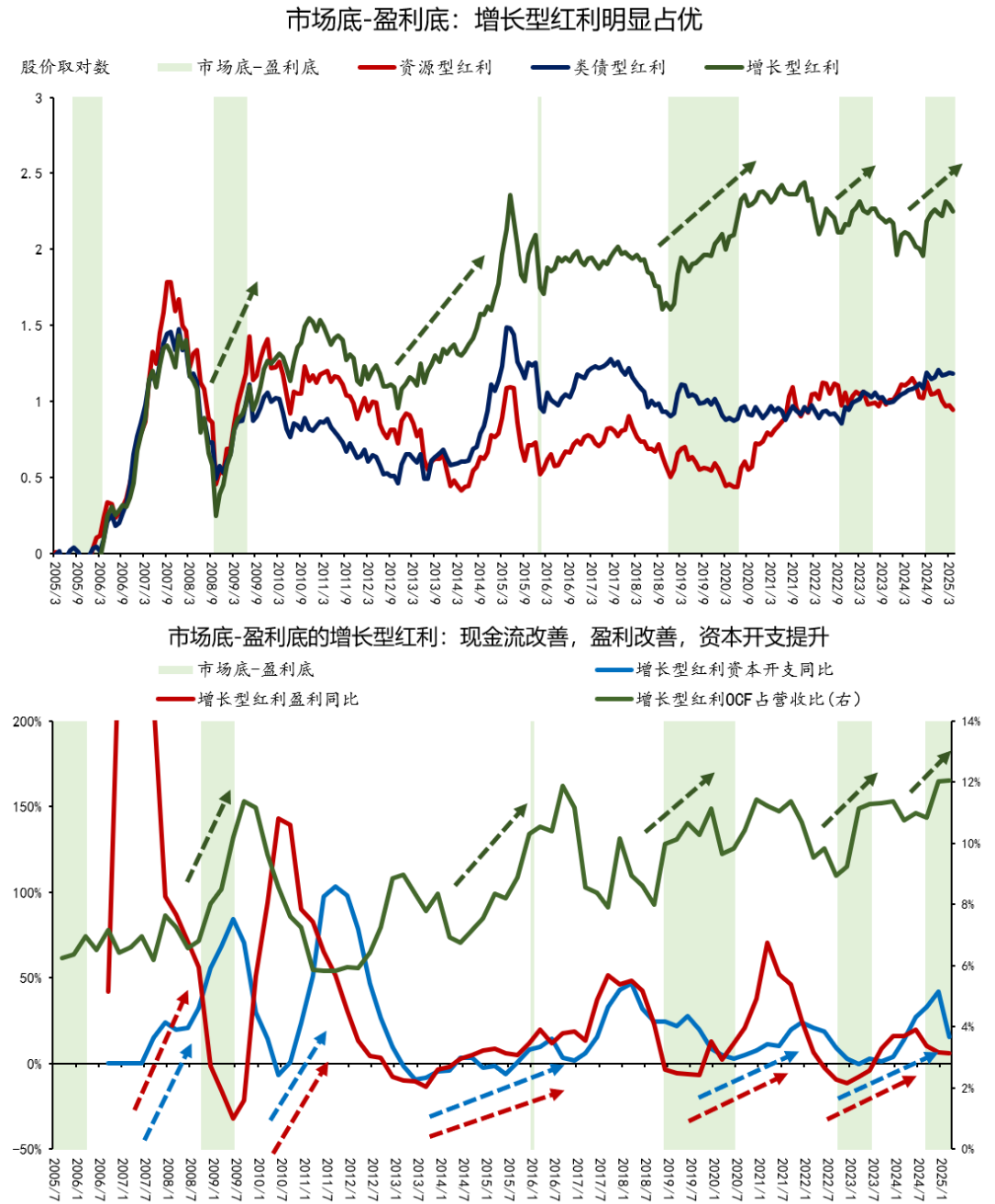
来源：国金证券研究所；注：红色表示对应指标表现较好，绿色表示对应指标表现较差。

增长型红利有望受益于“息差”主动扩张，其突出特征是牺牲部分股息率（现金流），从而带动 Capex 扩张，最终提升盈利增长的弹性和持续性，避免掉入“高股息陷阱”，这是分析增长型红利的核心因子框架。去年“924”后 A 股见底后开启强劲反弹，“市场底”已然确立。当前正处于市场底-盈利底期间，增长型红利的超额收益最明显。为何“市场底”后增长型红利表现最好？原因在于：“市场底”后 A 股往往开启估值修复的大反弹行情，增长型红利的现金流、盈利同比改善的弹性、持续性更强，避免了出现“高股息陷阱”，即公司的盈利能力即将或正在面临快速恶化，因此要么股价下跌是对盈利预期恶化的提前反映，进而推高了股息率；要么当下看似不错的分红水平的持续性由于盈利前景的可能“转弱”而无法得到保障。在分红率稳定的条件下，有望推动潜在股息率上升，主动扩大与无风险利率的“息差”，因而市场愿意给予更高的估值。

具体来看，“市场底”一般出现在放缓末期（主动去库），随着需求逐渐好转，逐步进入复苏期（被动去库），期间伴随消费和投资的回暖，增长型红利企业的经营现金流（OCF）占营收比率先见底回升，而此时企业盈利仍处于探底的过程，直到盈利底前后，企业盈利触底回升，其盈利同比增速显著高于资源型和类债型红利，良好的现金流和盈利以及强劲的需求，促使企业有动力去扩大 Capex 投入，从而支撑未来盈利的空间和持续性，而同期经营现金流（OCF）占营收比则开始逐步走低。因此，整体呈现出“牺牲部分股息率（现金流），从而带动 Capex 扩张，进而增加盈利增长的弹性和持续性，因而在当期财务报表亮眼和预期盈利持续高增的加持下，增长型红利被市场给予了高估值溢价，股价表现更好”的现象。



