

2026年06月11日

策略研究团队

从景气验证到预期定价：“景气预期”行业比较框架

——“组合管理”系列报告之三

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● 从财报验证到预期展望：景气研究的范式延伸

在《组合管理》系列的第二篇报告中，我们提出“景气投资”的本质是追逐未来业绩的高增长，中长期真正值得预测和研究的核心理念，是收入增速、盈利增速等”，验证了财报发布后跟随财报信息进行配置的“基本面动量”策略高度有效。为了进一步回答“尚未验证的景气该如何展望？”，景气预期行业比较框架应运而生。景气预期行业比较框架的本质是分析师预期的二阶导，通过跟踪分析师预期的动态变化，刻画产业景气的边际趋势。景气投资方法论与景气预期行业比较框架分别承担“验证跟随”与“前瞻展望”的功能，构成组合管理框架。

“景气预期”框架对行业股价走势具有显著的指引作用。总体来看，“景气预期”框架对31个一级行业中的22个行业，134个二级行业中的92个行业的股价走势具有显著的解释效果，有效率分别达到71%和70.2%。

我们对不同行业进行全面的打分：从排序得分、趋势得分两个维度分别反映行业景气预期变化的显著程度及变化趋势，最后加总得到行业的景气预期综合得分。排序得分关注行业景气预期的动态边际变化，趋势得分关注行业的产业周期趋势。

● “景气预期”行业做多组合：抓住超额收益的β

根据行业最终得分，在一级行业层面，筛选出得分最高的前三或前五优势行业。“景气预期”前3、前5一级行业做多组合年化收益率分别为15.7%和17.7%，显著跑赢同期的wind全A的10.5%。景气预期行业做多组合仅仅利用了高景气行业的beta，便能够跑赢在组合中进一步筛选了alpha的偏股混合基金指数，足以证明景气预期行业做多组合的有效性。

● “景气预期”行业回避组合：协助选取低配行业

景气预期行业回避组合对于投资者最大的价值在于——定位低配的行业。许多框架擅长筛选做多方向但不擅长筛选回避方向，但“景气预期”框架刚好在定位回避行业上十分擅长。我们反向操作景气预期行业做多组合，获得行业回避组合，两大组合在策略净值、年化收益率、夏普比率与最大回撤方面均大幅落后于Wind全A，同时跑赢Wind全A的概率均低于10%。

● “景气预期”框架对当前做多/回避的指引

截至2026年6月5日，景气预期在持续改善且股价上行信号更明确的一级行业有：轻工制造、通信、有色金属、纺织服饰、电力设备；二级行业包括：能源金属、小金属、通信设备、化学原料、工业金属等。股价下行信号更明确的一级行业有：综合、汽车、非银金融、商贸零售、食品饮料；二级行业包括：基础建设、保险II、房屋建设II、普钢、乘用车等。

● **风险提示：**地缘风险超预期升级；宏观政策超预期变动；测算模型基于历史数据。

相关研究报告

《隔夜海外市场点评：信息不对称放大市场波动——投资策略点评》

-2026.6.10

《机构关注度环比回升：通信、社会服务和综合——投资策略点评》

-2026.6.8

《AI硬件利益格局调整，孕育科技内部切换机会——投资策略周报》

-2026.6.7

目 录

1、 从财报验证到预期展望：景气研究的范式延伸.....	4
1.1、 盈利预测的定价局限与景气预期框架的必要性.....	4
1.2、 开源策略“景气预期”行业比较框架的原理.....	6
1.2.1、 开源策略“景气预期”行业比较框架.....	6
1.2.2、 “景气预期”行业比较框架的内在金融学原理.....	6
2、“景气预期”行业比较框架在行业比较上的应用.....	7
2.1、“景气预期”在一级行业投资中的应用.....	7
2.1.1、 收入景气预期.....	7
2.1.2、 盈利景气预期.....	9
2.2、“景气预期”在二级行业投资中的应用.....	11
3、 从预期信号到配置依据：行业景气的横向刻画与综合评分.....	17
3.1、“景气预期”排序得分：反映景气预期变化的显著程度.....	17
3.1.1、 排序得分的具体计算方法.....	17
3.1.2、 为何关注排序得分？捕捉景气预期的“动态”边际变化，实现行业横向比较.....	18
3.2、“景气预期”趋势得分：反映景气预期变化的趋势.....	18
3.2.1、“景气预期”趋势得分的具体计算方法.....	18
3.2.2、 为何关注趋势得分？“景气预期”的趋势与产业周期息息相关.....	19
3.2.3、“景气预期”综合评价：综合反映行业预期的边际变化和趋势变化.....	19
4、“景气预期”行业做多组合：抓住超额收益的 β	20
4.1、“景气预期”行业做多组合构建方法.....	20
4.2、“景气预期”行业做多组合表现：均跑赢偏股混合基金指数.....	20
5、“景气预期”行业回避组合：协助选取低配行业.....	22
5.1、“景气预期”行业回避组合的“反向做多”效果突出.....	22
5.1.1、 反向操作“景气预期”行业做多组合，获得行业回避组合.....	22
5.1.2、“景气预期”行业回避组合“反向做多”获得突出效果.....	22
5.1.3、 为什么“景气预期”回避框架效果如此出色？.....	23
6、“景气预期”框架对当前做多/回避的指引.....	24
6.1、“景气预期”框架指引下哪些行业景气预期改善最显著？.....	24
6.2、“景气预期”框架指引下哪些行业景气预期表现不佳？.....	24
7、 风险提示.....	25

图表目录

图 1： 开源策略“组合管理”框架.....	4
图 2： 一级行业年度盈利预测增速排名与涨跌幅排名不显著相关.....	5
图 3： 个股年度盈利预测增速排名与涨跌幅排名不显著相关.....	5
图 4： 一级行业景气预期与股价走势相关性总览.....	7
图 5： 房地产行业收入预测增速与股价绝对走势.....	8
图 6： 基础化工行业收入预测增速与股价绝对走势.....	8
图 7： 电子行业收入预测增速与股价绝对走势.....	8
图 8： 农林牧渔行业收入预测增速与股价绝对走势.....	8
图 9： 建筑材料行业收入预测增速与股价相对走势.....	9

图 10: 电子行业收入预测增速与股价相对走势.....	9
图 11: 电力设备行业收入预测增速与股价相对走势.....	9
图 12: 计算机行业收入预测增速与股价相对走势.....	9
图 13: 钢铁行业盈利预测增速与股价绝对走势.....	10
图 14: 传媒行业盈利预测增速与股价绝对走势.....	10
图 15: 医药生物行业盈利预测增速与股价绝对走势.....	10
图 16: 电子行业盈利预测增速与股价绝对走势.....	10
图 17: 美容护理行业盈利预测增速与股价相对走势.....	11
图 18: 基础化工行业盈利预测增速与股价相对走势.....	11
图 19: 计算机行业盈利预测增速与股价相对走势.....	11
图 20: 有色金属行业盈利预测增速与股价相对走势.....	11
图 21: 二级行业景气预期与股价走势相关性总览.....	12
图 22: 玻璃玻纤行业收入预测增速与股价绝对走势.....	13
图 23: 电池行业收入预测增速与股价绝对走势.....	13
图 24: 消费电子行业收入预测增速与股价绝对走势.....	13
图 25: 光学光电子行业收入预测增速与股价绝对走势.....	13
图 26: 普钢行业收入预测增速与股价相对走势.....	14
图 27: 消费电子行业收入预测增速与股价相对走势.....	14
图 28: 电池行业收入预测增速与股价相对走势.....	14
图 29: 玻璃玻纤行业收入预测增速与股价相对走势.....	14
图 30: 玻璃玻纤盈利预测增速与股价绝对走势.....	15
图 31: 化学原料盈利预测增速与股价绝对走势.....	15
图 32: 小金属盈利预测增速与股价绝对走势.....	15
图 33: 风电设备盈利预测增速与股价绝对走势.....	15
图 34: 化学原料盈利预测增速与股价相对走势.....	16
图 35: 半导体盈利预测增速与股价相对走势.....	16
图 36: 能源金属盈利预测增速与股价相对走势.....	16
图 37: 养殖业盈利预测增速与股价相对走势.....	16
图 38: 利用“景气预期”框架对行业进行打分的具体方法.....	17
图 39: “景气预期”行业做多组合均跑赢万得全 A.....	20
图 40: “景气预期”做多框架前 3 级一级行业净值.....	21
图 41: “景气预期”做多框架前 5 一级行业净值.....	21
图 42: “景气预期”行业回避组合“反向做多”效果非常突出.....	23
图 43: “景气预期”回避框架后 3 一级行业净值.....	23
图 44: “景气预期”回避框架后 5 一级行业净值.....	23
图 45: 当前“景气预期”框架构建的优势行业打分.....	24
图 46: 综合维度下, 当前“景气预期”框架构建的回避行业打分.....	25

1、从财报验证到预期展望：景气研究的范式延伸

我们在 2026 年 1 月 20 日发布的“组合管理”系列第二篇深度报告《景气投资方法论——“组合管理”系列报告之二》中提出“‘景气投资’的本质是追逐未来业绩的高增长，中长期真正值得预测和研究的核⻜变量，是收入增速、盈利增速等”，并系统构建了以财报数据为基础的景气投资实战框架，印证了财报发布后跟着财报信息去买的“基本面动量”策略是高度有效的。

但组合管理并不只需要回答“已经验证的景气该如何把握？”，还需要回答“尚未验证的景气该如何展望？”。因此，景气预期行业比较框架应运而生。景气预期行业比较框架的本质是分析师预期的二阶导，通过跟踪分析师预期的动态变化，刻画产业景气的边际趋势，并据此展望未来产业周期。由此，景气投资方法论与景气预期行业比较框架分别承担“验证跟随”与“前瞻展望”的功能，共同构成组合管理框架。

进一步看，景气预期行业比较框架旨在回答以下几个核⻜问题：

- (1) 如何突破财报数据的“时滞性”，实现前瞻布局？
- (2) 如何在不同行业之间建立统一、可比、可排序的景气评价标准？
- (3) 如何为组合管理提供更具前瞻性的行业配置指引，识别当前时点应当增配与减配的行业？

