



A 股策略周报 20250928

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：吴晓明（执业 S1130525060005） 分析师：纪博文（执业 S1130525060006）
 mouyiling@gjzq.com.cn wu_xiaoming@gjzq.com.cn jibowen@gjzq.com.cn

为牛市换挡

实物资产：脆弱的供给与恢复的需求

本周（2025 年 9 月 1 日至 2025 年 9 月 5 日，下同）大宗商品铜的供给端发生重大扰动，全球第二大铜矿印尼 Grasberg 铜矿遭遇不可抗力停产（2024 年铜矿产量占全球的 3.5%），引发了铜价快速上涨。在关税政策驱动下美国锁定了大量铜库存的背景下，总量上看似短期过剩的供需格局下结构上其实已经非常紧张，本次 Grasberg 铜矿停产可能导致 2025 年 Q4 及 2026 年供给侧进一步的收缩，这为将来制造业需求修复时的价格弹性埋下伏笔。从另一视角来看，当前全球金属铜市场的震动同样也是贸易格局重塑与供给约束下全球实物资产供应链脆弱性的缩影，也是以大宗商品为代表的实物资产中长期价值重估的来源。而短期需求侧，美国 2025 年 9 月标普全球 PMI、8 月地产销售、耐用品订单表现均超预期，PCE 符合预期，这意味着对于资源品而言影响供需的数据都相对健康，约束“降息”的数据又都在放松。当然也需要关注，受美国“抢出口”热度退坡影响，欧洲主要国家 9 月制造业 PMI 则出现边际下滑，未来财政政策的具体落地路径是重要观测。值得一提的是，部分前瞻指标中，8 月美欧日印尼挖机开工小时数均抬升至近五年历史同期高位，表明全球基建与建筑活动的活跃度正在同步回升。映射到国内，外需的韧性一定程度上也带动了中国实物消耗的恢复，2025 年 8 月制造业用电量同比增速达到 5.5%，从历史上看，制造业用电量与出口息息相关，新一轮全球制造业的联动正在出现。

中国资产盈利的修复：GDP>企业盈利不等式开始反转

自 7 月份各行业“反内卷”力度逐渐加强以来，以光伏、锂电、建材、钢铁、煤炭等多数品种价格均出现了一定上涨，低价无序竞争的情况有所缓解，价格的底部正在出现，并一定程度上开始带动企业盈利的改善：2025 年 1-8 月工业企业利润数据实现由负转正，其中制造业抬升 2.6 个百分点至 7.4%，利润率改善至 4.53%，接近 2023 年水平。往后看，伴随着“十大重点行业稳增长方案”陆续出台，产业“反内卷”相关的政策指引逐渐明晰并步入深化落实阶段，国内供给约束下结构不断优化叠加海外需求的逐渐复苏，盈利回升的持续性可以期待。值得一提的是，我们曾经强调过去两年来制造业内卷的加剧导致实体经济中存在着 GDP>企业利润的不等式，而同样从我们框架出发，当下基本面开始指向未来盈利修复弹性会大于 GDP 的增长，带来中国的全球链主型制造业公司的机会。

警惕全球金融资产的超额扩张

近期全球金融资产/GDP 的比值快速上扬，当前已然突破了 2 倍标准差：从 4 月开始全球金融资产的扩张不断加速，进入了一个均值回归的临界。对于美股而言，近两年在整体盈利增长放缓下，盈利呈现出向龙头集中的趋势，而本轮 AI 产业浪潮又让科技龙头获得了更多利润分配的优势，进一步加速了资本开支。而资本开支与盈利优势又让科技龙头本身估值与市值扩张较快，推动了美股上涨。当下，科技龙头企业最新资本开支占经营现金流净值的比重已经接近 50%，未来的资本开支延续性与潜在盈利已经以“甲骨文”为标志进入了需要外部融资的支持时期。外部融资——增加资本开支——支撑估值上涨这一闭环短期本身并无问题，而短期内降息预期的兑现也帮助上述逻辑进一步演绎。但是，在全球金融资产扩张阶段性过快情况下，任何颠簸都有可能触发均值回归。当下，全球主要国家债券收益率均出现回升，实物资产中贵金属、工业金属甚至原油都开始宽松预期下回弹，金融资产扩张的边界正在出现。值得关注的是，本轮中国资产上涨中，TMT 板块呈现了与美国市场高度的相关性。当下看，大宗商品为代表的实物资产与每股比值处在历史低位，考虑到全球实物消耗正在修复，未来将具备韧性与弹性；而中国顺周期行业处在预期低位，在利润率修复的背景下，是未来真正重估的主力方向。

颠簸中的换挡，迎接真正的牛市

过去中国的“牛市”，更多是追随了全球金融的过度扩张，其行业联动性本身也依赖于美国驱动。在全球金融资产高位情况下，实物消耗与中国实体经济盈利正在修复，脱虚入实的进程才会带来中国资产的真正行情，也会是资源品新一轮行情的开始，而成长投资会逐步从科技驱动走向出口出海。具体配置建议：第一，同时受益于国内反内卷带来的经营状况改善、海外降息后制造业活动修复与投资加速的实物资产：上游资源（铜、铝、油、金）、资本品（工程机械、重卡、锂电、风电设备）以及原材料（基础化工品、玻纤、钢铁）；第二，盈利修复之后内需相关领域也将逐渐出现机会：食品饮料、猪等；第三，保险的长期资产端将受益于资本回报见底回升。

风险提示

国内经济修复不及预期，海外经济大幅下行。



内容目录

1、实物消耗：在波动中逐渐回归.....	3
2、“反内卷”的进展：GDP>企业盈利不等式开始反转.....	5
3、不安因素与避风港.....	7
4、真正的基本面牛市尚未开启，做好换挡准备.....	10
5、风险提示.....	10