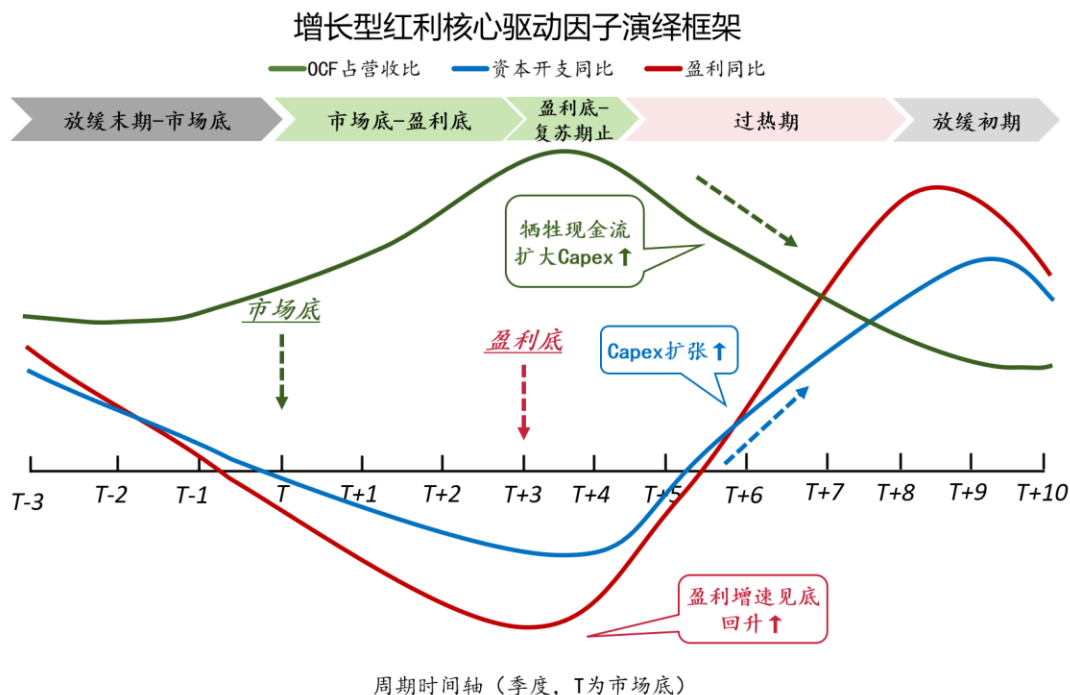
图表10: 市场底-过热期前段: 增长型红利的因子演绎规律



来源: wind、国金证券研究所



图表11: 增长型红利的核心因子演绎框架



来源: 国金证券研究所

“泛红利”资产并非铁板一块，不同红利类型具有不同的特点，需要结合其典型特征进行“扬长避短”，发挥各自的最大效用，便可取得显著的超额收益。因此，立足于A股市场特点，我们构建了红利轮动组合，可在不同的“双周期”阶段配置占优的红利品种：在市场底-盈利底、盈利底-复苏期末配置增长型红利，在过热期配置资源型红利，在放缓初期配置资源型和类债型红利，在放缓末期-市场底配置类债型红利。选股方面，(1)对于资源型和类债型红利，除了基本的股息率和分红率较高的要求以外，我们更看重其“经营性现金流较好+盈利能力较强”；(2)对于增长型红利，同样需要具备基本的股息率和分红率较高的要求，同时根据上文所讲的框架，要求其“经营现金流较好+盈利增速较高+Capex改善”。不难看出，相比于资源型和类债型红利侧重“较强的盈利能力”，增长型红利明显更侧重“盈利的较高增速和强持续性”。具体的选股标准可参阅图表12，每年一季报、中报、三季报披露完毕的下一个交易日进行调仓。

“双周期”框架下的红利轮动策略风险收益表现出色。2016年至2025年4月底，红利组合净值4.34，年化收益率17.0%（远高于中证红利全收益的6.6%），最大回撤22.1%（低于中证红利全收益的22.4%），年化sharp ratio为0.65（远高于中证红利全收益的0.22）。此外，其相对中证红利全收益、沪深300的季度胜率分别为68%、73%，表现较好。若从2024年三季报披露完毕（即24/11/1）算起，至2025年一季报披露完毕（即25/4/30）等权配置个股，本组合录得12.8%的收益，相比沪深300的-3.1%，超额收益明显。若从2025年一季报披露完毕（即25/5/1）算起至6/6，等权配置个股，本组合录得5.0%的收益，也明显跑赢同期沪深300的2.7%。

当前，A股正处于市场底-盈利底，市场风险可控，红利中首选增长型红利。本组合既具有一定的股息分红回报且回撤较小，同时也具备一定的盈利增长弹性，“攻守兼备”优势明显。基于最新一季报构建的组合共有44只股票，行业多分布于机械、医药、电力设备、家电、食饮等。

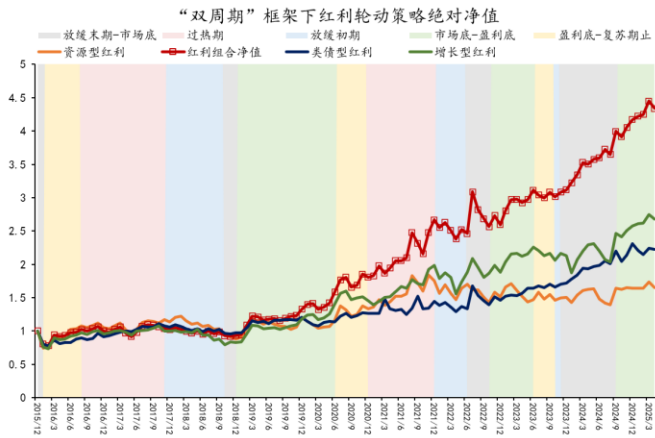


图表12：红利轮动策略组合选股标准

红利轮动组合选股标准									
组合	行业	股息分红		现金流		ROE	盈利增速 (g)	Capex	市值
/	/	最新一期股息率在行业Top20%	连续2年分红率>30%	OCF占营收比>0(MRQ)	OCF占营收比>0或趋势向上	ROE(TTM)在行业Top20%	归母净利润同比在行业Top30%(MRQ)或连续两期环比改善	Capex同比>0或趋势向上	流通市值在全A的Top70%
资源型红利组合	煤炭开采 炼化及贸易 钢铁 有色金属 基础化工	√	√	√		√			√
类债型红利组合	银行 公用事业 铁路公路 港口	√	√	√		√			√
增长型红利组合	电信运营商 机械设备 家用电器 医药生物 食品饮料 电力设备 汽车 纺织服饰 轻工制造 电子 传媒	√	√		√		√	√	√

来源：国金证券研究所

图表13：“双周期框架”下红利轮动策略绝对净值



来源：Wind、国金证券研究所

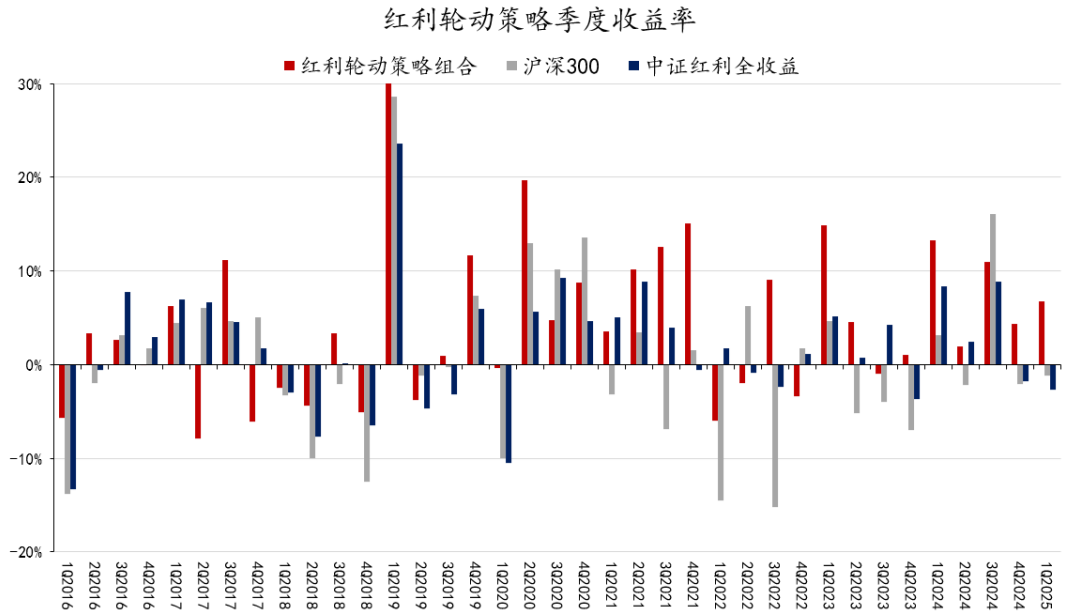
图表14：“双周期框架”下红利轮动策略相对净值



来源：Wind、国金证券研究所



图表15: 各季度来看, 红利轮动策略收益表现较优



来源: wind、国金证券研究所

图表16: 红利轮动组合的风险收益表现较优

标的	年化收益	年化超额收益 (相对沪深300)	夏普比率	最大回撤	年化波动率	月度胜率	季度胜率
红利轮动策略组合	17.02%	16.91%	0.65	-22.1%	21.7%	60.7%	64.9%
沪深300	0.11%	-	-0.15	-47.6%	18.9%	51.8%	48.6%
中证红利全收益	6.64%	6.53%	0.22	-22.4%	17.0%	57.1%	62.2%

来源: wind、国金证券研究所; 样本时期为 2016/1/1-2025/4/30

图表17: 最新一期红利轮动策略组合股票名单 (基于 2025 年一季报, 仅展示部分个股)