图1：开源策略“组合管理”框架



资料来源：开源证券研究所

1.1、盈利预测的定价局限与景气预期框架的必要性

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

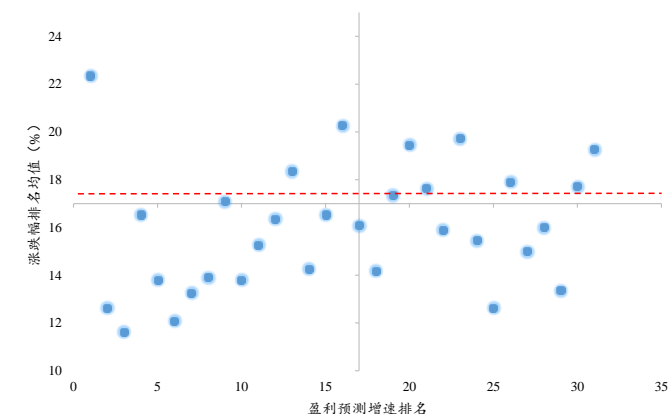
既然要将景气研究从“跟随”延伸至“展望”，在财报窗口期之外前瞻布局景气改善的行业，许多投资者自然而然会想到：自下而上的分析师盈利预测是否可以作为实际盈利增速的预期指标，作为投资的指引？

但我们发现盈利增速预测对股价的指引作用非常弱——

(1) 从行业视角来看，从2015年至2025年末，年初盈利增速预测排名靠前的一级行业在当年的涨跌幅排名，与盈利增速预测靠后的行业的涨跌幅排名没有统计学上的差异。因此从行业视角来看，在年初选择高盈利增速预测的行业进行投资是不具备操作价值的；

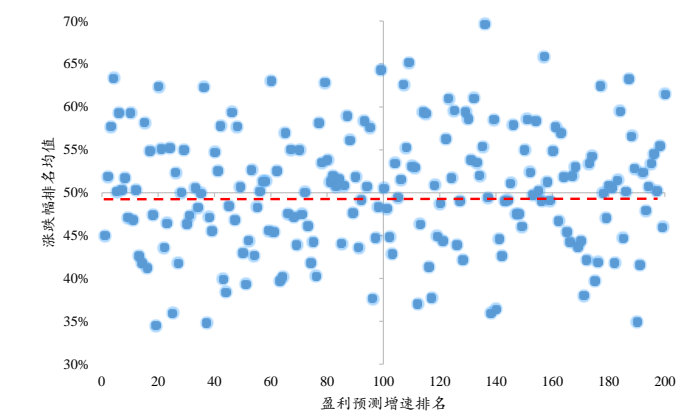
(2) 从个股视角来看，从2010年至2025年末，年初盈利增速预测排名靠前的个股在当年的涨跌幅排名，与盈利增速预测靠后的个股的涨跌幅排名没有统计学上的差异。因此从个股视角来看，在年初选择高盈利增速预测的个股进行投资同样是不具备操作价值的。

图2：一级行业年度盈利预测增速排名与涨跌幅排名不显著相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：个股年度盈利预测增速排名与涨跌幅排名不显著相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

为什么盈利增速预测效果不佳？我们认为源于三大原因：

(1) 市场上的盈利预测并不十分全面。当前市场上可获得的盈利预测集中在卖方外部评级，并未包括买方内部评级，因此包含的信息并不全面；

(2) 卖方的研究生态往往更多是鼓励买入。因此卖方外部评级天生具备“高估”的内在动力，上调评级和上调盈利增速远远更容易于、也更多于下调评级和下调盈利增速；

(3) 有效市场假说下，股价是对“超出/低于预期”的信息做出反应，点状的绝对盈利增速预期意义不大：高增速预期的股票同样会出现业绩 miss，低增速预期的股票同样有超出预期的盈利增速。因此绝对盈利增速预期对投资的指引作用差，而动态的盈利预期变化才是对投资有价值的要素。

1.2、开源策略“景气预期”行业比较框架的原理

由于绝对盈利增速预期对投资的指引作用差，而动态的盈利预期变化或才是对投资有价值的要素，因此我们基于“动态”的行业景气预期变化，构建开源策略“景气预期”行业比较框架——以分析师预期数据为底层，动态追踪行业景气预期的边际变化，以月度高频滚动更新，在宏观判断与微观落地之间架起一座可操作的桥梁，与《景气投资方法论》共同构成更为完整的组合管理研究体系。

1.2.1、开源策略“景气预期”行业比较框架

(1) “景气预期”包含 2 大维度，即收入景气预期和盈利景气预期；

(2) 收入（盈利）景气预期的计算逻辑是“景气预期同比增速”：

收入（盈利）景气预期=当前全行业下一年（T+1）的收入（盈利）预测/去年同期同口径公司下全行业下一年（T）的收入（盈利）预测-1

(3) 由于分析师对于个股预期的覆盖更新最高频率可以达到日度，“景气预期”行业比较框架理论上可以实现最高达到日度的高频动态变化跟踪。考虑到实用性，我们推荐使用月度数据跟踪行业的景气预期变化。

如何解读框架的输出结果——“斜率比位置更重要”：

在解读“景气预期”框架时，我们需要更为关注边际变化，而非“景气预期同比增速”的绝对值。即当“景气预期”框架呈现斜率为正时，行业的景气预期在持续改善，具有更强的投资价值。

1.2.2、“景气预期”行业比较框架的内在金融学原理

(1) 关注边际变化而非绝对值的原因：虽然卖方评价并不全面、准确；但这依然是市场上最可得、最贴近投资者的预期数据。因此我们进一步考虑：当行业/公司景气度确实持续改善时，相关研究覆盖、预期更新与业绩预测调整往往会更加活跃，分析师对行业收入和盈利预测的修正也更容易体现为连续上调；而当行业/公司景气度边际转弱时，相关预期调整则可能表现为上修放缓、预测持平甚至下修。由此，我们可以利用这一特征，追踪收入与盈利预期的边际变化：当行业景气改善时，收入/盈利增速预期往往更快上行；反之，当行业景气走弱时，收入/盈利增速预期的上行速度可能放缓，甚至出现下行。从图像上来看，斜率为正时行业的景气预期在改善即实现了“超预期”，斜率为负是行业的景气预期在恶化即“低预期”。

(2) “景气预期”为何对股价有指引？“景气预期”行业比较框架在 DDM 三要素上的解释：当“景气预期”在上行时，不仅代表分子端在改善，更代表分母端（“景气预期”是估值的决定要素之一，“景气预期”的边际变化往往更先体现在估值端，而后才落地到分子端）的盈利预期的变动。因此“景气预期”行业比较框架具备对“分子端+分母端”的双重指示作用。

2、“景气预期”行业比较框架在行业比较上的应用

我们在上一章中建立了基于预期边际变化的“景气预期”行业比较框架，此框架对行业股价走势是否有指引作用？“景气预期”框架能够指引细分行业的投资吗？对于新兴产业，尤其是当前的热门赛道行业，“景气预期”行业比较框架又是否适用？

2.1、“景气预期”在一级行业投资中的应用

总体来看，“景气预期”框架对 31 个一级行业中的 22 个行业股价走势具有一定的解释效果，即“景气预期”框架对于一级行业的有效率达到了 71.0%。风格方面，“景气预期”框架与成长、周期、消费行业的股价走势相关性均较高。其中，房地产、电力设备、电子和基础化工无论在收入预测下的绝对走势和相对走势相关性，还是盈利预测下的绝对走势和相对走势相关性这“景气预期”四大维度来看，均达到了高相关性；环保、建筑材料、传媒、轻工制造、钢铁、农林牧渔则与三大“景气预期”维度达到了高相关；汽车、计算机、医药生物、美容护理则与两大“景气预期”维度达到了高相关；建筑装饰、综合则与一大“景气预期”维度达到了高相关；纺织服饰和有色金属综合四大“景气维度”达到了中相关性。

（注：相关性的判断标准：相关系数大于 0.5 为强相关，大于 0.3 小于 0.5 为中相关；此外，如果曲线走势具有显著关联性，也视为具有相关性；相关性研究的追溯区间为 2016 年 1 月 1 日-2026 年 4 月 17 日。）

图4：一级行业景气预期与股价走势相关性总览

一级行业	收入预测		盈利预测		一级行业	收入预测		盈利预测	
	相对走势	绝对走势	相对走势	绝对走势		相对走势	绝对走势	相对走势	绝对走势
房地产	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	纺织服饰	中相关性	中相关性	中相关性	中相关性
电力设备	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	有色金属	中相关性	中相关性	中相关性	中相关性
电子	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	商贸零售	中相关性		中相关性	中相关性
基础化工	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	通信			中相关性	中相关性
环保	高相关性	高相关性	中相关性	高相关性	非银金融	中相关性			中相关性
建筑材料	高相关性	高相关性	高相关性	中相关性	石油石化				中相关性
传媒	高相关性	高相关性	中相关性	高相关性	食品饮料	中相关性			
轻工制造	中相关性	高相关性	高相关性	高相关性	银行				
钢铁	中相关性	高相关性	高相关性	高相关性	机械设备				
农林牧渔	高相关性	高相关性	高相关性		家用电器				
汽车	中相关性	中相关性	高相关性	高相关性	公用事业				
计算机	高相关性		高相关性		交通运输				
医药生物			高相关性	高相关性	社会服务				
美容护理			高相关性	高相关性	国防军工				
建筑装饰			中相关性	高相关性	煤炭				
综合		高相关性		中相关性					

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1.表格按照相关性高低进行排序；2.时间区间：2016 年 1 月 1 日-2026 年 4 月 17 日）

2.1.1、收入景气预期

(1) 收入景气预期与绝对走势

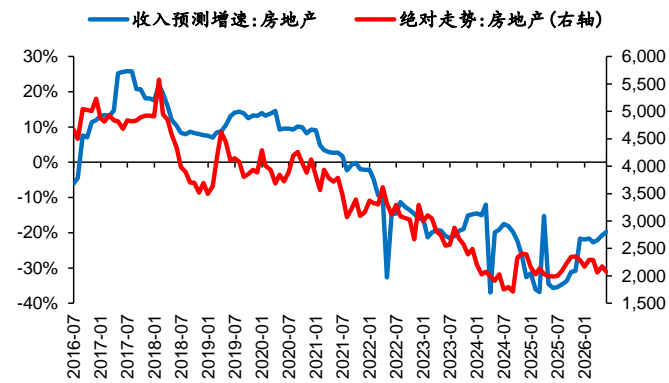
一级行业中，分别有 11 个和 3 个行业的收入景气预期与股价绝对走势具有高相关性或中相关性，按照行业风格分类如下（除标注外均为中相关）：