图表目录

图表 1：受特朗普关税影响美国本土锁定了大量的铜库存.....	3
图表 2：LME 非商业头寸净持仓数量与铜价走势背离.....	3
图表 3：8 月美国耐用品订单环比 1.9%，市场预期-2.5%.....	3
图表 4：8 月美国新屋销售环比 20.5%，市场预期-0.3%.....	3
图表 5：8 月美国 PCE 与核心 CPE 分别为 2.7%与 2.9%.....	4
图表 6：欧美发达国家标普全球制造业 PMI.....	4
图表 7：8 月全球各地挖掘机开工小时数均抬升至近六年同期高位.....	4
图表 8：实物消耗回升，但依然落后工业增加值（%）.....	5
图表 9：从历史上看，制造业用电量与出口息息相关.....	5
图表 10：截至本周已经发布的重点行业稳增长方案内容梳理.....	6
图表 11：从部分重点行业的价格表现来看，以光伏、锂电、建材、钢铁、煤炭等多品种均出现了一定上涨..	7
图表 12：8 月制造业利润累计同比增速快速抬升（%）.....	7
图表 13：规上制造业营收利润率修复至 2023 年同期附近.....	7
图表 14：近期全球金融资产/GDP 的比值突破 2 倍标准差.....	8
图表 15：美股近两年盈利呈现出向龙头集中的趋势（%）.....	8
图表 16：甲骨文经营现金流占资本开支比重大于 100%.....	8
图表 17：科技龙头资本开支占经营现金流净值比重.....	8
图表 18：近期美德日国债收益率均出现明显上行（%）.....	9
图表 19：近期比特币资产开始跑输金银.....	9
图表 20：大宗商品相对于股票市场仍然低估，可能成为金融波动中的稳定剂.....	9
图表 21：当前 A 股与美股行业中 TMT 表现联动性较强.....	10
图表 22：特斯拉链的联动性与耐用消费走势整体一致.....	10

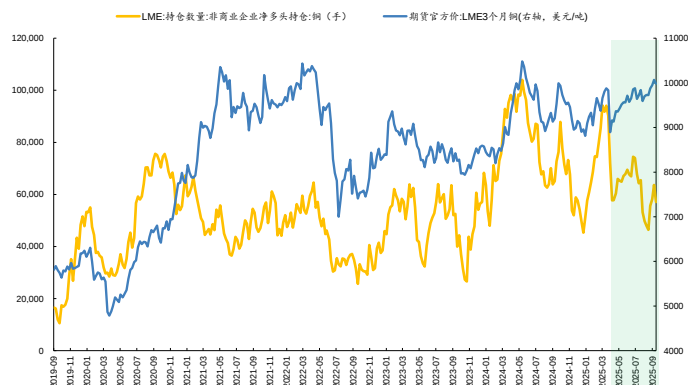
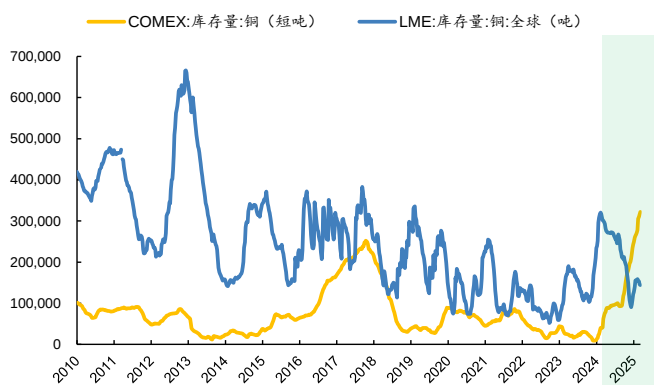


1、实物消耗：在波动中逐渐回归

本周（2025年9月22日至2025年9月26日，下同）全球大宗商品市场供给侧发生重大扰动，全球第二大铜矿印尼 Grasberg 铜矿遭遇不可抗力停产（2024年铜矿产量占全球的3.5%），由此引发了全球金属市场的强烈震动，铜价快速上涨，贸易冲突与供给约束下大宗商品供应链的脆弱性再度显现：根据国际铜业研究组织（ICSG）4月测算2025年与2026年预计2025年世界铜矿产量将增长2.3%，2026年预计增长2.5%，然而事实上2025年以来受特朗普关税政策影响下，美国本土锁定了大量的铜库存，金属铜的贸易格局已经发生系统性转变，而从4月以来LME非商业头寸净持仓数量与铜价走势的背离表明当下铜的上涨可能更多的是由商业需求所驱动。非美地区的铜金属供应本身已处于紧平衡状态，本次Grasberg铜矿停产带来了未来两年供给侧进一步收缩预期（2025年Q4减产约20万吨，2026年约50万吨），这将为将来制造业需求修复时的价格弹性埋下伏笔。

图表1：受特朗普关税影响美国本土锁定了大量的铜库存

图表2：LME非商业头寸净持仓数量与铜价走势背离



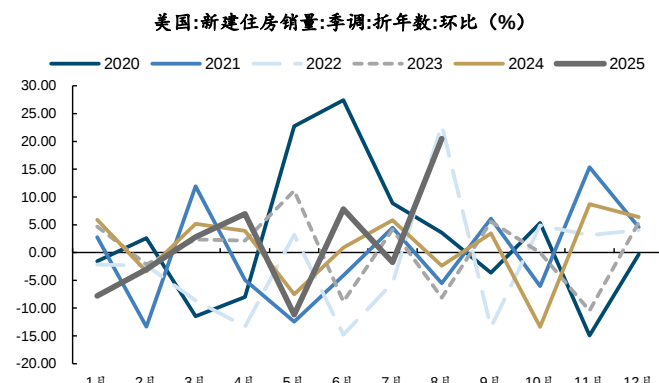
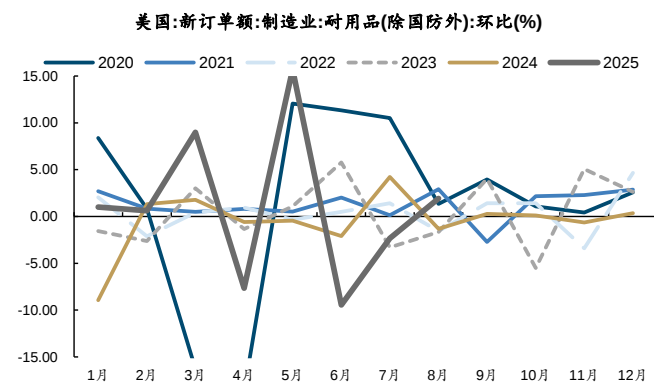
来源：wind，国金证券研究所。