序号	产业链	风格板块	SW一级行业	SW二级行业	上市日期	代码	名称	股息率 TTM	分红率 (MRV)	ROE(TTM)	ROE(2024年)	ROE(2023年)	归母净利润同比 (MRQ)	纳入组合以来 涨跌幅	近60日涨 跌幅	流通市值 (亿元)	公司性质
1	下游	传统消费	家用电器	白色家电	2013/9/18	000333.SZ	美的集团	4.60%	62%	18.3%	20.3%	22.1%	38.0%	2.8%	7%	5,235	民营企业
2	中游	周期	机械设备	轨交设备II	2008/8/18	601766.SH	中国中车	2.79%	49%	8.4%	7.5%	7.4%	202.8%	2.3%	-5%	1,747	中央国有企业
3	下游	传统消费	汽车	汽车零部件	1993/6/10	600660.SH	福耀玻璃	3.11%	60%	21.6%	22.3%	18.6%	46.3%	2.8%	7%	1,159	外资企业
4	下游	传统消费	食品饮料	食品加工	1998/12/10	000895.SZ	双汇发展	5.72%	99%	21.8%	23.8%	23.7%	-10.6%	-1.2%	-4%	855	外资企业
5	下游	成长	医药生物	化学制药	2004/6/25	002001.SZ	新和成	3.21%	51%	22.5%	21.7%	11.2%	116.2%	0.9%	1%	663	民营企业
6	中游	周期	机械设备	工程机械	2000/10/12	000157.SZ	中联重科	4.26%	79%	6.9%	6.2%	6.3%	54.0%	-3.8%	-15%	498	公众企业
7	中游	成长	电力设备	其他电源设备II	1995/10/10	600875.SH	东方电气	2.49%	42%	7.9%	7.7%	9.8%	27.4%	6.4%	8%	327	中央国有企业
8	中游	成长	电力设备	电网设备	2011/6/15	601567.SH	三星医疗	2.88%	48%	18.9%	19.6%	18.6%	34.3%	-12.6%	-16%	316	民营企业
9	TMT	成长	电子	消费电子	2020/8/24	300866.SZ	安克创新	1.99%	50%	24.6%	24.9%	21.8%	59.6%	20.5%	6%	314	民营企业
10	TMT	成长	电子	其他电子II	1997/1/30	000062.SZ	深圳华强	1.66%	56%	3.7%	3.0%	6.6%	83.9%	1.7%	16%	271	民营企业
11	下游	成长	医药生物	医药商业	2010/11/2	600998.SH	九州通	3.70%	45%	10.4%	9.8%	8.9%	80.4%	-1.1%	7%	270	民营企业
12	TMT	成长	电子	元件	2002/12/10	600563.SH	法拉电子	1.93%	44%	19.6%	20.8%	23.3%	22.6%	-0.7%	-16%	233	集体企业
13	下游	成长	医药生物	化学制药	1993/10/28	000513.SZ	丽珠集团	2.98%	64%	14.8%	14.8%	14.0%	4.8%	5.5%	7%	213	民营企业
14	TMT	成长	传媒	出版	2017/11/22	601019.SH	山东出版	3.08%	49%	9.0%	8.5%	16.8%	53.5%	5.4%	7%	210	地方国有企业
15	下游	成长	医药生物	中药II	2001/6/6	600329.SH	中新药业	3.71%	100%	27.0%	30.9%	15.0%	-3.4%	16.8%	13%	195	公众企业
16	TMT	成长	电子	元件	2017/4/26	603920.SH	世运电路	2.31%	66%	11.2%	13.8%	15.8%	65.6%	0.3%	-17%	187	地方国有企业
17	下游	传统消费	家用电器	小家电	2016/4/18	603868.SH	飞科电器	1.36%	98%	14.3%	13.9%	29.1%	0.5%	5.3%	6%	160	民营企业
18	中游	成长	机械设备	通用设备	2010/4/28	601369.SH	陕鼓动力	2.07%	66%	11.6%	11.8%	12.1%	5.6%	4.7%	6%	147	地方国有企业
19	中游	成长	电力设备	电网设备	2008/9/5	002270.SZ	华明装备	3.49%	135%	19.7%	18.9%	16.2%	35.0%	4.2%	-2%	140	民营企业
20	中游	成长	电力设备	电网设备	2010/12/31	601126.SH	四方股份	4.44%	80%	16.1%	16.3%	15.2%	33.4%	-2.0%	3%	133	民营企业

来源: wind、国金证券研究所

2.3 风格及行业配置: 风格防御, 交易逻辑清晰的结构化机会

建议交易三大逻辑: (一) 交易美国衰退甚至滞胀, 重点看好黄金/黄金股当前低吸机会, 业绩+估值“戴维斯双击”, 叠加机构资金加快流入。(二) 交易国内财政发力方向, 包括:



(1) 创新药当前低吸机会，短看政策引导毛利率改善预期及 IRR 回升的“主题投资”，中长期毛利率+营收有望实质性改善，景气投资开启。(2) 三大运营商、基建及服务性消费等“增长型红利”资产。(三) 考虑 A 股“市场底”已现+AI 产业逻辑催化，预计科技成长依然具备部分结构性机会，静待调整后低吸“可穿越成长”：(1) 产业渗透率在 10%~15%，业绩回升且资本开支扩张，包括：光芯片、GPU 及新型显示技术等；(2) AI 基础设施建设，包括：芯片、云计算及数据中心等。

3、市场表现回顾

3.1 市场回顾：国内宽基指数全面上涨，海外权益指数多数上涨

A 股方面，本周(6.2-6.6)宽基指数全面上涨，创业板指(+2.3%)和中证 1000(+2.1%)领涨；一级行业多数上涨，通信(+5.3%)领涨、家用电器(-1.8%)领跌。主要宽基指数中，创业板指(+2.3%)、中证 1000(+2.1%)、中证 500(+1.6%)和科创 50(+1.5%)涨幅居前。主要风格指数同样全面上涨，小盘成长(+2.0%)、宁组合(+1.0%)和大盘成长(+0.8%)领涨。本周市场冲高回落，但总体来看呈现全面上涨态势。本周热点聚焦算力和新消费概念。算力方向，AI 算力概念股在此前经历较为充分的调整后，整体估值优势逐步凸显。而近期部分权重持续的放量拉升也可视为资金仓位回补的一种信号。新消费概念方面，随着新消费行情的反复演绎，各大细分逐步形成良性轮动，大多维持着趋势上涨结构，因此只要不出现破坏性杀跌后续或仍具上行动能。

行业方面，本周(6.2-6.6)一级行业多数上涨，通信(+5.3%)、有色金属(+3.7%)领涨，家用电器(-1.8%)、食品饮料(-1.1%)、交通运输(-0.5%)领跌。领涨行业原因：(1) 通信：工业和信息化部近日印发《算力互联互通行动计划》，立足提高公共算力资源使用效率和服务水平，促进算力高质量发展；(2) 有色金属：美国白宫发表声明 6 月初加码进口钢铁和铝的关税，市场开始担忧美国政府可能继续对其他关键金属加税，从而驱动白银和铂金价格上涨。此外，近期美国公布的多项宏观数据表现不佳，市场对美联储降息预期迅速发酵，也对白银和铂金等工业属性更强的贵金属产生了利好驱动。领跌行业原因：(1) 家用电器：部分地方传出家电以旧换新“国补”暂停或者调整的消息，引发市场焦虑情绪；(2) 食品饮料：目前国内经济增长及需求复苏偏弱，居民消费信心不足，消费能力偏弱。消费作为食品饮料行业的主要驱动力，居民消费意愿较弱直接影响了该板块的整体表现，导致板块表现不佳。

海外权益市场方面，本周(6.2-6.6)全球主要经济体权益指数多数上涨，韩国综合(+4.2%)、恒生国企指数(+2.3%)、纳斯达克(+2.2%)、恒生指数(+2.2%)、标普 500(+1.5%)领涨；俄罗斯 RTS(-2.2%)、日经 225(-0.6%)领跌。

大宗商品方面，本周(6.2-6.6)大宗商品价格涨跌互现，波罗的海干散货指数(+15.2%)、NYMEX 天然气(+9.8%)领涨，CZCE 白糖(-0.6%)、CBOT 玉米(-0.5%)则跌幅居前。领涨大宗商品的主要原因：(1) 波罗的海干散货指数：受到好望角型船、巴拿马型船和超灵便型船运费的提振，波罗的海干散货运价指数上涨，录得较大周度涨幅；(2) NYMEX 天然气：随着气温回升，美国制冷需求开始提升，推动了天然气的消费量。同时近期美国天然气供应保持在相对低位，进一步推高天然气价格。