周期风格：房地产（高）、基础化工（高）、环保（高）、建筑材料（高）、钢铁（高）、综合（高）、有色金属；

成长风格：电力设备（高）、电子（高）、传媒（高）；

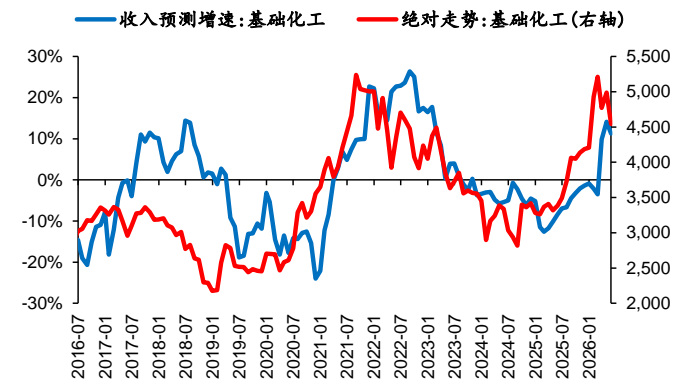
消费风格：轻工制造（高）、农林牧渔（高）、汽车、纺织服饰。

图5：房地产行业收入预测增速与股价绝对走势



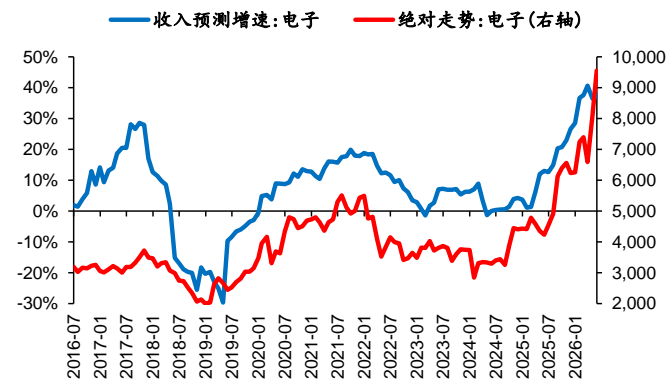
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：基础化工行业收入预测增速与股价绝对走势



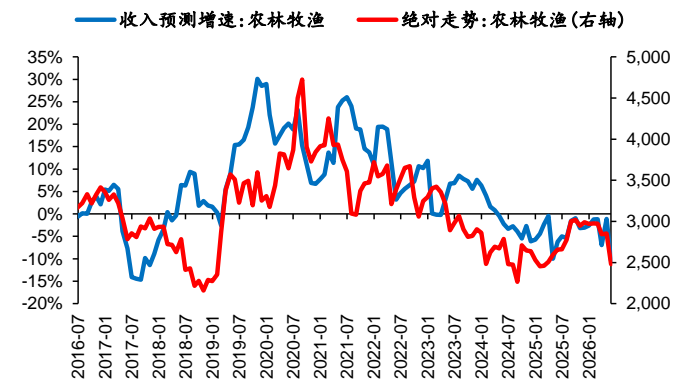
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：电子行业收入预测增速与股价绝对走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：农林牧渔行业收入预测增速与股价绝对走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 收入景气预期与相对走势

一级行业中，分别有 9 个和 8 个行业的收入景气预期与股价相对走势具有高相关性或中相关性，按照行业风格分类如下（除标注外均为中相关）：

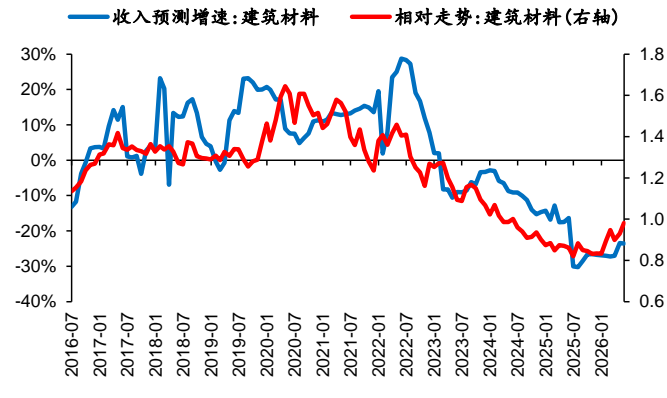
周期风格：房地产（高）、基础化工（高）、环保（高）、建筑材料（高）、钢铁、有色金属；

成长风格：电力设备（高）、电子（高）、传媒（高）、计算机（高）；

消费风格：农林牧渔（高）、轻工制造、汽车、纺织服饰、商贸零售、食品饮料；

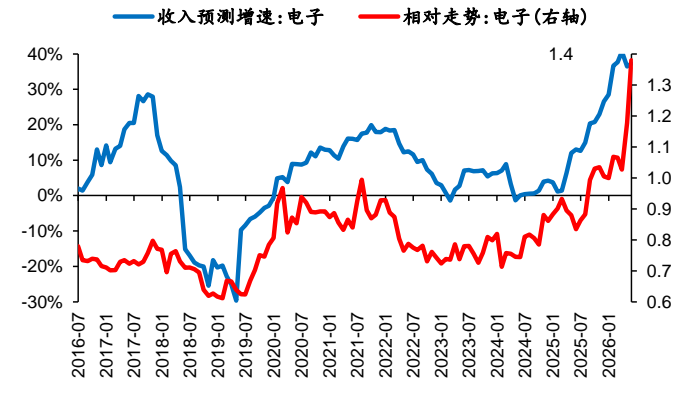
金融风格：非银金融。

图9：建筑材料行业收入预测增速与股价相对走势



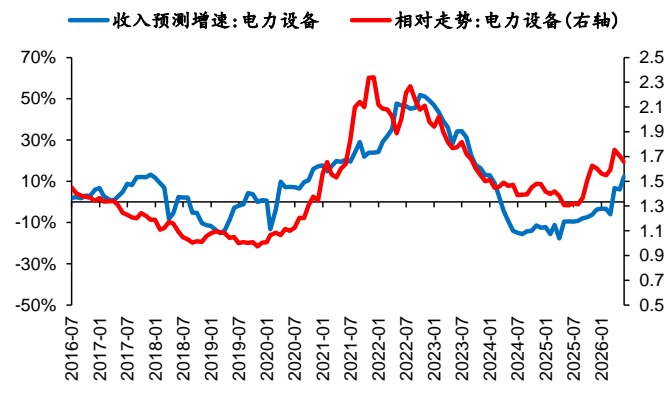
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：电子行业收入预测增速与股价相对走势



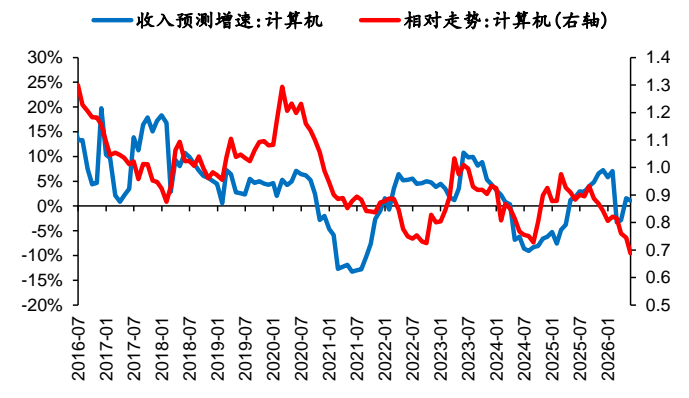
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：电力设备行业收入预测增速与股价相对走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：计算机行业收入预测增速与股价相对走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.2、盈利景气预期

(1) 盈利景气预期与绝对走势

一级行业中，分别有 12 个和 8 个行业的盈利景气预期与股价绝对走势具有高相关性或中相关性，按照行业风格分类如下（除标注外均为中相关）：

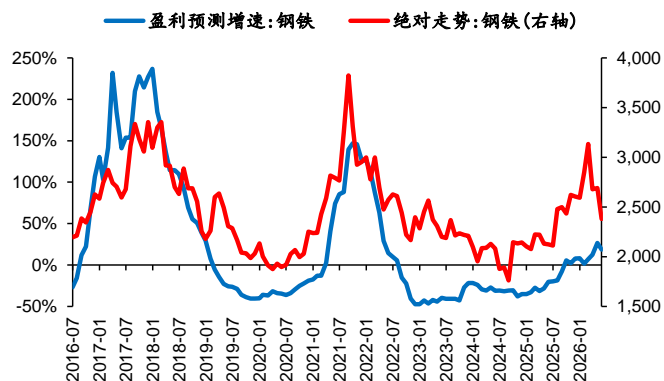
周期风格：房地产（高）、基础化工（高）、环保（高）、钢铁（高）、建筑装饰（高）、建筑材料、综合、有色金属、石油石化；

成长风格：电力设备（高）、电子（高）、传媒（高）、通信；

消费风格：轻工制造（高）、汽车（高）、医药生物（高）、美容护理（高）、纺织服饰、商贸零售；

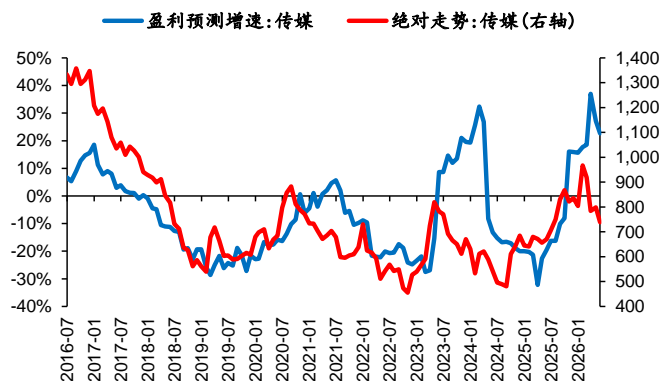
金融风格：非银金融。

图13: 钢铁行业盈利预测增速与股价绝对走势



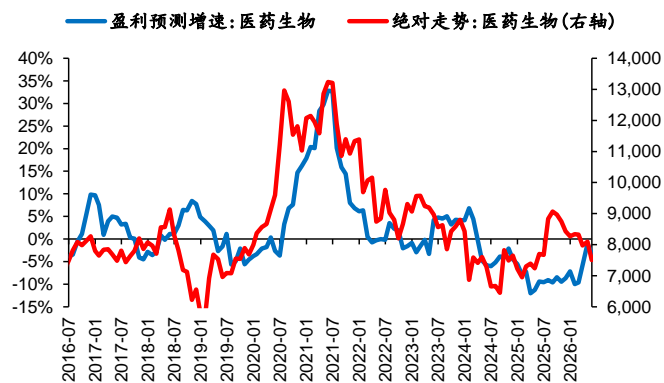
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 传媒行业盈利预测增速与股价绝对走势