来源：wind，国金证券研究所

从需求侧情况来看，近期公布的经济景气数据发达国家之间似乎出现了分化：本周披露的美国2025年9月标普全球PMI、8月地产销售、耐用品订单表现均超预期，而PCE符合预期，整体基本面维持韧性，“软着陆”依然是基本情形。相较之下，受美国“抢出口”热度退坡影响，欧洲主要国家9月制造业PMI则出现边际下滑，未来依然需要观测其宽财政的具体落地路径。而值得一提的是部分前瞻指标中，8月美欧日印尼挖机开工小时数均抬升至近五年历史同期高位，表明全球基建与建筑活动的活跃度正在同步回升。

图表3：8月美国耐用品订单环比1.9%，市场预期-2.5%

图表4：8月美国新屋销售环比20.5%，市场预期-0.3%



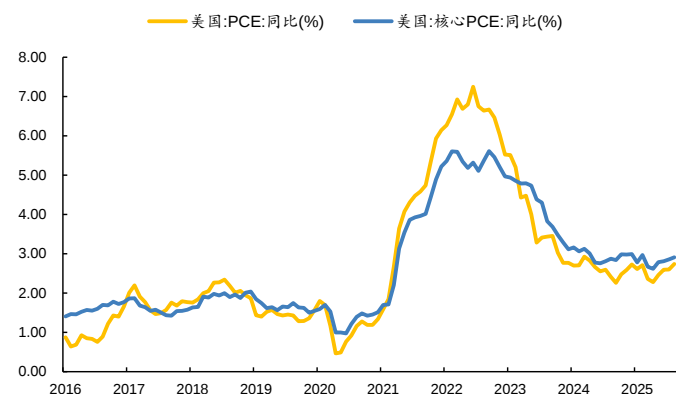
来源：wind，国金证券研究所。

来源：wind，国金证券研究所

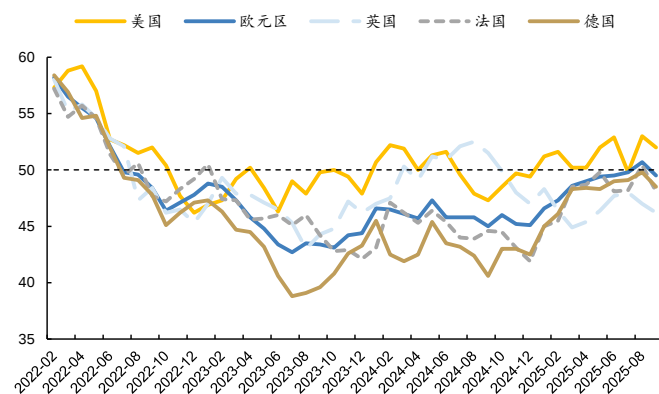


图表5: 8月美国PCE与核心CPE分别为2.7%与2.9%

图表6: 欧美发达国家标普全球制造业PMI

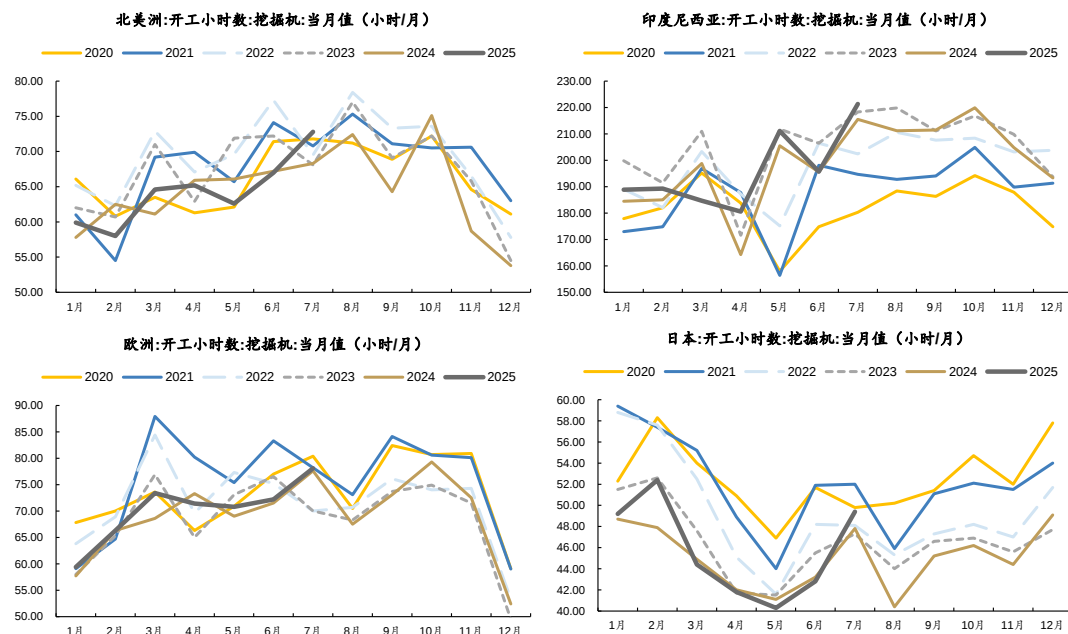


来源: wind, 国金证券研究所。



来源: 彭博, 国金证券研究所

图表7: 8月全球各地挖掘机开工小时数均抬升至近六年同期高位

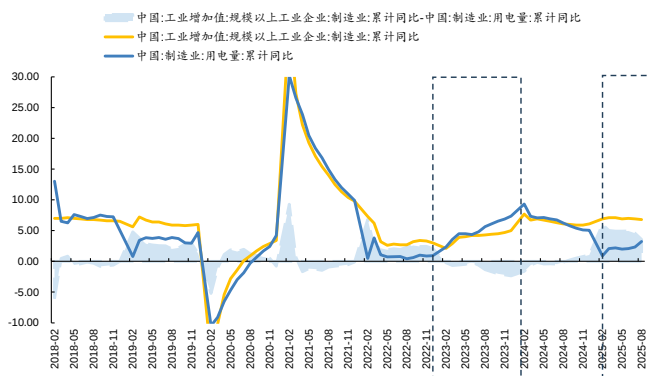


来源: wind, 国金证券研究所

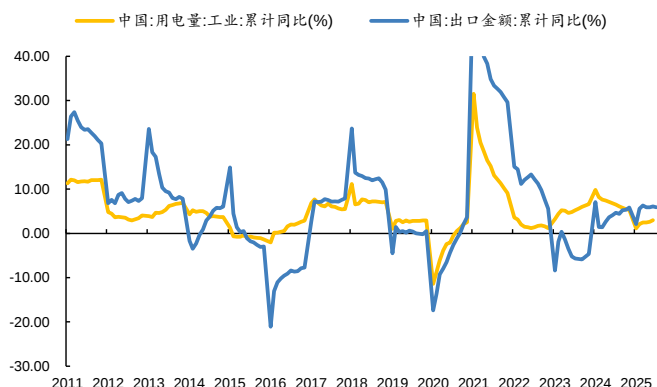