图表18: 本周(6.2-6.6)国内宽基指数全面上涨,海外权益指数涨跌参半

板块	简称	最新值	涨跌幅(%)				过去5年历史分位数(%)	过去20年历史分位数(%)
			周环比(%)	月环比(%)	年初以来(%)	2024年(%)		
A股	创业板指	2039.4	2.3	2.7	4.8	13.2	24.1	62.7
	中证1000	6152.8	2.1	0.8	3.3	1.2	31.9	64.5
	中证500	5762.1	1.6	0.4	0.6	5.5	30.0	66.6
	科创50	991.6	1.5	-3.4		13.1	60.4	60.4
	深证成指	10183.7	1.4	1.0	2.2	9.3	24.7	46.2
	上证综指	3385.4	1.1	2.1	1.0	12.7	72.0	83.0
	中证800	4184.4	1.1	1.4	1.0	12.2	30.0	66.6
	沪深300	3874.0	0.9	1.7	1.5	14.7	34.5	71.9
	上证50	2688.9	0.4	1.6	0.2	15.4	46.5	69.9
	风格指数	小盘成长	4558.7	2.0	-0.9	1.1	2.3	20.3
宁组合		32622.3	1.0	1.8	2.6	3.0	29.3	77.0
大盘成长		3942.8	0.8	0.0	4.1	7.6	19.5	68.9
茅指数		440388.0	0.7	0.2	0.3	7.3	27.2	81.8
小盘价值		6451.9	0.5	1.3	0.7	7.6	48.5	78.2
大盘价值		8213.0	0.4	4.6	1.7	25.9	94.3	98.2
海外权益	韩国综合	2812.1	4.2	9.9	17.2	9.6	77.6	94.4
	恒生国企指数	8629.8	2.3	4.5	13.4	25.4	67.8	28.5
	纳斯达克	19530.0	2.2	10.4	1.1	23.6	97.1	99.2
	恒生指数	23792.5	2.2	5.0	13.6	17.7	67.5	67.5
	标普500	6000.4	1.5	7.0	2.0	23.3	97.0	99.2
	道琼斯	42762.9	1.2	4.7	0.5	12.9	93.9	98.4
	澳洲	8515.7	1.0	4.5	4.4	7.5	99.4	99.8
	英国富时	8837.9	0.7	2.8	3.1	5.7	99.9	99.9
	法国CAC40	7804.9	0.7	1.4	3.7	2.2	89.3	97.3
	日经225	37741.6	-0.6	2.5	5.4	19.2	80.6	95.1
俄罗斯RTS	1108.6	-2.2	1.0	24.1	-17.6	41.3	32.6	
商品	波罗的海干散货指数	1633.0	15.2	16.1	63.8	-52.4	47.5	55.3
	NYMEX天然气	3.8	9.8	9.3	4.2	44.5	67.8	66.9
	COMEX白银	36.1	9.4	8.2	23.6	21.6	100.0	97.9
	ICE WTI原油	63.8	8.2	8.7	-10.4	-0.5	21.3	41.2
	ICE布油	66.7	6.2	7.2	-10.7	-2.9	20.6	37.4
	CBOT小麦	555.8	4.1	3.7	0.8	-12.3	19.0	47.0
	LME铜	9670.5	1.8	1.4	10.3	2.6	82.3	94.7
	LME镍	15490.0	1.7	-1.3	1.1	-7.8	10.5	40.7
	LME锌	2662.5	1.6	1.1	-10.6	12.5	30.9	66.3
	CBOT大豆	1058.0	1.6	1.6	4.7	-22.2	23.8	55.0
	LME铝	1974.0	0.8	2.7	1.1	-5.7	18.6	35.7
	DCE铁矿石	707.5	0.6	0.3	-3.9	-20.0	13.2	54.7
	COMEX黄金	3331.0	0.5	-2.7	25.1	27.4	98.7	99.6
	LME铅	2451.5	0.3	1.0	-3.9	7.1	57.2	74.0
	CBOT玉米	442.0	-0.5	-3.0	-3.6	-2.7	25.0	58.9
	CZCE白糖	5735.0	-0.6	-2.6	-3.6	-5.7	36.7	64.9

来源: Wind、国金证券研究所



图表19: 本周(6.2-6.6)一级行业多数上涨, 通信领涨、家电领跌

板块	行业	最新值	涨跌幅(%)				过去5年历史分位数(%)	过去20年历史分位数
			周环比(%)	月环比(%)	年初以来(%)	2024年(%)		
TMT	通信	3005.8	5.3	5.7	0.9	28.8	96	95.4
上游周期	有色金属	4842.9	3.7	2.6	12.2	3.2	66.4	84.7
TMT	电子	4387.1	3.6	-1.9	-1.0	18.5	59.2	89.4
-	综合	2724.4	2.9	4.3	-0.3	3.2	67.6	77.2
TMT	计算机	4605.4	2.8	-1.5	4.5	4.4	49.7	73.1
上游周期	基础化工	3472.1	2.6	2.4	5.8	-5.1	35.7	79.4
TMT	传媒	687.9	2.6	2.0	6.7	2.2	66.1	61.5
下游消费	轻工制造	2090.5	2.2	4.7	3.1	-6.0	24.9	49.9
下游消费	社会服务	8094.2	2.1	-0.9	1.3	-5.1	20	79.7
金融	非银金融	1766.5	2.0	3.3	-5.3	30.2	58	68.9
下游消费	纺织服饰	1576.7	1.9	5.5	5.5	-5.3	35.5	27.0
金融	银行	4276.1	1.6	7.8	9.4	34.4	99.8	99.9
下游消费	美容护理	4909.4	1.6	3.7	12.6	-10.3	27.3	67.4
中游制造	电力设备	6713.8	1.4	1.4	-5.6	3.1	23.9	78.4
下游消费	商贸零售	2152.4	1.3	1.7	-3.9	13.7	28.9	16.4
中游制造	建筑装饰	1926.6	1.3	2.6	-3.3	5.6	26.2	39.6
下游消费	医药生物	7786.5	1.1	6.5	7.8	-14.3	25.7	68.0
上游周期	石油石化	2195.3	1.0	2.2	-5.2	6.2	32.6	47.2
中游制造	机械设备	1628.5	0.9	-1.3	7.3	5.0	84.9	90.6
下游消费	农林牧渔	2682.2	0.9	2.6	6.0	-11.6	22.9	58.2
金融	房地产	2007.0	0.9	-0.7	-7.0	-2.1	11.6	13.7
中游制造	建筑材料	4398.3	0.6	0.4	0.2	-5.9	14.9	46.6
中游制造	环保	1797.5	0.5	5.5	7.3	1.9	42.4	39.8
中游制造	国防军工	1508.8	0.4	4.8	2.3	7.1	49.7	77.1
下游消费	汽车	6982.4	0.2	-0.6	8.8	16.3	94.7	98.3
中游制造	公用事业	2376.2	-0.1	1.2	-0.8	10.2	77.3	71.4
中游制造	钢铁	2119.4	-0.2	-2.8	0.8	0.2	25	31.5
上游周期	煤炭	2565.8	-0.5	2.5	-11.7	4.4	40.9	58.1
上游周期	交通运输	2226.7	-0.5	3.4	-1.3	13.0	36.9	42.1
下游消费	食品饮料	17497.0	-1.1	-1.5	-2.6	-8.0	9.3	77.2
下游消费	家用电器	8450.7	-1.8	0.3	0.1	25.4	74.3	93.5

来源: Wind、国金证券研究所

3.2 市场估值: A股主要指数估值全面上调, 海外权益指数估值涨跌互现

A股方面, 本周(6.2-6.6) A股主要宽基指数估值全面上调, 创业板指(+2.4%)、中证1000(+2.0%)、中证500(+1.6%)估值领涨。从过去20年PE-TTM历史分位数来看, 创业板指处于较低历史分位数水平。风格指数中, 小盘成长(+1.9%)和宁组合(+1.1%)估值涨幅居前。海外方面, 本周海外市场主要指数估值涨跌互现, 恒生国企指数(+2.4%)和恒生指数(+2.2%)估值涨幅居前, 英国富时(-2.5%)估值下调明显; 道琼斯、标普500估值处于较高历史分位数水平。

行业方面, 本周(6.2-6.6)各行业估值多数上涨。从PE来看, 通信(+5.2%)和电子(+3.6%)行业估值领涨, 而家用电器(-1.8%)、食品饮料(-1.1%)和交通运输(-0.7%)行业的估值则略有回落。