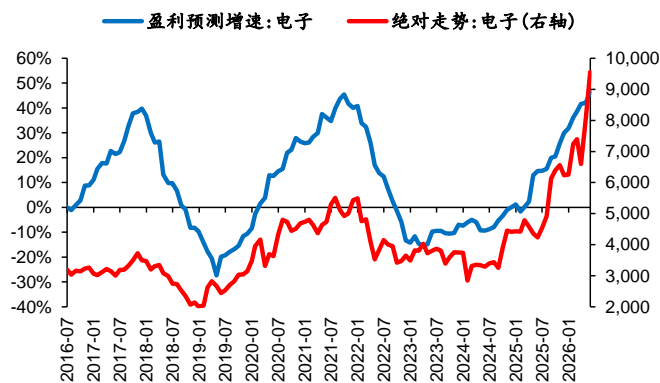
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 医药生物行业盈利预测增速与股价绝对走势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 电子行业盈利预测增速与股价绝对走势



数据来源: Wind、开源证券研究所

(2) 盈利景气预期与相对走势

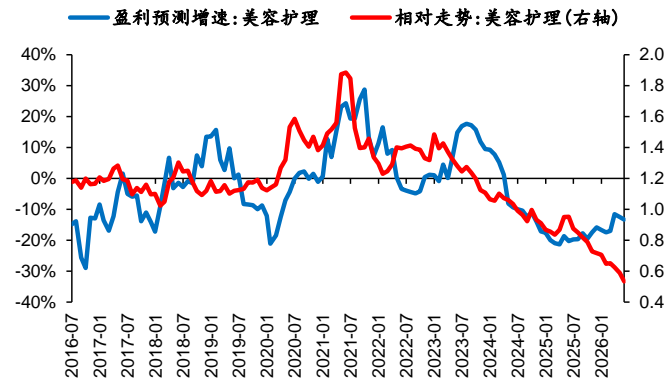
一级行业中, 分别有 12 个和 7 个行业的盈利景气预期与股价相对走势具有高相关性或中相关性, 按照行业风格分类如下 (除标注外均为中相关):

周期风格: 房地产 (高)、基础化工 (高)、建筑材料 (高)、钢铁 (高)、环保、建筑装饰、有色金属;

成长风格: 电力设备 (高)、电子 (高)、计算机 (高)、传媒、通信;

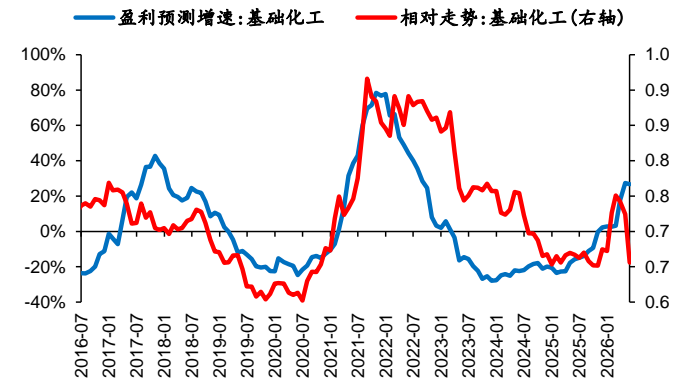
消费风格: 轻工制造 (高)、农林牧渔 (高)、汽车 (高)、医药生物 (高)、美容护理 (高)、纺织服饰、商贸零售。

图17: 美容护理行业盈利预测增速与股价相对走势



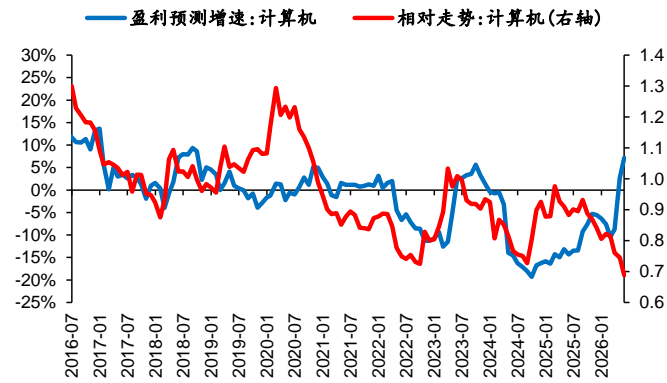
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 基础化工行业盈利预测增速与股价相对走势



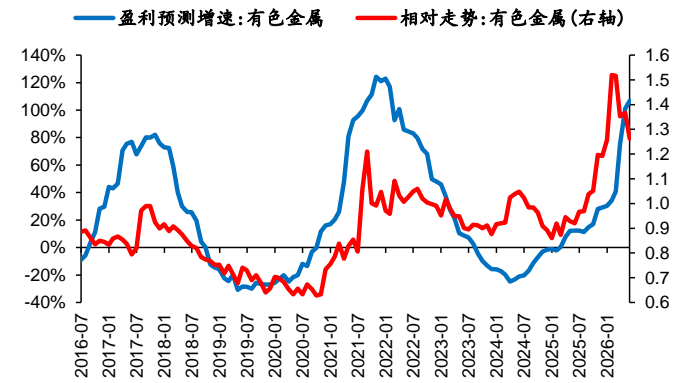
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 计算机行业盈利预测增速与股价相对走势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 有色金属行业盈利预测增速与股价相对走势



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、“景气预期”在二级行业投资中的应用

总体来看,“景气预期”框架对 134 个二级行业中的 92 个行业股价走势具有一定的解释效果,即“景气预期”框架对于一级行业的有效率达到了 70.2%。风格方面,“景气预期”框架同样与细分行业中的成长、周期、消费行业的股价走势相关性较高,金融风格相关性相对偏弱。其中,房地产开发、电池、摩托车及其他、消费电子、通信设备、装修建材、家电零部件 II、酒店餐饮、造纸、广告营销、影视院线、普钢、医疗器械、非白酒、养殖业、互联网电商与“景气预期”四大维度来均呈现高相关性;水泥、医疗服务、元件、家居用品则与三大“景气预期”维度达到了高相关。

图21：二级行业景气预期与股价走势相关性总览

二级行业	收入预测		盈利预测		二级行业	收入预测		盈利预测	
	相对走势	绝对走势	相对走势	绝对走势		相对走势	绝对走势	相对走势	绝对走势
房地产开发	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	休闲食品	中相关性		高相关性	中相关性
电池	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	综合II		高相关性		中相关性
摩托车及其他	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	房地产服务			中相关性	高相关性
消费电子	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	计算机设备			高相关性	中相关性
通信设备	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	汽车服务	中相关性	中相关性	中相关性	中相关性
装修建材	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	汽车零部件	中相关性	中相关性	中相关性	中相关性
家电零部件II	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	化学纤维	中相关性	中相关性	中相关性	中相关性
酒店餐饮	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	金属新材料	中相关性	中相关性	中相关性	中相关性
造纸	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	贵金属	中相关性	中相关性	中相关性	中相关性
广告营销	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	电网设备	中相关性	中相关性		中相关性
影视院线	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	中药II	中相关性		中相关性	中相关性
普钢	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	自动化设备	中相关性	中相关性	中相关性	
医疗器械	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	饲料	中相关性	中相关性	中相关性	
非白酒	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	饮料乳品	中相关性	中相关性		中相关性
养殖业	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	专业服务	中相关性	中相关性	中相关性	
互联网电商	高相关性	高相关性	高相关性	高相关性	基础设施建设			中相关性	中相关性
水泥	高相关性	高相关性	高相关性	中相关性	教育			中相关性	中相关性
医疗服务	高相关性	中相关性	高相关性	高相关性	商用车		中相关性		中相关性
元件	中相关性	高相关性	高相关性	高相关性	保险II			中相关性	中相关性
家居用品	中相关性	高相关性	高相关性	高相关性	房屋建设II			中相关性	中相关性
环境治理	高相关性	高相关性	中相关性	中相关性	小金属			中相关性	中相关性
玻璃玻纤	高相关性	高相关性	中相关性	中相关性	半导体			中相关性	中相关性
光学光电子	中相关性	高相关性	中相关性	高相关性	特钢II			中相关性	中相关性
医药商业	中相关性	中相关性	高相关性	高相关性	焦炭II	中相关性	中相关性		
生物制品	中相关性	中相关性	高相关性	高相关性	专用设备			中相关性	中相关性
化学制品	高相关性	高相关性	中相关性	中相关性	橡胶			中相关性	中相关性
乘用车	中相关性	中相关性	高相关性	高相关性	装修装饰II			中相关性	中相关性
能源金属	中相关性	中相关性	高相关性	高相关性	股份制银行II	中相关性			
工程咨询服务II	高相关性	中相关性	高相关性	中相关性	软件开发			中相关性	
游戏II	中相关性	高相关性	中相关性	高相关性	通用设备				中相关性
服装家纺	高相关性	高相关性	中相关性	中相关性	工业金属				中相关性
厨卫电器	中相关性	中相关性	高相关性	高相关性	专业工程				中相关性
光伏设备	高相关性	高相关性	中相关性	中相关性	化学制药				中相关性
风电设备	中相关性	中相关性	高相关性	高相关性	证券II				中相关性
IT服务II	高相关性		高相关性	中相关性	军工电子II			中相关性	
化学原料	中相关性		高相关性	高相关性	航空装备II				中相关性
旅游及景区	高相关性	高相关性	中相关性		数字媒体	中相关性			
个护用品		中相关性	高相关性	高相关性	渔业	中相关性			
小家电		中相关性	高相关性	高相关性	塑料				中相关性
物流			高相关性	高相关性	化妆品			中相关性	
冶钢原料			高相关性	高相关性	文娱用品			中相关性	
调味发酵品II	高相关性	高相关性			电子化学品II	中相关性			
其他电子II	中相关性	高相关性	中相关性	中相关性	动物保健II				中相关性
农化制品	中相关性	中相关性	中相关性	高相关性	航海装备II		中相关性		
多元金融	中相关性	高相关性	中相关性	中相关性	一般零售				
食品加工	中相关性	中相关性	高相关性	中相关性	轨交设备II				
非金属材料II	高相关性	中相关性	中相关性	中相关性	黑色家电				
炼化及贸易	高相关性		中相关性	中相关性	农产品加工				

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1.仅保留具有相关性的行业，表格按照相关性高低进行排序注；2.时间区间：2016年1月1日-2026年4月17日）