映射到国内, 外需的韧性一定程度上也带动了中国实物消耗的恢复, 2025年8月制造业用电量当月同比增速达到5.5%, 边际抬升2.4个百分点, 改善力度为过去两年新高, 而从历史上看, 制造业用电量与出口息息相关。而整体读数上依然落后于工业增加值, 这与2023年至2024年实物消耗回升时期截然不同。



图表8：实物消耗回升，但依然落后工业增加值（%）



图表9：从历史上看，制造业用电量与出口息息相关



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

备注：有关于8月制造业用电量累计同比增速来自于当月同比数据的倒算，可能与实际披露的最终值存在一定差异。

2、“反内卷”的进展：GDP>企业盈利不等式开始反转

过去两年，我们提出的GDP>企业盈利的不等式被市场熟悉，同样沿着这一框架出发，当下，我们认为这一不等式迎来了逆转时刻。

首先，近期“十大重点行业稳增长方案”开始陆续出台（其中已出台的石化、建材、钢铁、电力装备、汽车均是行业“内卷”相对严重的行业），具体内容上看整体稳定需求的同时更加注重供给侧结构上的优化：一方面在需求侧给定量化的增长目标与具体扩需求路径（如鼓励提升国际合作，扩大国内消费、拓展应用领域与新业态培育等）；另一方面在供给侧进行结构优化/产业升级方向，并对不同行业的“反内卷”政策思路具体化，如对于部分产能过剩的行业（如钢铁、建材等）给予了相对明确的产能规划与技术升级路径，对不符合能耗标准的落后产能予以市场化淘汰，对于电力设备等新兴产业则加大对于低价竞争的治理与非理性竞争行为的调控力度，强调行业自律、提高行业标准等市场化手段的作用。