图表20: 本周(6.2-6.6) A股主要指数估值全面上调, 海外权益指数估值涨跌互现

板块	简称	PE最新值	PE涨跌幅(%)				过去5年历史分位数(%)	过去20年历史分位数(%)	PB最新值	PB涨跌幅(%)	
			周环比(%)	月环比(%)	年初以来(%)	2024年(%)				周环比(%)	月环比(%)
A股	科创50	139.9	1.3	7.5	70.4	90.2	98.8	98.9	4.5	1.6	-3.9
	中证1000	40.1	2.0	2.2	12.7	4.2	81.8	56.7	2.1	2.3	1.8
	深证成指	25.2	1.4	1.1	4.4	20.5	39.1	56.3	2.1	1.5	1.5
	上证50	10.9	0.5	1.0	0.2	22.7	67.6	54.6	1.2	0.8	1.3
	宽基指数	14.6	1.1	1.2	3.4	16.5	82.6	53.9	1.3	1.2	1.7
	中证500	29.1	1.6	0.8	8.9	26.5	89.9	48.7	1.8	1.8	1.5
	中证800	14.1	0.9	1.2	1.1	19.4	60.2	48.2	1.4	1.1	1.5
	沪深300	12.6	0.8	1.2	0.0	20.1	56.9	44.0	1.3	1.0	1.6
	创业板指	30.9	2.4	3.3	-3.5	21.7	25.5	11.1	3.8	2.5	1.9
	风格指数	小盘成长	31.3	1.9	-0.4	25.8	19.5	92.2	63.7	2.3	2.2
大盘价值		8.5	0.5	1.4	2.1	28.6	85.4	51.9	0.9	0.6	2.8
大盘成长		17.5	0.9	0.2	-5.6	21.0	20.7	51.2	2.5	1.0	0.0
小盘价值		16.6	0.4	1.1	14.4	1.4	92.3	45.9	1.1	0.6	1.9
茅指数		17.5	0.4	0.6	-10.6	9.5	6.4	34.9	2.8	1.5	1.3
宁组合	26.6	1.1	1.1	-4.0	30.7	21.9	7.1	4.1	1.2	-1.0	
海外	道琼斯	29.4	2.2	2.2	-12.1	32.0	81.1	95.8	8.5	2.2	8.1
	标普500	26.9	1.4	1.9	-5.3	15.1	62.2	90.4	5.0	1.5	6.9
	纳斯达克	40.4	1.7	1.4	-11.4	8.0	43.5	78.4	6.4	2.3	10.2
	英国富时	18.2	-0.5	1.5	-5.5	85.1	70.4	69.1	1.9	1.5	3.2
	澳洲	20.1	1.0	1.2	9.9	10.3	61.6	67.2	-	-	-
	恒生国企指数	9.7	2.4	1.3	20.2	18.9	71.3	60.8	1.0	2.4	5.1
	恒生指数	10.6	2.2	1.2	18.4	12.9	68.1	50.6	1.1	2.2	4.8
	日经225	18.2	-0.5	1.2	-3.2	-4.3	37.4	30.0	1.9	1.1	9.5

来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 本周(6.2-6.6) A股各行业估值多数上涨, 通信、电子领涨

板块	行业	PE最新值	PE涨跌幅(%)				过去5年PE历史分位数(%)	过去20年PE历史分位数(%)	PB最新值	PB涨跌幅(%)				过去5年PB历史分位数(%)	过去20年PB历史分位数(%)
			周环比(%)	月环比(%)	年初以来(%)	2024年(%)				周环比(%)	月环比(%)	年初以来(%)	2024年(%)		
A股	计算机	80.4	2.8	-1.2	24.3	11.7	93.7	94.2	3.9	3.5	-0.5	9.7	4.0	58.2	47.3
	房地产	39.8	0.9	-1.7	8.1	194.9	96.2	90.4	0.7	0.0	2.7	1.4	4.3	21.5	5.4
	钢铁	33.5	-0.2	-3.2	28.6	22.2	98.2	79.9	0.9	-1.1	-4.1	2.2	3.3	30.8	21.2
	商贸零售	37.8	1.2	0.7	2.1	28.2	91.3	76.0	1.8	1.1	0.6	-1.6	1.8	60.2	28.1
	国防军工	75.4	0.2	1.3	15.8	35.7	94.9	75.9	3.1	0.3	1.0	4.8	2.7	37.7	43.4
	汽车	26.0	0.2	-0.7	5.1	2.7	29.3	68.3	2.4	0.0	-0.8	5.2	5.9	75.9	62.4
	机械设备	31.4	1.1	-1.6	5.0	7.9	81.1	62.4	2.4	0.8	-2.0	7.5	5.9	53.0	42.7
	建筑材料	26.3	0.7	0.2	8.1	42.4	96.2	57.8	1.1	0.9	0.0	1.8	5.9	14.9	3.7
	电子	50.3	3.6	-1.7	-4.3	18.1	74.5	57.8	3.4	3.6	-1.4	0.6	5.0	54.6	53.0
	美容护理	40.0	1.5	2.5	21.5	11.7	36.7	53.4	3.3	1.5	2.5	9.9	15.7	21.3	32.7
	煤炭	12.7	-0.5	1.6	5.2	36.8	96.6	50.2	1.2	0.0	1.7	10.6	3.5	21.4	16.7
	纺织服饰	25.5	2.4	5.5	26.1	-13.0	68.2	48.1	1.8	2.3	5.4	6.0	4.6	54.0	27.1
	基础化工	24.6	2.5	1.6	8.0	7.4	74.4	47.6	1.8	2.3	1.1	4.6	2.7	22.3	14.0
	传媒	40.7	2.6	2.8	9.6	2.1	77.9	43.7	2.6	2.4	2.8	10.1	4.3	74.5	28.6
	轻工制造	28.0	2.1	3.8	13.7	-12.4	68.8	42.3	1.7	2.4	4.2	3.6	7.6	23.2	23.8
	银行	6.5	1.6	5.2	11.1	36.8	79.0	39.5	0.6	1.8	2.5	9.6	5.6	61.9	15.4
	石油石化	16.2	1.0	1.2	0.3	9.5	77.4	38.2	1.2	0.9	0.9	-6.4	3.2	5.4	1.9
	医药生物	34.4	1.1	5.5	14.4	8.9	72.0	38.1	2.6	1.1	5.5	9.1	10.5	25.5	14.6
	交通运输	16.4	-0.7	2.6	-0.7	19.3	68.0	36.9	1.3	-0.8	2.4	-0.8	7.2	21.7	12.0
	社会服务	41.5	2.1	10.8	78.0	-52.9	20.7	35.3	2.9	2.1	1.0	2.1	1.4	22.6	15.6
	环保	24.5	0.4	5.1	18.0	3.5	98.6	35.1	1.5	0.7	5.6	8.6	2.9	42.8	11.1
	综合	40.3	2.9	4.0	-32.2	19.9	22.2	34.4	1.6	3.1	4.5	4.5	2.2	49.8	21.5
	建筑装饰	10.7	1.2	1.9	13.2	16.8	88.9	33.4	0.7	1.4	1.4	-1.4	4.1	14.9	3.7
	通信	30.7	5.2	5.8	-5.1	16.3	40.2	24.3	2.7	5.0	5.9	0.7	1.3	86.7	62.2
	家用电器	14.0	-1.8	-0.1	-7.0	22.6	29.9	21.6	2.3	-1.7	0.0	-6.8	4.2	15.3	26.5
	电力设备	28.8	1.3	0.3	-4.8	84.2	38.1	20.0	2.2	1.4	0.5	-3.9	3.0	14.1	16.9
	有色金属	18.5	3.4	1.5	1.4	15.0	35.3	15.6	2.1	3.9	1.9	7.6	2.5	24.6	19.3
	食品饮料	21.6	-1.1	-1.9	5.5	-15.1	16.9	14.3	4.1	-1.2	-1.9	-6.7	14.5	5.0	21.6
	公用事业	18.1	-0.1	1.0	6.3	-8.9	27.3	14.0	1.5	-0.7	0.7	-0.7	3.4	32.4	13.5
	非银金融	13.9	2.0	2.9	-12.8	16.0	25.3	11.2	1.2	1.7	3.4	-3.2	7.9	46.2	11.5
农林牧渔	17.2	0.9	1.8	-22.3	-55.8	11.2	2.8	2.3	0.9	1.7	3.5	14.8	11.2	10.8	