1. 收入景气预期

(1) 收入景气预期与绝对走势

二级行业中，分别有 31 个和 26 个行业的收入景气预期与股价绝对走势具有高相关性或中相关性，其中高相关的行业按照行业风格分类如下：

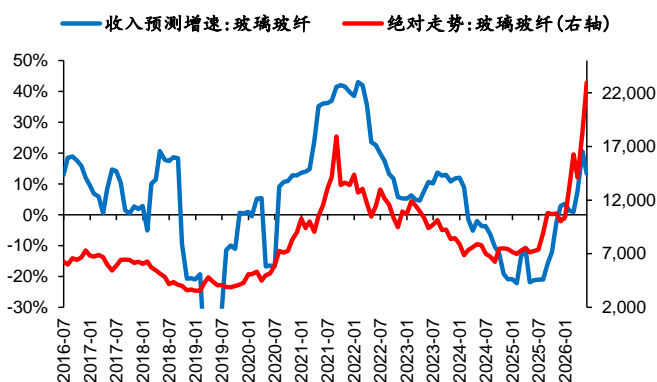
周期风格：房地产开发、装修建材、普钢、水泥、环境治理、玻璃玻纤、化学制品、光伏设备、综合 II；

成长风格：电池、消费电子、通信设备、广告营销、影视院线、元件、光学光电子、游戏 II、其他电子 II；

消费风格：摩托车及其他、家电零部件 II、酒店餐饮、造纸、医疗器械、非白酒、养殖业、互联网电商、家居用品、服装家纺、旅游及景区、调味发酵品 II；

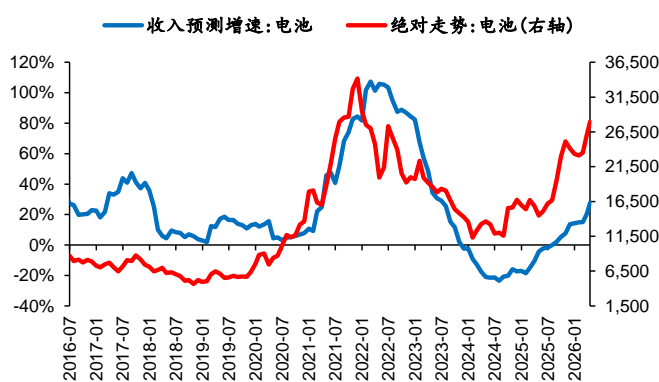
金融风格：多元金融。

图22：玻璃玻纤行业收入预测增速与股价绝对走势



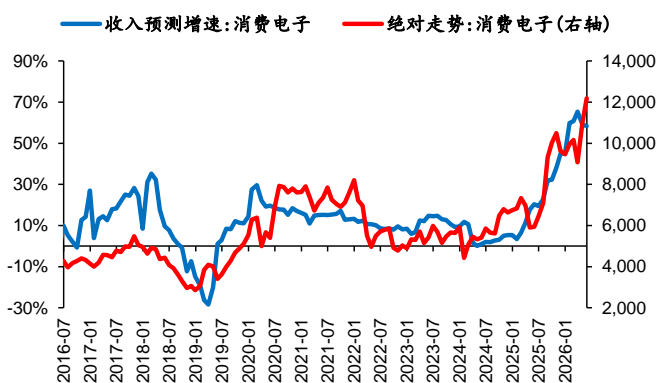
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：电池行业收入预测增速与股价绝对走势



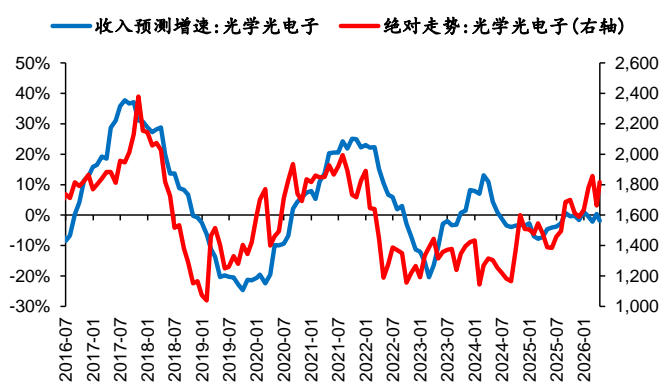
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：消费电子行业收入预测增速与股价绝对走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：光学光电子行业收入预测增速与股价绝对走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 收入景气预期与相对走势

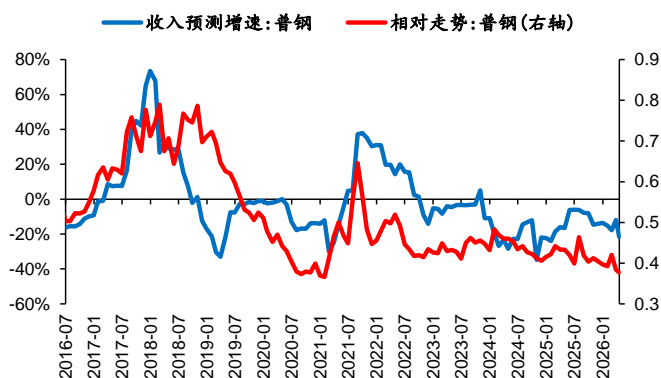
二级行业中，分别有 29 个和 32 个行业的收入景气预期与股价相对走势具有高相关性或中相关性，其中高相关的行业按照行业风格分类如下：

周期风格：房地产开发、装修建材、普钢、水泥、环境治理、玻璃玻纤、化学制品、工程咨询服务Ⅱ、光伏设备、非金属材料Ⅱ、炼化及贸易；

成长风格：电池、消费电子、通信设备、广告营销、影视院线、IT 服务Ⅱ；

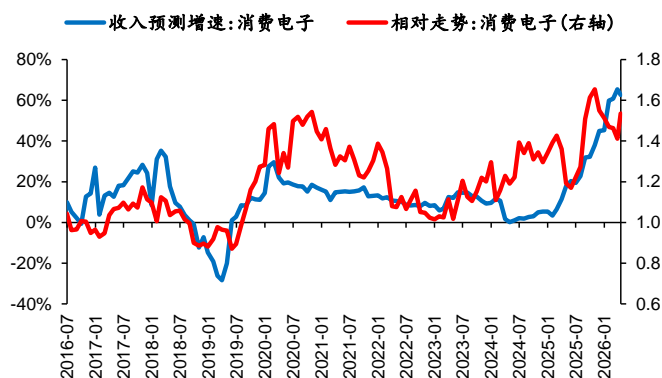
消费风格：摩托车及其他、家电零部件Ⅱ、酒店餐饮、造纸、医疗器械、非白酒、养殖业、互联网电商、医疗服务、服装家纺、旅游及景区、调味发酵品Ⅱ。

图26：普钢行业收入预测增速与股价相对走势



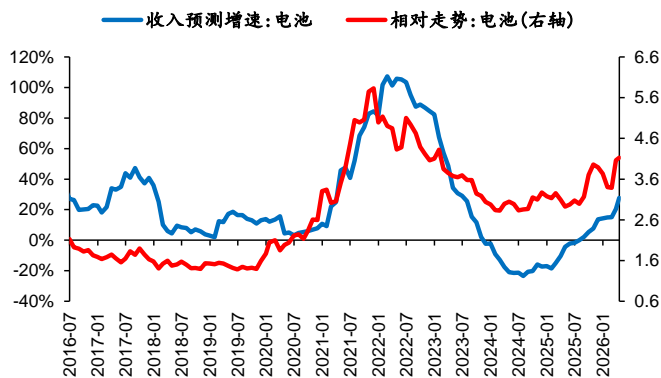
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：消费电子行业收入预测增速与股价相对走势



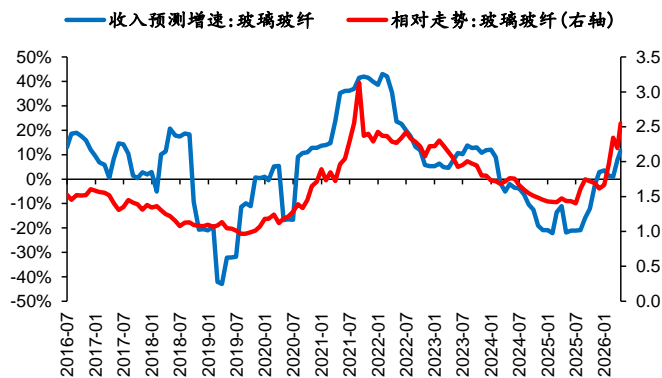
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：电池行业收入预测增速与股价相对走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：玻璃玻纤行业收入预测增速与股价相对走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

2. 盈利景气预期

(1) 盈利景气预期与绝对走势

二级行业中，分别有 31 个和 33 个行业的盈利景气预期与股价绝对走势具有高相关性或中相关性，其中高相关的行业按照行业风格分类如下：

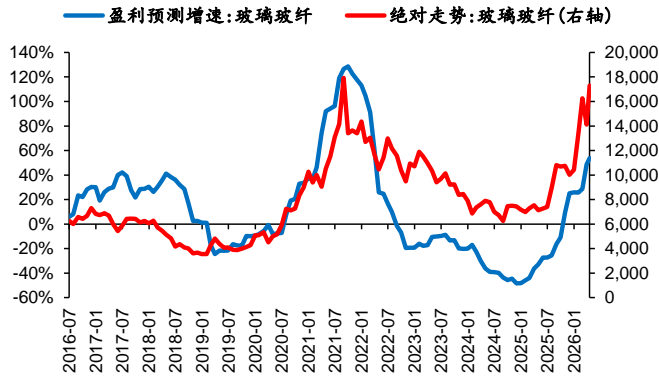
周期风格：化学纤维、化学原料、化学制品、非金属材料、冶钢原料、普钢、金属新材料、小金属、工业金属、玻璃玻纤、装修建材、房屋建设、专业工程、工程咨询服务；