图表10：截至本周已经发布的重点行业稳增长方案内容梳理

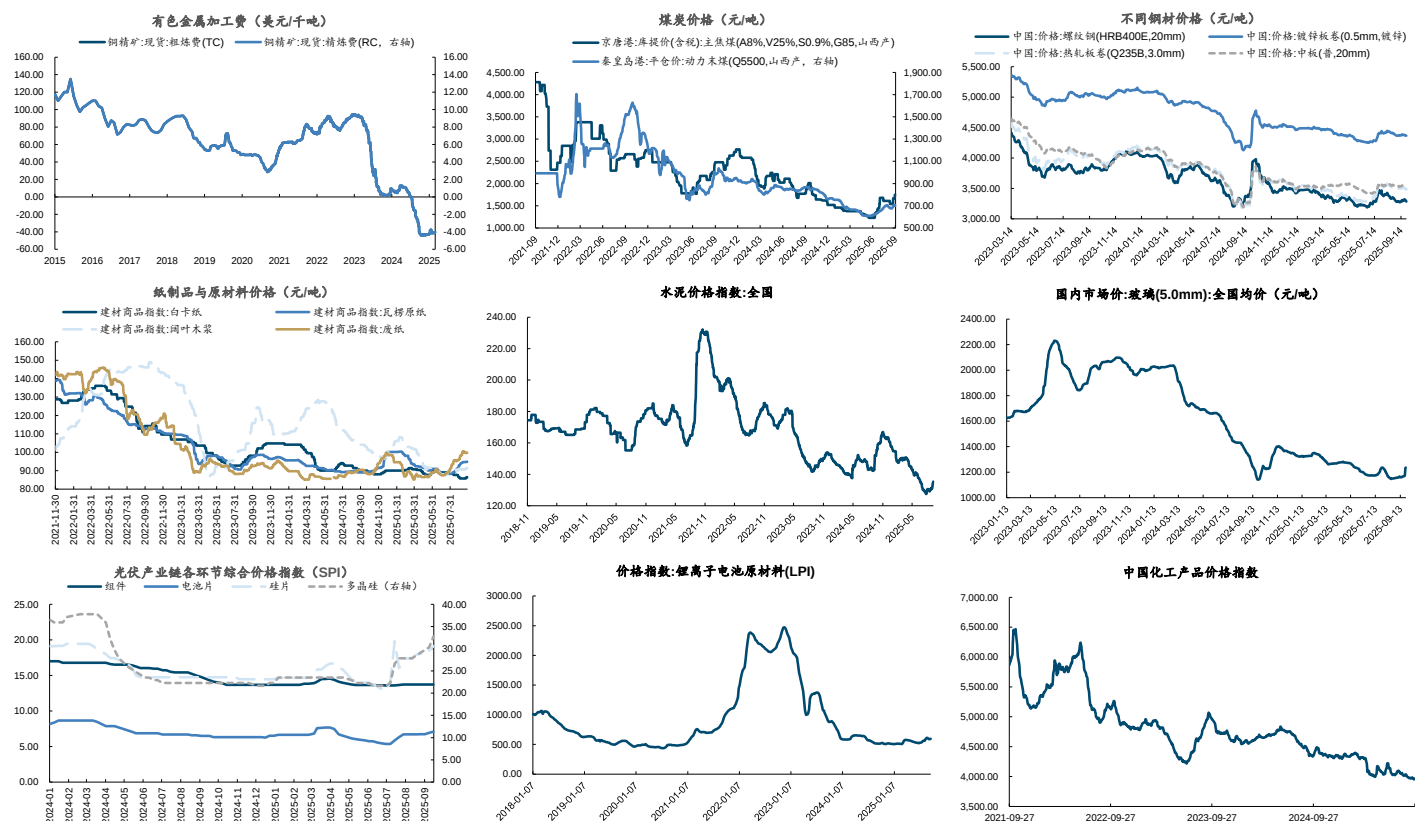
所涉行业	发布日期	发布部门	需求侧		供给侧	
			稳增长目标表述	扩需求方式相关表述	反内卷与控产能相关表述	结构转型与鼓励发展方向表述
石化	2025/9/26	工业和信息化部 生态环境部 应急管理部 中国人民银行 市场监管总局 金融监管总局 供销合作社总社	2025—2026 年， 石化化工行业增加值年均增长 5%以上 ，经济效益企稳回升，产业科技创新能力显著增强，精细化延伸、节能减排和本质安全水平持续提高，减排降碳协同增效明显，化工园区内规范建设向高质量发展迈进。	促进供需匹配 。推动合成树脂、涂料、轮胎等生产企业与建筑、汽车、船舶等下游用户建立长期稳定的合作关系，提高传统领域供需匹配性，围绕新能源、低空经济、人形机器人等新兴产业，积极拓展新能源电池材料、碳纤维及其复合材料、特种工程塑料等应用。开展非粮生物基材料典型案例征集推广，帮助外贸产品拓展国内市场。 打造优质化工园区和产业聚群 。 深化开放合作，提高国际化发展水平 。	科学调控重大项目建设，加强重大石化、现代煤化工项目规划布局引导。 严控新增炼油产能，合理调减乙烯、对二甲苯新增产能规模和投产节奏，防范深制甲降行业产能过剩风险 。石化领域严格执行新建炼油项目产能减量置换要求， 重点支持石化老旧装置改造、新技术产业化示范以及现有炼化企业“减油增化”项目 。	增强高端供给。聚焦集成电路、新能源、医疗装备等重点产业链需求，支持电子化学品、高端聚烯烃、高性能纤维、特种橡胶、高性能膜材料等领域的关键产品突破。做好化肥生产保供。实施安全化改造。加快数字化绿色化转型。加强标准引领。
建材	2025/9/24	工业和信息化部 自然资源部 生态环境部 住房和城乡建设部 水利部 农业农村部	2025—2026 年， 建材行业恢复向好，绿色水平有效提升 ，产业科技创新能力不断增强，绿色建材、先进无机非金属材料产业规模持续增长，其中 2026 年绿色建材营业收入超过3000 亿元，绿色低碳和数字化发展水平明显提升 。	推进绿色建材应用：开展绿色建材下乡活动 。加力扩围国家节能宣传周“焕新”活动开展“好材料支撑好房子”行动。 加强高端材料供需对接 。 推动高水平国际合作 。	严禁新增水泥产能、平板玻璃产能，新建改建项目须制定产能置换方案 。水泥企业要在 2025 年底前对超出项目备案的产能制定产能置换方案，促进实际产能与备案产能统一。发挥质量、环保、能耗、安全等综合标准作用，依法依规淘汰水泥、平板玻璃落后产能，推动环保绩效低的企业逐步退出。 加快光伏压延玻璃产能风险预警由项目管控向规划引导转变 。 鼓励骨干企业联合社会资本，探索设立绿色低碳转型基金，以市场化运作方式加快低效产能退出 。	加大先进无机非金属材料产业。推进数字化转型。实施“人工智能+建材”行动。加快绿色低效改造。
钢铁	2025/9/22	工业和信息化部 自然资源部 生态环境部 市场监管总局	2025—2026 年， 钢铁行业增加值年均增长 4%左右 ，经济效益企稳回升，市场供需更趋平衡，产业结构更加优化，有效供给能力不断增强，绿色低碳、数字化发展水平显著提升。	挖掘钢材应用需求 。深化钢铁与船舶等重点用钢领域的上下游合作，签订长期定价协议，共同维护产业链稳定运行。积极推广钢结构在住宅、公共建筑、中小路经桥梁等领域应用。 促进国际化发展 。	实施产能精准调控，加大产能减量置换力度，强化产能置换、项目备案、环评、排污许可、三废达标排放等政策协同。 支持大气污染防治重点区域钢铁产能向区域外减量转移。继续实施产能压减政策，按照支持先进企业发展、倒逼落后低效产能退出的原则落实年度产能调控任务，促进供需动态平衡。 推进钢铁企业分级分类管理。	增强高端产品供给能力。促进大宗产品质量升级。稳定原料供给。推进“人工智能+钢铁”行动。加快数字化转型。推进绿色低效改造。
汽车	2025/9/13	工业和信息化部 公安部 财政部 交通运输部 商务部 海关总署 市场监管总局 国家能源局	2025 年， 力争实现汽车年销量3230万辆左右，同比增长5%左右，其中新能源汽车销量1550万辆左右，同比增长20%；汽车出口保持稳量增长；汽车制造业增加值同比增长4%左右 。	着力扩大国内消费 。 加快新能源汽车全面市场化拓展 。加力推进公共领域车辆全面电动化先行区试点。持续开展新能源汽车下乡活动和县城充电桩设施补短板行动。积极开展新能源汽车示范应用。推动中长途、中重型商用车商用车换电应用。落实新能源汽车车辆购置税、车船税减免优惠政策，保障平稳有序过渡。 进一步加大力度促进汽车消费 。支持汽车以旧换新，新能源汽车及动力电池更新，促进汽车梯次消费、更新消费。开展汽车流通消费促进活动。