来源: Wind、国金证券研究所

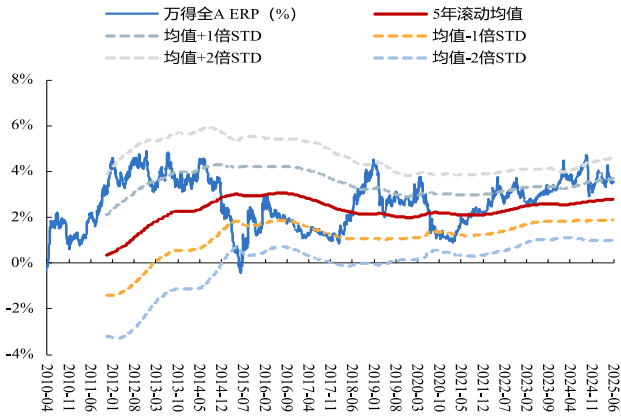
3.3 市场性价比: 主要指数配置性价比相对较高

指数方面, 本周(6.2-6.6)主要宽基指数的ERP呈下行趋势, 按照五年滚动来看, 万得全A、上证指数、沪深300、创业板指均高于“滚动均值”, 创业板指高于“1倍标准差上限”。股债收益差全面下行, 按照五年滚动来看, 万得全A触及“2倍标准差下限”, 上证指数、沪深300、创业板指均低于“2倍标准差下限”。

风格方面, 本周(6.2-6.6)主要风格指数的ERP呈下行趋势。按照五年滚动来看, 金融风格指数低于“滚动均值”, 周期、消费、成长风格指数均高于“滚动均值”, 其中消费高于“1倍标准差上限”。股债收益差全面下行, 按照五年滚动来看, 金融、消费风格指数低于“2倍标准差下限”, 成长风格指数触及“2倍标准差下限”, 周期风格指数低于“1倍标准差下限”。

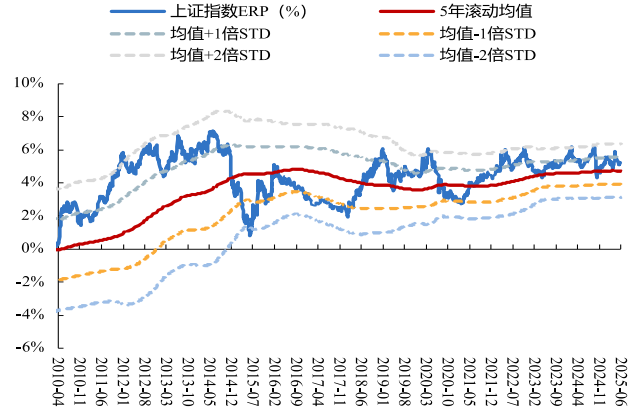


图表22: 万得全 A ERP 高于“滚动均值”



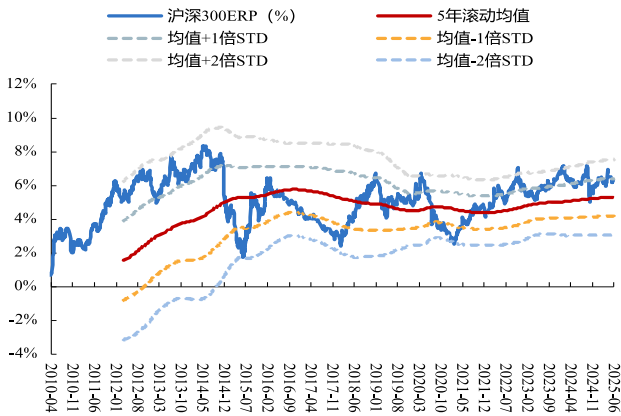
来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 上证指数 ERP 高于“滚动均值”



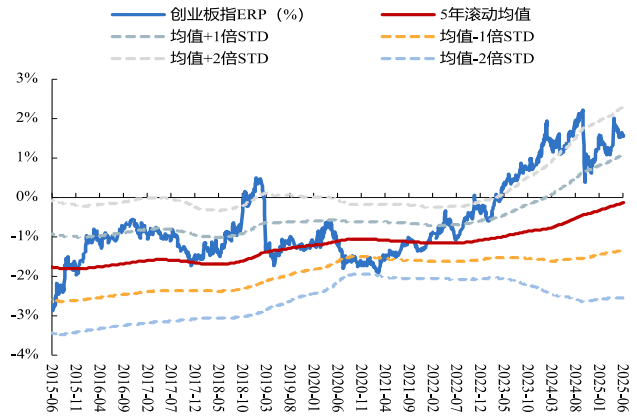
来源: Wind、国金证券研究所

图表24: 沪深 300 ERP 高于“滚动均值”



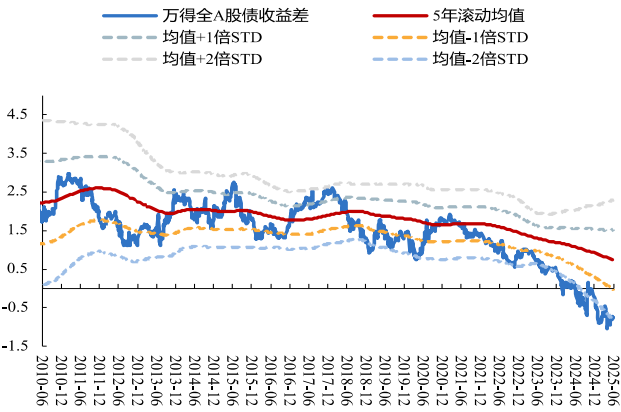
来源: Wind、国金证券研究所

图表25: 创业板指 ERP 高于“1 倍标准差上限”



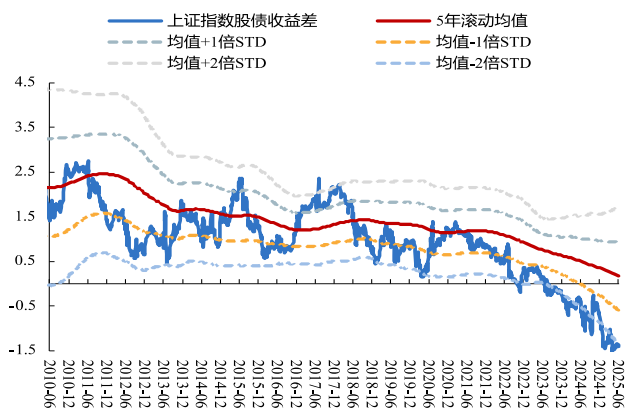
来源: Wind、国金证券研究所

图表26: 万得全 A 股债收益差触及“2 倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

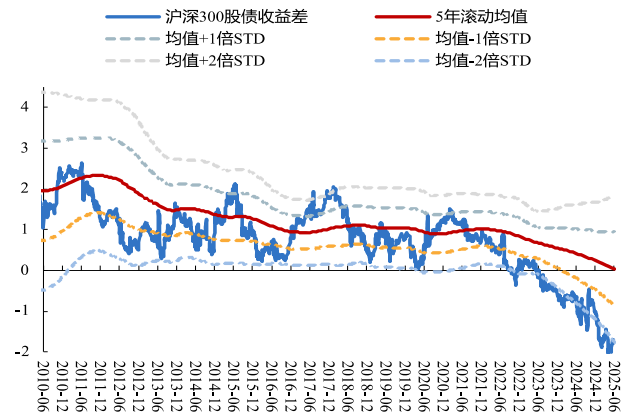
图表27: 上证指数股债收益差低于“2 倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

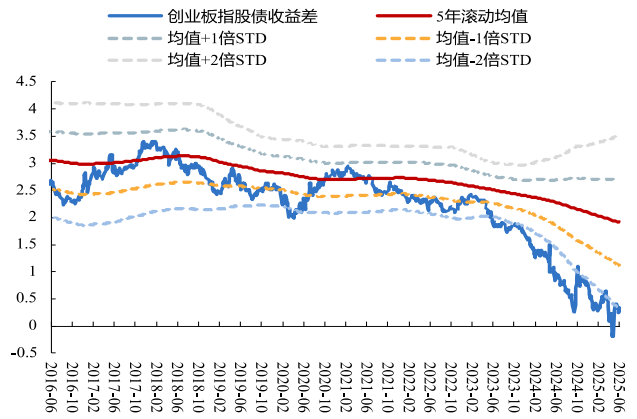


图表28: 沪深300股债收益差低于“2倍标准差下限”