成长风格：半导体、其他电子、消费电子、IT 服务、电机、风电设备、电池、航空装备、军工电子、游戏、广告营销、影视院线；

消费风格：饲料、医疗服务、个护用品、旅游及景区；

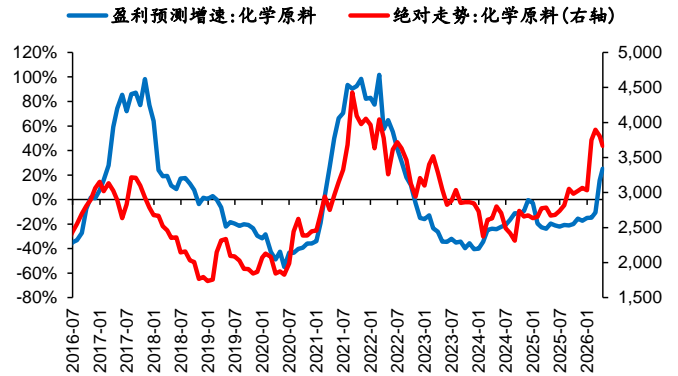
金融风格：多元金融。

图30：玻璃玻纤盈利预测增速与股价绝对走势



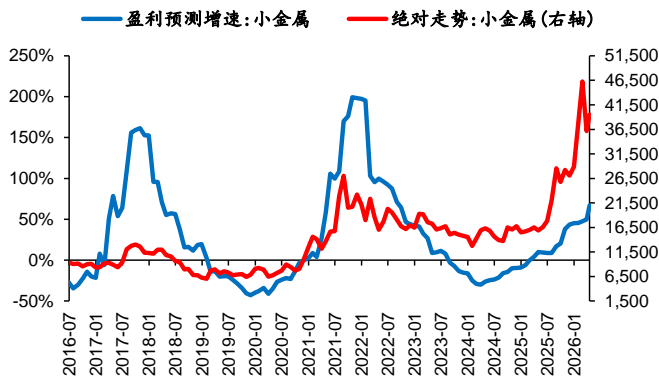
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：化学原料盈利预测增速与股价绝对走势



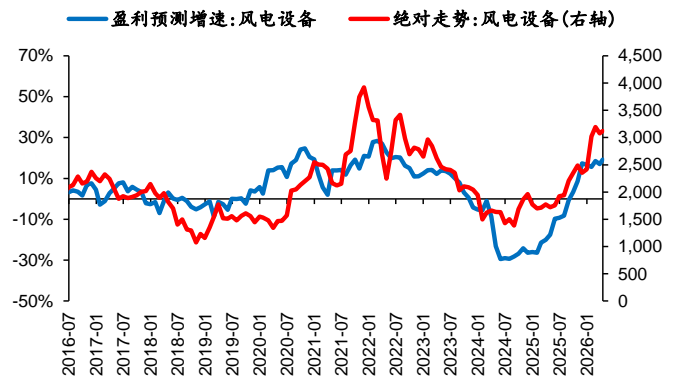
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：小金属盈利预测增速与股价绝对走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：风电设备盈利预测增速与股价绝对走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 盈利景气预期与相对走势

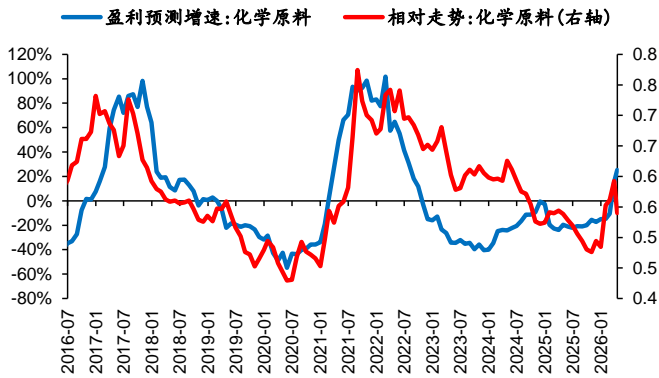
二级行业中，分别有 21 个和 34 个行业的盈利景气预期与股价相对走势具有高相关性或中相关性，其中高相关的行业按照行业风格分类如下：

周期风格：化学原料、非金属材料、冶钢原料、小金属、能源金属、家居用品、玻璃玻纤、航空机场；

成长风格：半导体、其他电子、IT 服务、风电设备、电池、军工电子、游戏、影视院线；

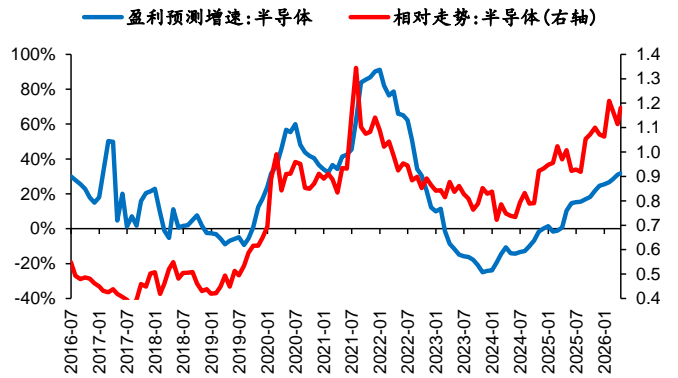
消费风格：饲料、养殖业、医疗器械、个护用品、旅游及景区。

图34：化学原料盈利预测增速与股价相对走势



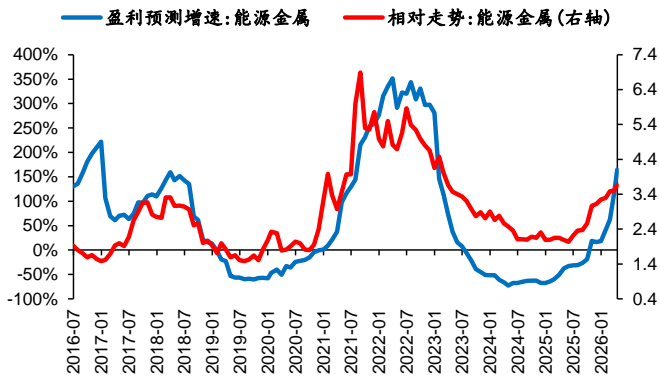
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：半导体盈利预测增速与股价相对走势



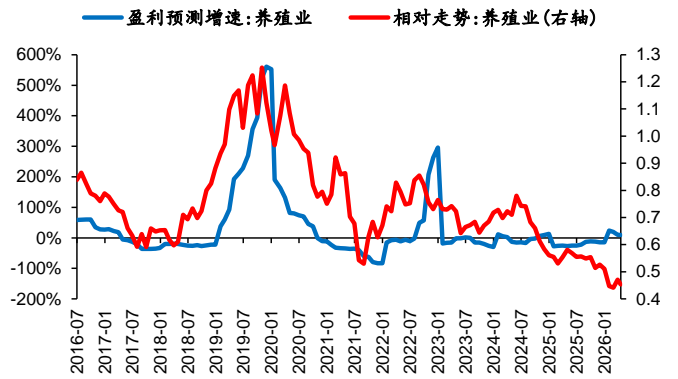
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：能源金属盈利预测增速与股价相对走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：养殖业盈利预测增速与股价相对走势

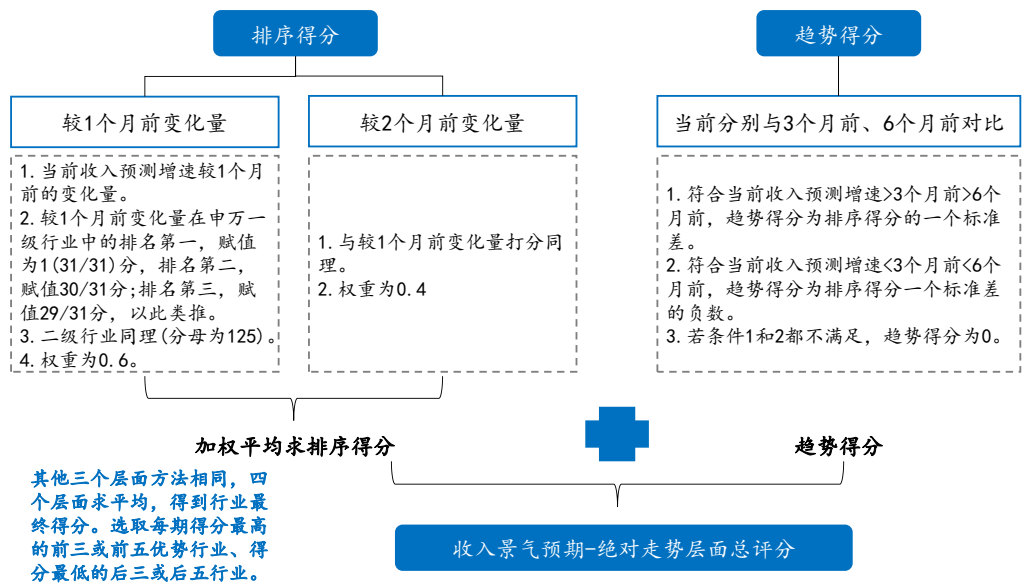


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、从预期信号到配置依据：行业景气的横向刻画与综合评分

对于多数的行业来说，“景气预期”框架对股价有显著的指引。那我们能否以“景气预期”框架为介质，实现不同行业之间股价前景的比较呢？答案是肯定的。我们对不同行业进行全面的打分，从排序得分、趋势得分两个维度分别反映行业景气预期变化的显著程度及变化趋势，最后加总排序与趋势得分，得到行业的“景气预期”综合得分。基于每个行业四个维度的“景气预期”综合得分的平均，得到每个行业的最终评价，从而实现不同行业之间的横向比较。每个行业的最终评价有高有低，因此通过最终评价，我们不仅可以寻找出“景气预期”改善最强的行业，还可以定位出“景气预期”恶化最为明显的行业。

图38：利用“景气预期”框架对行业进行打分的具体方法



资料来源：开源证券研究所

3.1、“景气预期”排序得分：反映景气预期变化的显著程度

“景气预期”排序得分，是通过比较每个行业景气预期在纵向时间维度上的变化程度，从而实现横向的行业之间景气预期优劣比较的方法——

3.1.1、排序得分的具体计算方法

构建排序得分所使用的具体数据指标为：收入或盈利预测增速较1个月前、较2个月前的变化量。

(1) 首先计算每个行业收入或盈利预测增速较1个月前的变化量，反映行业收入或盈利景气预期在近期内的变化程度。

(2) 对不同行业收入或盈利预测增速较1个月前的变化量进行排序，变化量越大的排序越高，相应的赋分越高：以一级行业为例，排序第一的行业赋值1分(31/31)，

排序第二的行业赋值 30/31 分，排序第三的行业赋值 29/31 分，排序第四的行业赋值 28/31 分，以此类推。二级行业的打分方式类似，为了保证在同一个基准上进行打分，二级行业赋值的分母为 125（二级行业总数）。