拓展汽车消费、租赁、赛事及房车露营等后市场消费。鼓励汽车限购地区优化限购政策。 提升国际开放合作水平 。	进一步规范汽车产业竞争秩序 。落实国务院常务会议部署，坚持远近结合、综合施策，切实规范产业竞争秩序。加强成本调查和价格监测，强化产品一致性监督检查，督促重点企业落实好支持中小企业发展。发挥“重点企业或内部采购问题（建议）反映窗口”作用，受理供应商相关问题投诉并推动解决。指导行业协会制定整车企业供应商账款支付规范，开展汽车行业网络乱象专项整治，规范行业数据信息发布，依法打击虚假宣传、商业诋毁等行为，坚决维护健康有序、风清气正的市场环境。	推动智能网联技术产业化应用 。 以技术创新驱动提升消费需求 。充分发挥开源优势，加快突破芯片、操作系统、人工智能、固态电池等关键技术，持续提升产品经济性、舒适性、性能，开发更多适应消费者需求的智能交互、智能驾驶等新功能，以高质量供给引领需求、创造需求。以标准引领设备更新。加快汽车行业数字化、智能化转型。优化产业发展环境。
电力装备	2025/9/12	工业和信息化部 市场监管总局 国家能源局	2025—2026 年主要目标是： 传统电力装备年均营收增速保持6%左右 ，新能源装备营收稳中有升；发电装备产量保持合理区间，保供得到有效保障，新能源装备出口等实现增长；重点地区、重点企业带动作用加强； 电力装备领域国家先进制造业集群年均营收增速7%左右，龙头企业年均营收增速10%左右 。	扩大国内有效需求 。依托能源领域重大工程项目，稳定电力装备需求，加快推进陆上大型风电光伏基地建设，推动海上风电规范有序建设，积极建设风电和光伏发电分布式开发、水风光一体化开发。积极稳妥推进陆上大型风电基地建设，积极有序开发建设抽水蓄能电站。稳步推进核电开发，积极安全有序推动一批沿海核电项目核准建设。推进智能电网建设和电源电网侧能力建设，提高电网对清洁能源接纳、配置和调控能力。 积极开拓国际市场 。 加快装备制造应用 。	继续实施煤电“三改联动”，推进新一代煤电改造建设，稳妥有序淘汰落后产能 。 强化电力装备行业自律，营造良好竞争环境 。研究制定风电装备制造行业规范条件和管理办法，推动风电装备产业实现转型升级。深入实施制造业规范条件政策，引导产业优化布局、转型升级。支持企业优化重组整合，引入多种评价机制，开展装备全生命周期评估。鼓励行业协会组织开展行业自律工作，引导企业通过提升质量、强化服务等手段提高竞争力，推动电力装备行业持续健康发展。	提高装备供给质量。强化标准支撑引领。推动绿色智能转型。促进产业链协同。
电子信息	2025/9/4	工业和信息化部 市场监管总局	2025—2026 年，主要预期目标是：规模以上计算机、通信和其他电子设备制造业增加值平均增速在 7%左右，其中锂电池、光伏及元器件制造等相关领域后电子信息技术制造业平均营收增速达到5%以上。到 2026 年，预期实现营业收入和出口比例在 41 个工业大类中保持首位，5个省份的电子信息技术制造业增加值、规模以上电子信息制造业增加值超过 4000 亿元，75 英寸及以上彩色电视机国内市场渗透率超过 40%，个人计算机、手机向智能化、高端化迈进。	扩大市场场景，挖掘大众消费潜力 。 围绕人民群众美好生活需求，推动内需消费提质扩容 。深入落实提振消费专项行动，鼓励金融机构围绕电子信息产品发展消费金融业务，强化技术和产品品质创新。鼓励手机、电脑、电视等传统电子产品消费。指导相关企业充分挖掘市场需求，利用社交媒体、线上广告、产品发布会、行业展会和体验馆等多种渠道宣传新技术新产品，积极参与电商平台、实体商超推出的消费电子产品促销活动，加强供需精准对接，唱响“国货潮牌”，激发消费潜力。支持可穿戴设备在医疗、交通、教育、应急、健康等典型场景应用研发，培育新兴增长点。 培育新业务，强化行业自律规范 。 引导企业稳步走出去，深度融入国际体系 。 促进国内国际双循环，稳妥应对国际贸易壁垒 。	在破除“内卷式”竞争中实现光伏等领域高质量发展，依法治理光伏等产品低价竞争，引导地方有序布局光伏、锂电池产业，指导地方梳理产能情况 。实施光伏组件、锂电池产品质量管理，深入实施《光伏制造行业规范条件》等文件，强化与投资、金融、安全等政策联动。推动行业技术进步，加快研究以强制性国家标准为基础的储能电池产品安全标准项目。 支持协会商会建立行业自律机制 ，加强重点行业监测预警和风险提示，有序调整产业规模。	推动电子整机高端化，提升产品供给水平。优化产业布局，改善产业结构。加强上下游对接，提升产业链协同水平。健全标准化工作机制，引领质量建设。强化知识产权保护，促进持续创新。推动链链协同和产业创新融合，建设现代化产业体系。加强集成攻关，保障产业链供应链安全稳定。加强基础技术研究，抢占前沿领域高地。深入推动数字化转型，增强企业竞争力。