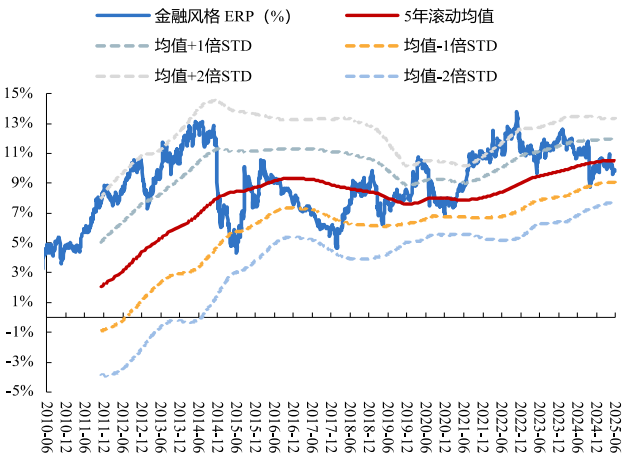
来源: Wind、国金证券研究所

图表29: 创业板指股债收益差低于“2倍标准差下限”



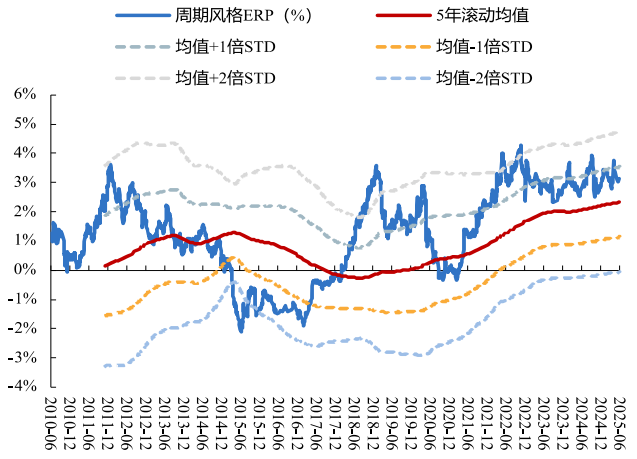
来源: Wind、国金证券研究所

图表30: 金融的 ERP 低于“滚动均值”



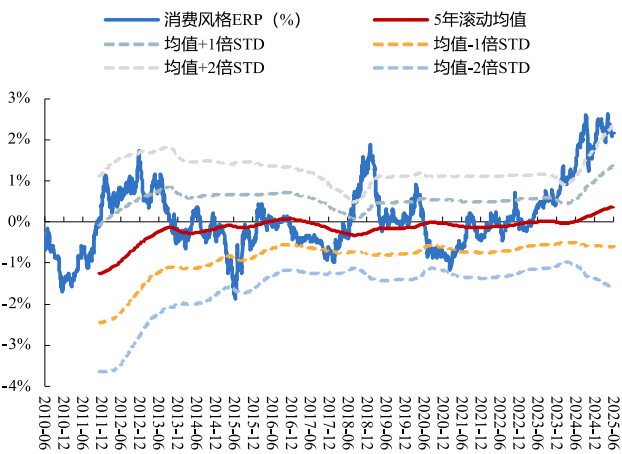
来源: Wind、国金证券研究所

图表31: 周期的 ERP 高于“滚动均值”



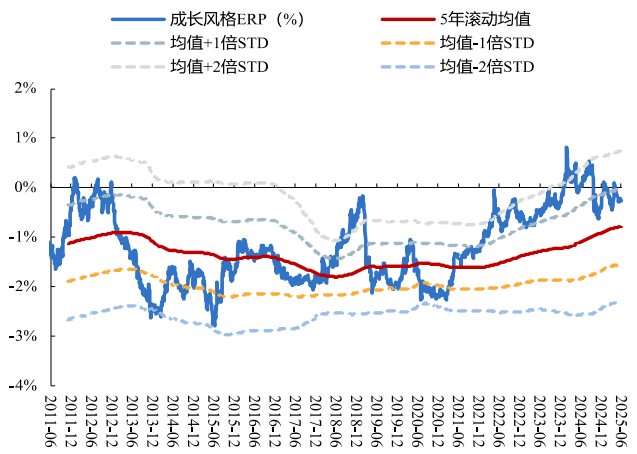
来源: Wind、国金证券研究所

图表32: 消费的 ERP 高于“1倍标准差上限”



来源: Wind、国金证券研究所

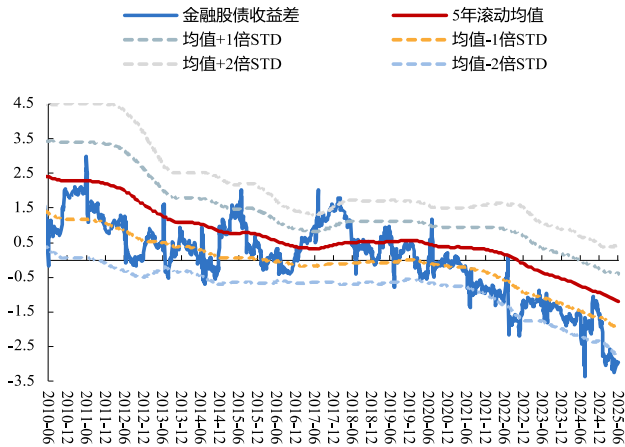
图表33: 成长的 ERP 高于“滚动均值”



来源: Wind、国金证券研究所



图表34：金融股债收益差低于“2倍标准差下限”



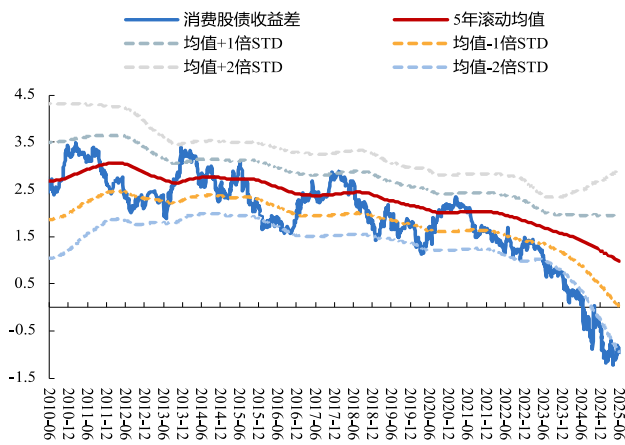
来源：Wind、国金证券研究所

图表35：周期股债收益差低于“1倍标准差下限”



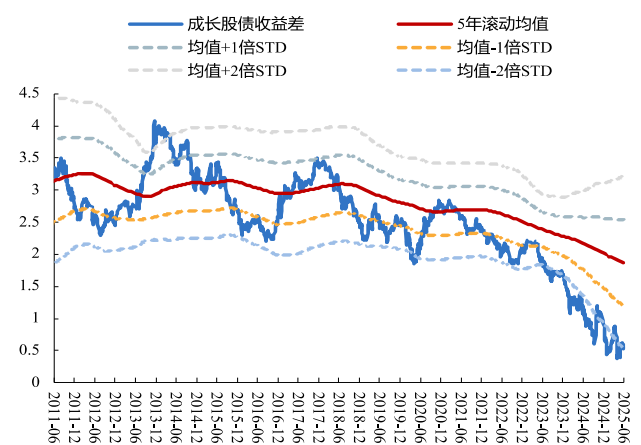
来源：Wind、国金证券研究所

图表36：消费股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源：Wind、国金证券研究所

图表37：成长股债收益差触及“2倍标准差下限”



来源：Wind、国金证券研究所

3.4 盈利预期：盈利预期多数下调

指数方面，本周(6.2-6.6)主要指数盈利预期多数下调。主要宽基指数中，深证成指(-0.3%)、中证500(-0.2%)、中证1000(-0.2%)盈利预期下调幅度居前；主要风格指数中，小盘成长(-0.4%)、小盘价值(-0.1%)盈利预期下调较多。

行业方面，本周(6.2-6.6)各行业盈利预期多数下调。周期板块中交通运输(+0.3%)盈利预期略有提升，而国防军工(-0.8%)盈利预期下调；传统消费中汽车(-0.4%)、商贸零售(-0.3%)盈利预期降幅居前；成长板块中美容护理(-1.0%)盈利预期降幅较大；金融板块中非银金融盈利预期微微下调(-0.1%)。