(3) 计算每个行业收入或盈利预测增速较 2 个月前的变化量，利用该变化量，重复第 (2) 步的打分。

(4) 对较 1 个月前变化量排序得分赋予 0.6 权重，对较 2 个月前变化量排序得分赋予 0.4 权重，加权平均得到排序得分总分。

即，排序得分=较 1 个月前变化量排序得分*0.6 + 较 2 个月前变化量排序得分*0.4。

3.1.2、为何关注排序得分？捕捉景气预期的“动态”边际变化，实现行业横向比较

排序得分关注的是行业景气预期的“动态”边际变化，而非静态的绝对值。我们利用景气预期较 1 个月前、2 个月前的变化量，捕捉动态边际变化。我们在前文提到，解读“景气预期”框架时，我们需要更为关注边际变化，而非“景气预期同比增速”的绝对值。根据有效市场假说，“动态”的预期的边际变化，而非静态的预期的绝对值，才能反映“超预期”或“低预期”的信息，从而引起股价的变化。

排序得分帮助我们实现横向比较。为实现行业比较，仅仅追踪单个行业的景气预期变化是不足够的，需要不同行业之间的比较。对于不同行业来说，虽然最终产品、业务形态完全不相同，但景气预期是一个实现跨行业比较的中介指标，而排序得分则是利用景气预期变化量在行业间的大小排序，实现行业间的相互比较。

3.2、“景气预期”趋势得分：反映景气预期变化的趋势

排序得分反映的是行业景气预期在短期内的变化程度，但无法反映行业自身景气预期的长期的变化趋势。**景气预期短期改善显著的行业，有可能处在长期恶化的趋势当中；而短期景气预期恶化的行业，也有可能正处在长期改善的趋势当中。**因此我们可以在排序得分的基础上，针对每一个行业增加一个加分/减分项，即当行业处于景气预期趋势持续向好的趋势当中时给与一定的加分调整项，而当行业处于景气预期持续恶化的趋势当中，则给与一定的减分项。

3.2.1、“景气预期”趋势得分的具体计算方法

(1) 对比收入或盈利预测增速当前与 3 个月前、6 个月前的大小，如果符合当前>3 个月前>6 个月前，趋势得分为排序得分的一个标准差。

(2) 对比收入或盈利预测增速当前与 3 个月前、6 个月前的大小，如果符合当前<3 个月前<6 个月前，趋势得分为排序得分一个标准差的负数。

(3) 如果不符合上述两种情况，趋势得分为 0，即景气预期在过去半年内的变化无明显趋势。

总结来说，一个行业的趋势得分可能会有 3 种分值——

趋势得分=排序得分的一个标准差（if 收入或盈利预测增速符合当前>3 个月

前>6个月前)

趋势得分=负的排序得分的一个标准差 (if 收入或盈利预测增速符合当前<3个月前<6个月前)

趋势得分=0 (if 收入或盈利预测增速不符合上述两种情况)

3.2.2、为何关注趋势得分？“景气预期”的趋势与产业周期息息相关

对于任一行业来说，“景气预期”的趋势可以理解为“市场上所有卖方分析师（Wind 数据库纳入的）对于该行业的产业周期趋势的理解”，而这也解释了为何景气预期可以充分解释股价走势：即“人们理解的产业趋势”决定了股价走势。另一方面，产业趋势往往是中周期的趋势，它带有一定的“动量”，即一个行业前期产业趋势持续上行，往往在未来一个月产业趋势大概率会延续前期的方向继续向上，小概率突发反转向下；反之亦然。因此趋势得分是一个重要的修正项：当一个行业的景气预期趋势是持续的，我们就认可该趋势的持续性，并将其反映在最终的行业“景气预期”打分当中。

3.2.3、“景气预期”综合评价：综合反映行业预期的边际变化和趋势变化

经过前两步的打分，我们分别对于每一个行业，在四大维度①收入景气预期-绝对走势、②收入景气预期-相对走势、③盈利景气预期-绝对走势、④盈利景气预期-相对走势上，用同样的方法分别赋予排序得分和趋势得分。在最后一步当中，我们加总排序得分和趋势得分，得到行业总评分，再对四个层面的行业总评分进行平均，得到行业最终评价。

(1) 在每个层面上，加总排序得分和趋势得分，得到行业总评分，综合反映收入或盈利景气预期变化的显著程度及趋势。

(2) 平均四个层面的行业总评分，得到行业最终评价，综合反映收入和盈利景气预期的变化。

4、“景气预期”行业做多组合：抓住超额收益的 β

利用“景气预期”框架能够识别出景气预期改善对于股价指引最为显著的行业，构建做多行业组合，不仅能够相对 Wind 全 A 获得显著的超额收益，甚至能够跑赢偏股混合基金指数。根据行业最终得分，在一级和二级行业层面，筛选出得分最高的前三或前五优势行业，所构建的行业组合能够在行业层面抓取显著的超额收益额 beta。

4.1、“景气预期”行业做多组合构建方法

组合构建方法：

1. 总共构建 2 个行业组合：一级行业组合和二级行业组合；
2. 行业选取：景气预期综合得分最为靠前的前三以及前五行业；
3. 权重和换仓频率：选取的行业均等权配置，月度调仓。

4.2、“景气预期”行业做多组合表现：均跑赢偏股混合基金指数

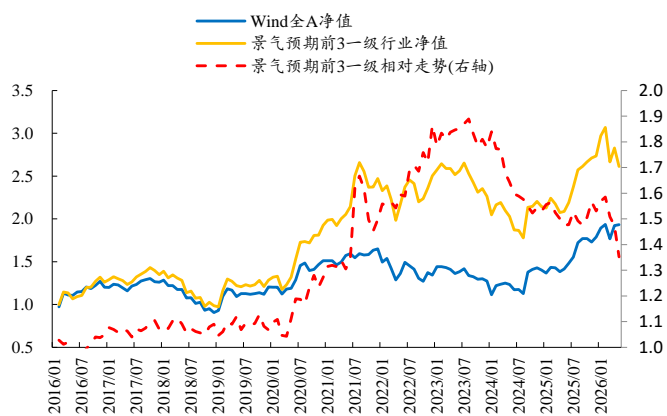
“景气预期”框架构建的做多行业组合不仅相对 Wind 全 A 获得显著超额收益，还跑赢了万得偏股混合型基金指数。2016 年 1 月 31 日至 2026 年 5 月 31 日，“景气预期”前 3、前 5 一级行业做多组合年化收益率分别为 15.7%和 17.7%，显著跑赢同期的 wind 全 A 的 10.5%年化收益率。考虑到“景气预期”行业做多组合仅仅是在标准的行业指数上进行配置，仅仅利用了高景气行业的 beta，便能够跑赢在组合中进一步筛选了 alpha 的偏股混合基金指数，足以证明“景气预期”行业做多组合的有效性。同时，做多行业组合在胜率上也具有良好的表现，“景气预期”前 3、前 5 一级行业做多组合相对 Wind 全 A 的年度胜率均高达 63.6%。

图39：“景气预期”行业做多组合均跑赢万得全 A

策略	策略净值	年化收益率	胜率	最大回撤	夏普比率	回溯区间
景气预期前3一级行业	2.61	15.7%	63.6%	33.1%	61.9%	10年5个月
景气预期前5一级行业	2.92	17.7%	63.6%	34.2%	73.4%	10年5个月
WIND偏股混合型基金指数	2.61	15.7%	54.5%	42.3%	72.9%	10年5个月
WIND全A	1.93	10.5%	-	32.6%	41.7%	10年5个月

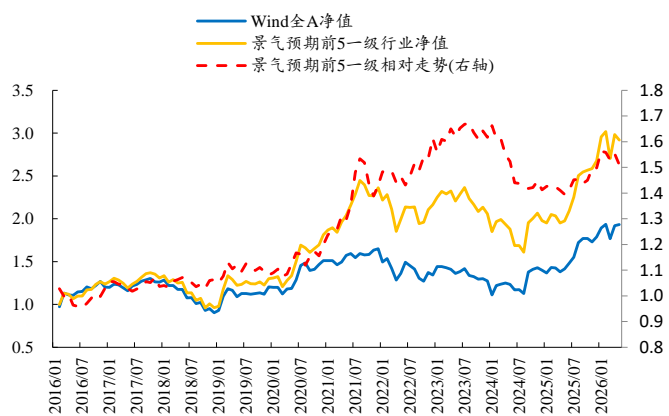
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：“景气预期”做多框架前3级一级行业净值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：“景气预期”做多框架前5一级行业净值



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、“景气预期”行业回避组合：协助选取低配行业

“景气预期”行业做多组合获得显著的超额收益，证明了“景气预期”改善最为明显的行业在股价表现上能够有领先的表现。**反向思考：“景气预期”恶化最为突出的行业，是否会在股价表现上明显落后于市场**。基于此思路，反向构建“景气预期”行业回避组合，发现“景气预期”框架在筛选表现差劲的行业上也具有非常突出的效果。

5.1、“景气预期”行业回避组合的“反向做多”效果突出

5.1.1、反向操作“景气预期”行业做多组合，获得行业回避组合

在组合管理中，筛选增持行业固然重要，但低配行业的选择同样关键。当组合管理框架选出应当增持的优势行业后，组合的另一侧必然对应着低配决策。选择低配行业的一种较为粗糙的做法，是在高配优势行业之外，对其余行业等比例下调；但更有效的方式，是进一步识别哪些行业景气预期最弱、基本面与估值压力最大，并对这些行业实施有针对性的低配甚至回避。

从投资实践来看，筛选做多方向通常相对容易，而识别应当回避的方向往往更难。许多投资方法论能够较好地找出景气改善、股价占优的行业，但未必能够在同一套框架下有效筛选出景气恶化、应当低配的行业。“景气预期”行业比较框架的价值，恰恰在于其不仅能够识别景气预期持续改善、适合增配的方向，也能够反向筛选出景气预期持续恶化、应当低配甚至回避的行业。基于此，我们将“景气预期”做多组合反向操作，构建行业回避组合，从而为组合管理提供更精准的低配依据。

5.1.2、“景气预期”行业回避组合“反向做多”获得突出效果

与行业做多组合一致，行业回避组合总共构建 2 个行业组合：后 3 一级行业组合和后 5 一级行业组合，选取出的行业同样均等权配置，月度调仓。

两大“景气预期”行业回避组合在 2016 年 1 月 31 日至 2026 年 5 月 31 日的表现均明显落后于市场——两大组合在策略净值、年化收益率、夏普比率与最大回撤方面均大幅落后于 Wind 全 A，同时跑赢 Wind 全 A 的概率均低于 10%。