来源：中国政府网，国金证券研究所

其次从现实看，自7月份各行业“反内卷”力度不断加强以来，从部分重点行业的价格表现来看，以光伏、锂电、建材、钢铁、煤炭等多数品种均出现了一定上涨，低价无序竞争的情况有所缓解，价格的底部正在出现。未来随着政策指引的逐渐明晰与落地，国内供给约束下结构不断优化叠加海外需求的逐渐复苏，盈利回升的图景也有望徐徐展开。事实上这在8月的最新工业企业业绩数据中已经开始有所体现：2025年1-8月工业企业利润数据实现由负转正，其中制造业抬升2.6个百分点至7.4%，且利润率改善至4.53%，接近2023年水平，值得一提的是无论整体工业企业或是制造业，代表量的营收表现反而均相对平淡。我们曾经强调：过去两年来制造业内卷的加剧导致实体经济中存在着GDP>企业利润的不等式，而当下随着价格企稳企业盈利开始修复，代表总量生产的GDP反而会因为供给约束而缺乏弹性。

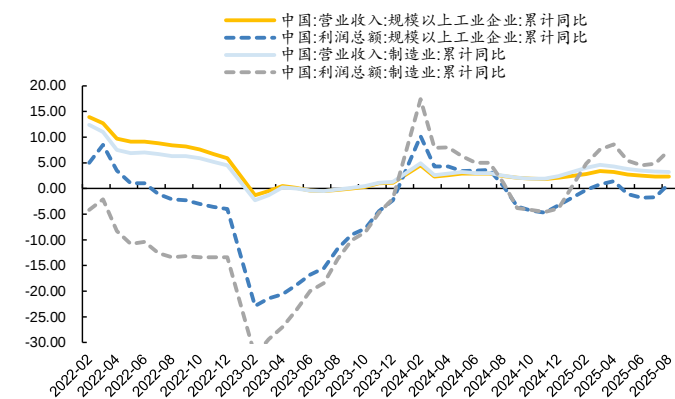


图表11：从部分重点行业的价格表现来看，以光伏、锂电、建材、钢铁、煤炭等多品种均出现了一定上涨



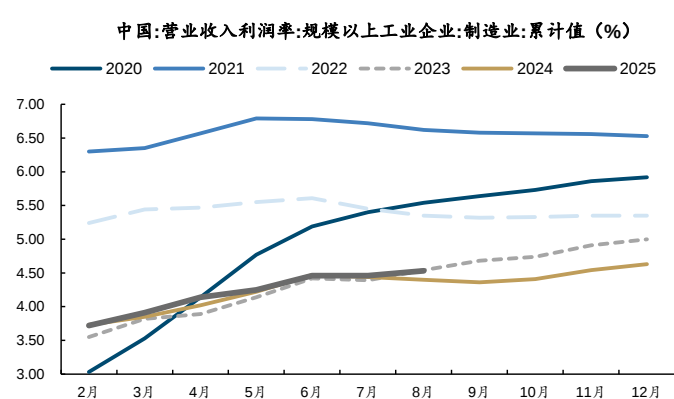
来源：wind, ifind, 国金证券研究所

图表12：8月制造业利润累计同比增速快速抬升(%)



来源：wind, 国金证券研究所

图表13：规上制造业营收利润率修复至2023年同期附近



来源：wind, 国金证券研究所

3、不安因素与避风港

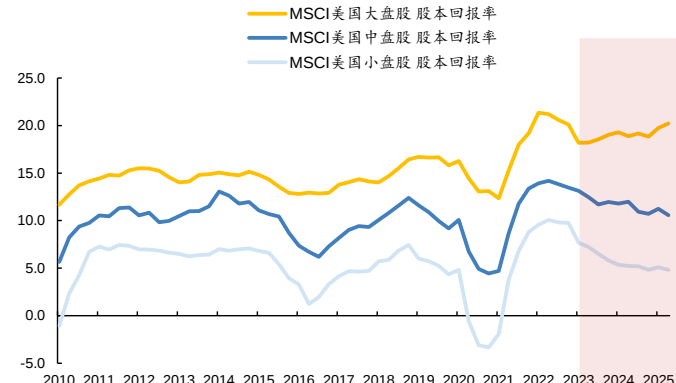
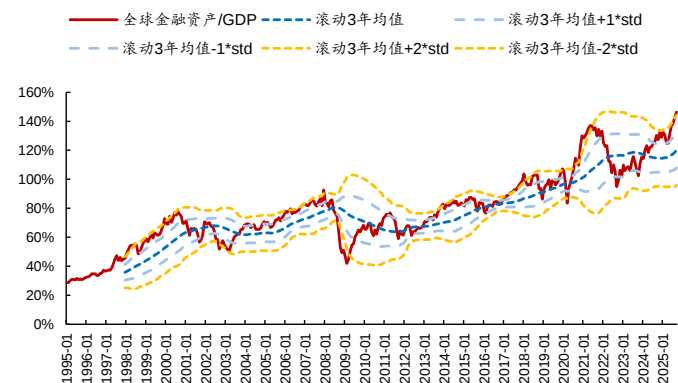
近期全球金融资产/GDP 的比值快速上扬，并于近两个月突破了 2 倍标准差，某种意义上而言自 2025 年 4 月关税冲击以来以中美股市为代表的全球金融资产共振反弹无形之中逐渐形成了一个相对较大的金融泡沫。对于美股而言，近两年来盈利呈现出向龙头集中的趋势，本轮 AI 产业浪潮中科技龙头企业似乎占据更多优势地位，以谷歌为例，新增 AI 应用收入多来自对于中小服务商利润的截流，进一步加剧了这种利润分配的不平衡，当然这种竞争在一定时期是有利于驱动 AI 相关的资本开支的。然而科技龙头企业最新资本开支占经营现金流净值的比重已经接近 50%，未来的进一步扩张与盈利开始越来越依赖于估



值的扩张：以甲骨文为例，其未来的盈利扩张需要履行与 OpenAI 和 Meta 等科技巨头签订的大型云基础设施合同，然而本身的经营现金流却无法支撑相应所需的资本开支的规模，使得其不得不进行外部融资补充现金流（于 9 月 24 日发行 80 亿美元的投资级债券），而外部融资的成功又往往需要其估值表现的稳定扩张（即 AI 产业叙事的延续与兑现）。这一过程的不断循环无疑使得美股的脆弱性快速累积，尤其短期内降息预期的逐步兑现，全球主要国家债券收益率均出现回升之际，流动性环境开始出现阶段性逆风，其价格的波动可能加剧。

图表14：近期全球金融资产/GDP 的比值突破 2 倍标准差

图表15：美股近两年盈利呈现出向龙头集中的趋势（%）



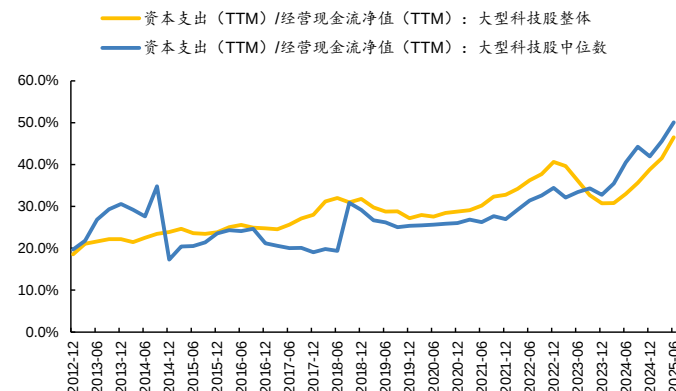
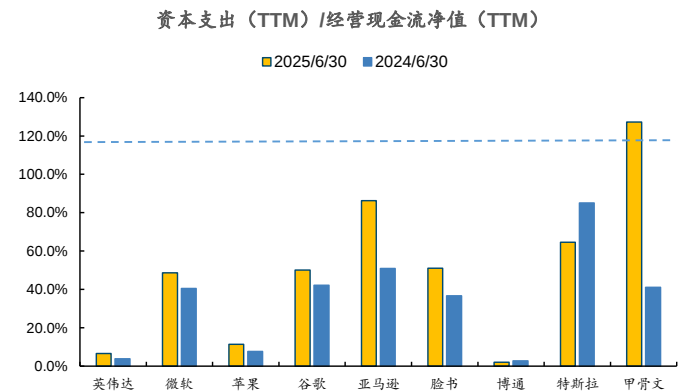
来源：wind，国金证券研究所

来源：彭博，国金证券研究所

备注：金融资产为美德英法日意韩中加股市总市值、比特币资产价值之和。

图表16：甲骨文经营现金流占资本开支比重大于 100%

图表17：科技龙头资本开支占经营现金流净值比重



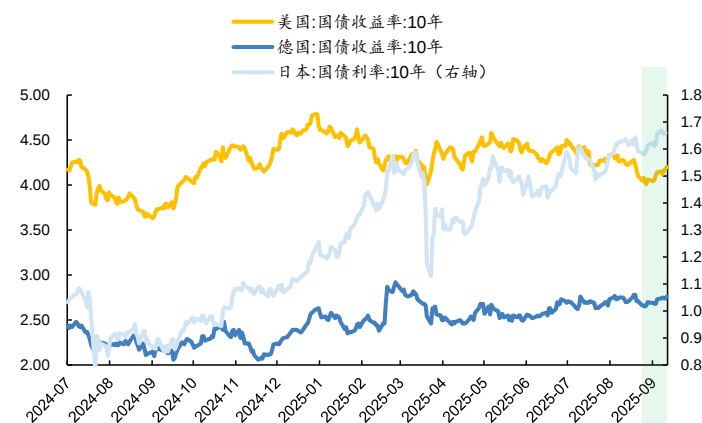
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所



图表18: 近期美德日国债收益率均出现明显上行(%)

图表19: 近期比特币资产开始跑输金银



来源: wind, 国金证券研究所



来源: wind, 国金证券研究所

备注: 固定 2022 年 1 月 4 日为基期 100。

反观另外一侧, 大宗商品相对于股票市场仍然低估, 可能成为金融波动中的稳定剂。而中国市场内部: TMT 板块以外的大部分行业与海外联动相对较弱, 联动相对较强的耐用消费品行业其实本身会受益于降息周期下的耐用品修复, 仍将具有韧性(当然其本身的联动性较强可能也部分来自于特斯拉对 A 股特斯拉产业链的联动)。

图表20: 大宗商品相对于股票市场仍然低估, 可能成为金融波动中的稳定剂

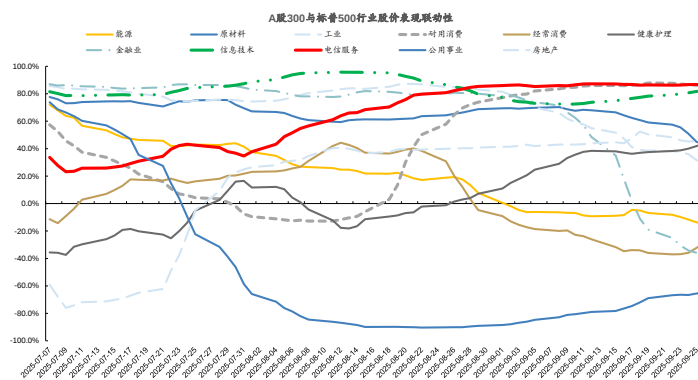
GSCI Commodities全收益指数/标普500指数



来源: 彭博, 国金证券研究所

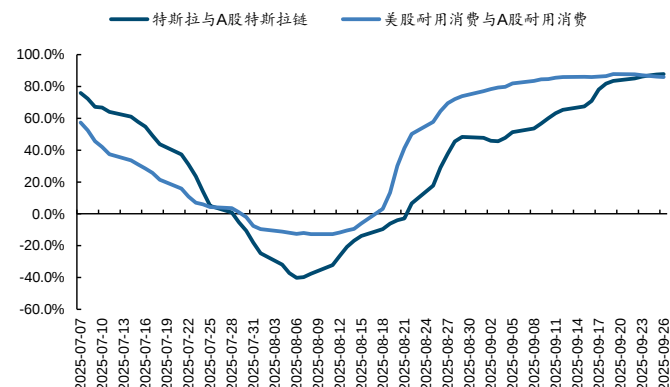


图表21：当前A股与美股行业中TMT表现联动性较强



来源：wind，国金证券研究所

图表22：特斯拉链的联动性与耐用消费走势整体一致



来源：wind，国金证券研究所

备注：联动性的测算方式为中美标普口径所对应行业的股价滚动三个月相关系数，下同。

4、真正的基本面牛市尚未开启，做好换挡准备

过去中国的“牛市”，更多是追随了全球金融的过度扩张，其行业联动性本身也依赖于美国驱动。在全球金融资产高位情况下，实物消耗与中国实体经济盈利正在修复，脱虚入实的进程才会带来中国资产的真正行情，也会是资源品新一轮行情的开始。成长投资会逐步从科技驱动走向出口出海。具体配置建议上，我们推荐：

- 第一，同时受益于国内反内卷带来的经营状况改善、海外降息后制造业活动修复与投资加速的实物资产：上游资源（铜、铝、油、金）、资本品（工程机械、重卡、锂电、风电设备）以及原材料（基础化工品、玻纤、钢铁）；
- 第二，盈利修复之后内需相关领域也将逐渐出现机会：食品饮料、猪等；
- 第三，保险的长期资产端将受益于资本回报见底回升。

5、风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么文中对于企业资本回报企稳回升的假设也就不适用。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



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