图表38: 本周 (6.2-6.6) 主要指数盈利预期涨跌参半

板块	指数	当前预测 2025EPS	近一周 变化	近一个月 变化	2026年预测 EPS	2024年实际 EPS
宽基 指数	上证指数	0.84	-0.1%	-0.7%	0.84	0.76
	深证成指	0.88	-0.3%	-0.9%	0.88	0.64
	沪深300	1.16	0.0%	-0.7%	1.16	1.07
	创业板指	1.66	-0.1%	-1.4%	1.66	1.22
	中证500	0.49	-0.2%	-0.9%	0.49	0.36
	科创50	0.63	0.1%	-10.9%	0.63	0.36
	上证50	1.20	0.0%	-0.5%	1.20	1.18
	中证800	1.00	-0.1%	-0.7%	1.00	0.91
	中证1000	0.41	-0.2%	1.3%	0.41	0.26
风格 指数	大盘成长	1.38	0.1%	-1.4%	1.38	1.23
	大盘价值	1.21	0.0%	-0.3%	1.21	1.20
	小盘成长	0.70	-0.4%	-3.2%	0.70	0.48
	小盘价值	0.47	-0.1%	-1.4%	0.47	0.40
	茅指数	3.92	0.0%	-0.8%	3.92	3.10
	宁组合	3.79	0.2%	-2.8%	3.79	2.80

来源: Wind、国金证券研究所



图表39：本周（6.2-6.6）各行业盈利预期多数下调

风格 板块	行业	当前预测 2025EPS	近一周 变化	近一个月 变化	2026年预测 EPS	2024年实际 EPS
周期	煤炭	0.84	-0.1%	-2.8%	0.84	0.99
	有色金属	0.77	0.0%	-0.2%	0.77	0.55
	交通运输	0.41	0.3%	-0.1%	0.41	0.40
	基础化工	0.51	-0.1%	-1.7%	0.51	0.36
	石油石化	0.84	-0.1%	-1.0%	0.84	0.78
	钢铁	0.14	-0.1%	130.0%	0.14	-0.04
	建筑材料	0.42	-0.3%	-1.6%	0.42	0.21
	建筑装饰	0.57	-0.1%	-0.6%	0.57	0.53
	电力设备	0.65	-0.6%	-9.5%	0.65	0.28
	机械设备	0.41	-0.1%	-1.9%	0.41	0.31
	国防军工	0.35	-0.8%	-2.0%	0.35	0.16
	公用事业	0.46	-0.1%	-0.8%	0.46	0.41
	环保	0.26	0.0%	-4.9%	0.26	0.23
传统 消费	汽车	0.84	-0.4%	-0.6%	0.84	0.60
	家用电器	1.58	-0.1%	-0.5%	1.58	1.38
	纺织服饰	0.30	0.4%	-0.6%	0.30	0.25
	商贸零售	0.20	-0.3%	-1.5%	0.20	0.13
	食品饮料	2.48	0.0%	-0.8%	2.48	2.25
	社会服务	0.20	-0.1%	-0.6%	0.20	0.15
	农林牧渔	0.52	-0.1%	-0.5%	0.52	0.44
	轻工制造	0.32	0.0%	-2.5%	0.32	0.23
成长	医药生物	0.56	-0.1%	-1.4%	0.56	0.42
	美容护理	0.83	-1.0%	-3.0%	0.83	0.57
	电子	0.58	-0.4%	-2.8%	0.58	0.36
	计算机	0.27	0.4%	-3.3%	0.27	0.07
	传媒	0.25	-0.6%	-0.4%	0.25	0.12
	通信	1.03	-0.1%	-0.7%	1.03	0.92
金融	房地产	-0.40	0.0%	-2.8%	-0.40	-0.67
	银行	1.14	0.0%	-0.1%	1.14	1.13
	非银金融	1.13	-0.1%	1.9%	1.13	1.05
综合	0.00	0.0%	0.0%	0.00	-0.07	

来源：Wind、国金证券研究所



4、下周经济数据及重要事件展望

图表40：下周全球主要国家核心经济数据一览

日期	国家/地区	指标	前值	预测值
2025-06-09	中国	5月PPI:同比(%)	-2.7	-3.2
2025-06-09	中国	5月CPI:同比(%)	-0.1	-0.2
2025-06-09	中国	5月出口金额:当月同比(%)	8.1	6.2
2025-06-09	中国	5月进口金额:当月同比(%)	-0.2	0.3
2025-06-09	中国	5月贸易差额:人民币:当月值(亿元)	6900	
2025-06-09	中国	5月进出口金额:人民币:当月同比(%)	5.6	
2025-06-12	中国	5月M2:同比(%)	8	8.1
2025-06-12	中国	5月新增人民币贷款(亿元)	2800	8268.3
2025-06-12	中国	5月M1:同比(%)	1.5	1.8
2025-06-12	中国	5月M0:同比(%)	12	
2025-06-12	中国	5月社会融资规模:当月值(亿元)	11591	19756.7
2025-06-12	中国	5月社会融资规模存量:同比(%)	8.7	8.8
2025-06-12	中国	5月社会融资规模存量(万亿元)	424	
2025-06-12	中国	5月M0(亿元)	131387.01	
2025-06-12	中国	5月M1(亿元)	1091407.33	
2025-06-09	中国台湾	5月进口额:同比(%)	32.96	
2025-06-09	中国台湾	5月贸易差额(百万美元)	7207.92	
2025-06-11	美国	5月CPI:未季调:同比(%)	2.3	
2025-06-11	美国	5月CPI:未季调(1982-84年=100)	320.8	
2025-06-11	美国	5月CPI:未季调:环比(%)	0.3	
2025-06-11	美国	5月CPI:季调(1982-84年=100)	320.32	
2025-06-11	美国	5月CPI:季调:同比(%)	2.3	
2025-06-11	美国	5月核心CPI:季调(1982-84年=100)	326.43	
2025-06-11	美国	5月核心CPI:未季调:同比(%)	2.8	
2025-06-11	美国	5月核心CPI:季调:同比(%)	2.8	
2025-06-11	美国	5月核心CPI:未季调(1982-84年=100)	326.82	
2025-06-11	美国	5月核心CPI:未季调:环比(%)	0.3	
2025-06-11	美国	5月CPI:季调:环比(%)	0.2	
2025-06-11	美国	5月核心CPI:季调:环比(%)	0.2	
2025-06-12	美国	5月PPI最终需求(剔除食品、能源和贸易服务):季调:环比(%)	-0.1	
2025-06-12	美国	5月PPI最终需求(剔除食品、能源和贸易服务):季调:同比(%)	2.9	
2025-06-12	美国	5月PPI最终需求(剔除食品、能源和贸易服务):未季调:同比(%)	2.9	
2025-06-12	美国	6月07日初请失业金人数:季调((人)	247000	
2025-06-12	美国	5月核心PPI:季调:环比(%)	0.4	
2025-06-12	美国	5月核心PPI:季调:同比(%)	2.5	
2025-06-13	美国	6月密歇根消费者情绪指数(初值)	52.2	
2025-06-13	欧盟	4月欧元区:贸易差额(百万欧元)	36881.3	
2025-06-13	欧盟	4月欧盟:商品出口金额:同比(%)	15.2	
2025-06-13	欧盟	4月欧盟:商品进口金额:同比(%)	10.4	
2025-06-13	欧盟	4月欧元区:商品出口金额:当月同比(%)	13.7	
2025-06-13	欧盟	4月欧元区:商品进口金额:当月同比(%)	8.7	
2025-06-09	日本	第一季度不变价GDP:同比(修正)(%)	1.3	

来源: Wind、国金证券研究所

图表41：下周全球主要国家重要财经事件一览

日期	国家/地区	事件
2025-06-11	美国	6月11日EIA公布周度能源报告

来源: Wind、国金证券研究所



5、风险提示

- (1) 美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期，将导致国内出口增速明显放缓，国内资产端加速下行；从而再次影响居民、企业资产负债表恶化，掣肘市场表现；
- (2) 国内出口放缓超预期，背后是全球经济景气下行，或导致国内低通胀风险持续扩大。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究