具体来看：①年化收益率方面，回避策略自 2016 年以来的净值均在 1 以下，即实现了负的收益，年化收益率均接近或低于-2.5%，两大策略均显著跑输 Wind 全 A；②胜率方面，后 3 一级行业、后 5 一级行业胜率均为 9.1%，显著跑输 Wind 全 A；③最大回撤方面，两大策略最大回撤均显著大于 Wind 全 A。

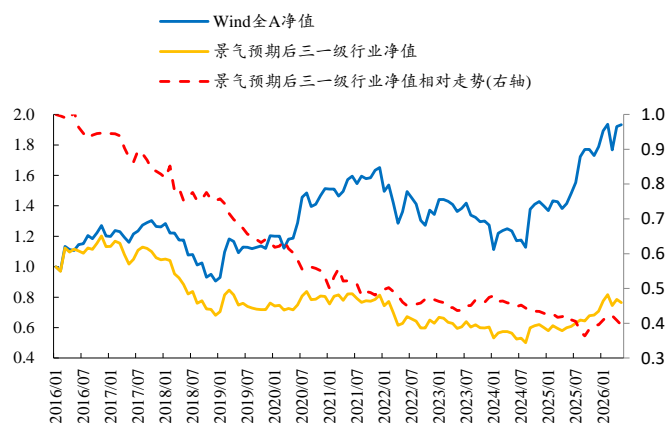
在投资实践当中，我们发现许多投资者过分关注增配视角，但往往忽视降配视角。但是，“景气预期”框架在筛选降配行业方面有非常突出的效果，能够帮助投资者弥补降配视角上的缺失。“景气预期”行业回避组合定位出来的 5 个一级行业，是在彼时景气预期恶化最为显著的行业，也因此股价表现显著弱势。投资者可以通过减少对应行业的配置甚至回避相应的行业，从而一定程度减少自己组合的下行风险，改善组合整体表现。

图42：“景气预期”行业回避组合“反向做多”效果非常突出

策略	策略净值	年化收益率	胜率	最大回撤	夏普比率	回溯区间
景气预期后三一级行业	0.44	-11.8%	9.1%	58.4%	-81.4%	10年5个月
景气预期后五一级行业	0.85	-2.5%	9.1%	52.4%	-28.4%	10年5个月
WIND偏股混合型基金指数	2.61	15.7%	54.5%	42.3%	72.9%	10年5个月
Wind全A策略	1.93	10.5%	-	32.6%	41.7%	10年5个月

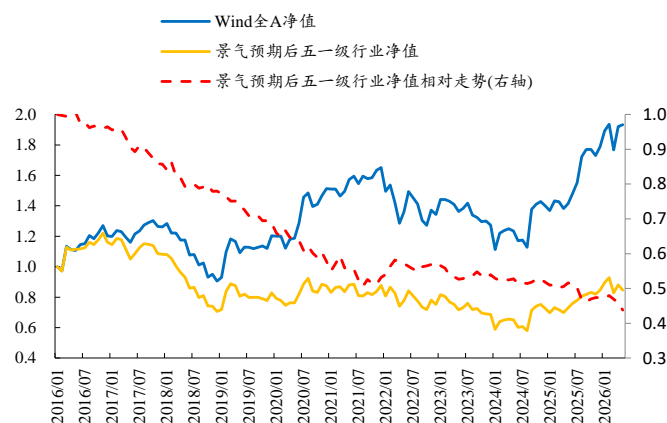
数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：“景气预期”回避框架后3一级行业净值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：“景气预期”回避框架后5一级行业净值



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.1.3、为什么“景气预期”回避框架效果如此出色？

因为“景气预期”是股价的底线——即“景气预期”恶化是股价下跌的充分条件。之所以“景气预期”回避框架能够持续跑输市场，是因为对于任一行业来说，虽然导致下跌原因可能有很多，但当该行业“景气预期”位于全行业末尾、且景气预期趋势下行时，市场对该行业的产业周期、营收增速等方面的预期均在恶化，公司的盈利和估值前景均恶化，从而构成了股价下跌的充分条件。换句话说，“景气预期”上行是股价上涨的必要条件，有时还需要其他条件的共同配合股价才能够一飞冲天；但“景气预期”下行却是股价下跌的充分条件，条件一旦满足股价往往就面临较大的下行压力。

6、“景气预期”框架对当前做多/回避的指引

从“收入与盈利景气预期”和“绝对走势与相对走势”四个维度，分别按照最终得分筛选出一级行业前5行业、二级行业前5行业、一级行业后5行业、二级行业后5行业。最终对各行业的四个最终得分进行加总，筛选出当前景气预期对股价上行/下行指引效果最强的行业。

6.1、“景气预期”框架指引下哪些行业景气预期改善最显著？

截至2026年6月5日，以下行业的景气预期在持续改善且股价上行信号最明确：

一级行业：轻工制造、通信、有色金属、纺织服饰、电力设备。

二级行业：能源金属、小金属、通信设备、化学原料、工业金属、自动化设备、冶钢原料、炼化及贸易、光伏设备、电池。

图45：当前“景气预期”框架构建的优势行业打分

行业	收入景气预期-股价绝对走势			收入景气预期-股价相对走势			盈利景气预期-股价绝对走势			盈利景气预期-股价相对走势			四个层面 行业最终得分	
	排序得分	趋势得分	最终得分	排序得分	趋势得分	最终得分	排序得分	趋势得分	最终得分	排序得分	趋势得分	最终得分		
前五一级行业														
1	轻工制造	0.97	0.13	1.10	1.08	0.15	1.24	0.94	0.18	1.12	1.23	0.52	1.75	1.30
2	通信	/	/	/	/	/	/	0.80	0.18	0.98	1.09	0.52	1.61	1.30
3	有色金属	0.85	0.13	0.97	0.94	0.15	1.09	1.03	0.18	1.21	1.32	0.52	1.84	1.28
4	纺织服饰	1.03	/	1.03	1.16	/	1.16	0.91	0.18	1.09	1.20	0.52	1.72	1.25
5	电力设备	0.98	/	0.98	1.09	/	1.09	0.91	0.18	1.09	1.21	0.52	1.73	1.22
前五二级行业														
1	能源金属	1.02	0.13	1.14	1.17	0.18	1.34	1.10	0.17	1.27	1.14	0.16	1.30	1.26
2	小金属	//		/	/	/	/	1.07	0.17	1.24	1.11	0.16	1.27	1.26
3	通信设备	0.98	0.13	1.11	1.13	0.18	1.30	1.09	0.17	1.26	1.13	0.16	1.29	1.24
4	化学原料	/	/	/	1.12	0.18	1.30	1.02	0.17	1.19	1.07	0.16	1.23	1.24
5	工业金属	/	/	/	/	/	/	1.06	0.17	1.23	/	/	/	1.23
6	自动化设备	0.98	0.13	1.11	1.13	0.18	1.30	/	/	/	1.03	0.16	1.19	1.20
7	冶钢原料	/	/	/	/	/	/	1.09	/	1.09	1.13	0.16	1.30	1.20
8	炼化及贸易	/	/	/	1.09	/	1.09	1.05	0.17	1.22	1.09	0.16	1.26	1.19
9	光伏设备	0.94	0.13	1.07	1.08	0.18	1.25	1.00	0.17	1.17	1.04	0.16	1.21	1.17
10	电池	0.98	0.13	1.11	1.13	0.18	1.31	0.93	0.17	1.10	0.97	0.16	1.13	1.16

数据来源：Wind、开源证券研究所

6.2、“景气预期”框架指引下哪些行业景气预期表现不佳？

截至2026年6月5日，综合维度下，以下行业的景气预期表现不佳，且股价下行信号最明确：

一级行业：综合、汽车、非银金融、商贸零售、食品饮料。

二级行业：基础建设、保险II、房屋建设II、普钢、乘用车、影视院线、摩托车及其他、互联网电商、多元金融、光学光电子。

图46：综合维度下，当前“景气预期”框架构建的回避行业打分

行业	收入景气预期-股价绝对走势			收入景气预期-股价相对走势			周期-股价绝对走势			周期-股价相对走势			四个层面	
	排序得分	趋势得分	最终得分	排序得分	趋势得分	最终得分	排序得分	趋势得分	最终得分	排序得分	趋势得分	最终得分	分	分
前五一级行业														
1	综合	0.61	(0.13)	0.49	/	/	/	0.42	(0.18)	0.24	/	/	/	0.36
2	汽车	0.69	(0.13)	0.56	0.72	(0.15)	0.57	0.52	(0.18)	0.33	0.79	(0.52)	0.27	0.43
3	非银金融	/	/	/	0.81	/	0.81	0.54	/	0.54	/	/	/	0.67
4	商贸零售	/	/	/	1.08	/	1.08	0.70	(0.18)	0.51	0.95	(0.52)	0.43	0.68
5	食品饮料	/	/	/	0.69	/	0.69	/	/	/	/	/	/	0.69
后五二级行业														
1	基础建设	/	/	/	/	/	/	0.57	(0.17)	0.40	0.64	(0.16)	0.47	0.44
2	保险II	/	/	/	/	/	/	0.60	(0.17)	0.44	0.67	(0.16)	0.51	0.47
3	房屋建设II	/	/	/	/	/	/	0.62	(0.17)	0.45	0.68	(0.16)	0.52	0.49
4	普钢	0.63	(0.13)	0.50	0.74	(0.18)	0.57	0.58	(0.17)	0.41	0.64	(0.16)	0.48	0.49
5	乘用车	0.68	(0.13)	0.56	0.81	(0.18)	0.64	0.55	(0.17)	0.38	0.62	(0.16)	0.45	0.51
6	影视院线	0.62	/	0.62	0.74	/	0.74	0.52	(0.17)	0.35	0.58	(0.16)	0.42	0.53
7	摩托车及其他	0.74	(0.13)	0.62	0.87	(0.18)	0.69	0.55	(0.17)	0.38	0.61	(0.16)	0.45	0.53
8	互联网电商	0.64	(0.13)	0.51	0.76	(0.18)	0.58	0.68	(0.17)	0.51	0.72	(0.16)	0.56	0.54
9	多元金融	0.61	(0.13)	0.49	0.73	(0.18)	0.56	0.55	/	0.55	0.61	/	0.61	0.55
10	光学光电子	0.69	-0.13	0.57	0.82	-0.18	0.65	0.67	-0.17	0.50	0.72	-0.16	0.55	0.57

数据来源：Wind、开源证券研究所

7、风险提示

地缘风险超预期升级；宏观政策超预期变动；测算模型基于历史数据。

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）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

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。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn