

水牛还是价格修复？

专题报告 · 宏观经济 国信宏观

证券分析师：邵兴宇

010-88005483

shaoxingyu@guosen.com.cn

S0980523070001

证券分析师：田地

0755-81982035

tiandi2@guosen.com.cn

S0980524090003

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

- 1、（1）从资产相关性视角来看，权益资产上行核心驱动并非来自于宏观流动性过剩。（2）从微观视角来看，本轮权益资产上行到目前为止并未引发场外资金大规模入场，而主要以场内资金腾挪和加杠杆完成。
- 2、（1）市场自“反内卷”以来主导国内资本市场走势的核心因子是风险偏好回升。（2）从三个角度看，四季度价格可能延续边际企稳：一是内外需定价品种存在显著分化；二是反内卷逐步实施，对内需部分产生托底作用；三是诸如M1等指标对PPI的领先指示。
- 3、（1）价格边际企稳下权益资产仍保持一定支撑，但可能面临板块切换；（2）降息预期和央行买债或成为债市博弈的重要窗口。

【 01 】 水牛还是价格修复？

【 02 】 三条线索下的PPI修复

【 03 】 价格边际企稳下的资产配置图景

大类资产来看，增长因子变动占据主导

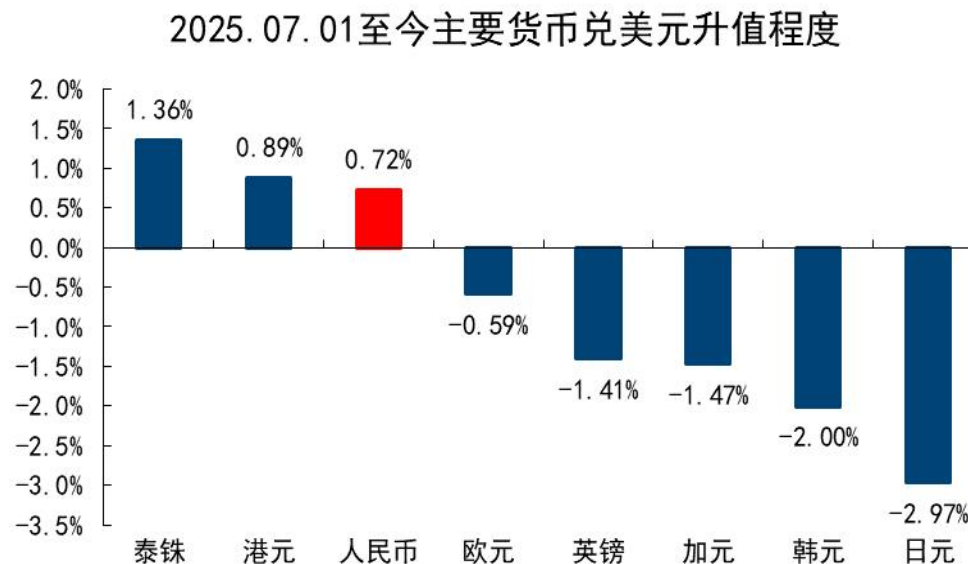
- 如果将大类资产上涨的动能拆分为增长和流动性两类因子，从大类资产相关性来看，2015年大类资产表现为股债同涨，这是典型的宏观流动性因子主导下的资产配置情形。但是与2015年不同，本轮大类资产表现为“股债跷跷板”，应为增长因子变化主导。
- 从汇率情况看，也反映了宏观流动性层面因素并非促成本轮股市上涨的核心驱动。7月以来，人民币从7.16升值至7.11。

图：本轮股市上涨股债相关性表现与2015年不同



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：人民币汇率近期升值



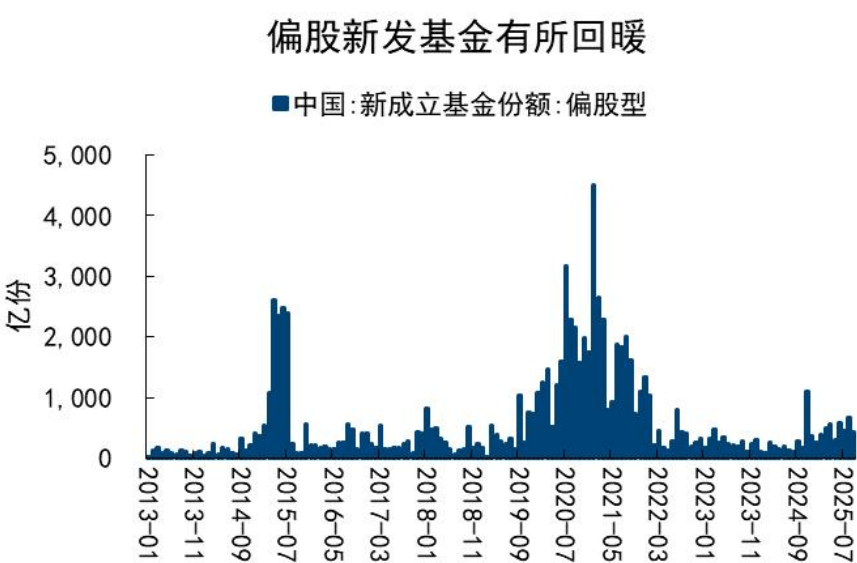
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

微观资金结构看，场外资金尚未大规模流入股市

- 7月以来股市上涨主要由场内资金加杠杆推动，2025年8月24日，场内担保比例达到294.17%，接近历史峰值状态。
- 截止到9月14日，9月份新发偏股基金售出428.5亿份，这一数字相较于2024年初月度不足100亿份的成绩已经显著回升。同时，近期也出现了所谓的“日光基”。但是，相较于2015年和2021年全民炒股阶段，月度千亿份以上的成绩还有比较大差距。

图：场内资金担保比例接近历史峰值

图：新发基金尚未回到历史高峰水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

【 01 】 水牛还是价格修复？

【 02 】 三条线索下的PPI修复

【 03 】 价格边际企稳下的资产配置图景

PPI回升的线索1：海外通胀

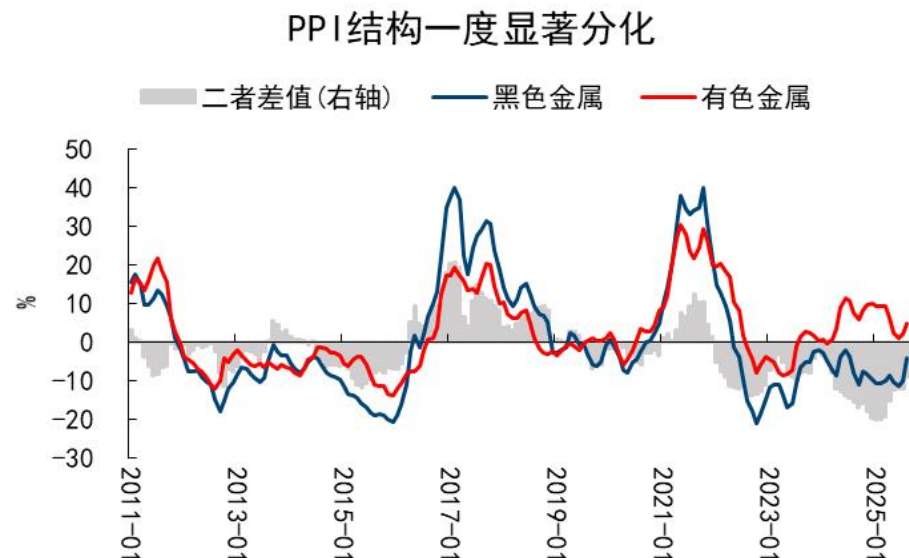
- 认识PPI趋势变化的第一条重要线索是海外通胀对国内价格的支撑作用；
- 本轮PPI波动与此前历史经验一个显著不同是中美PPI走势的显著分化；
- 这一分化也反映在国内不同行业间，例如，有色金属与黑色金属PPI缺口达到20%，这是历史上从未出现过的；

图：中美PPI趋势分化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：国内PPI不同行业走势显著分化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

PPI回升的线索1：海外通胀

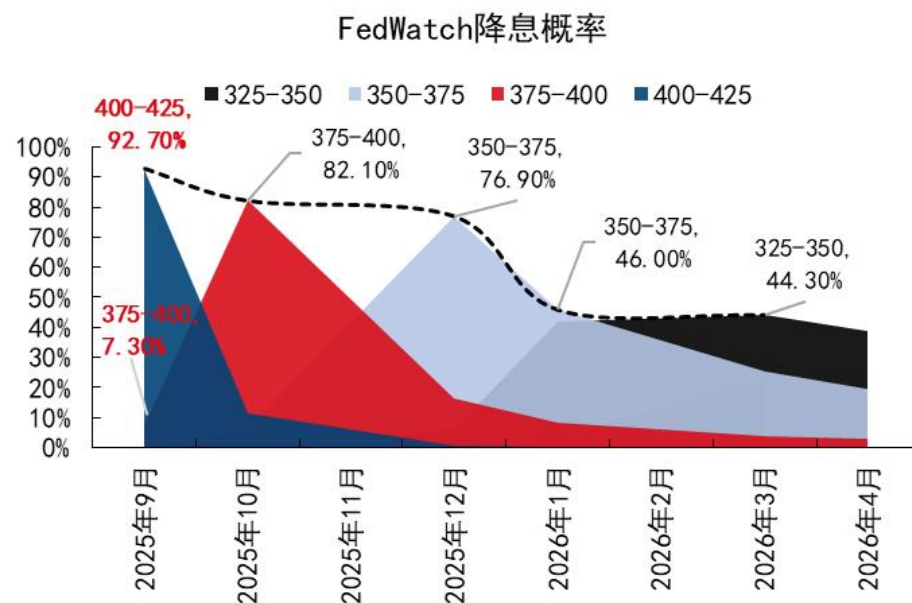
- 往后看，美联储货币宽松下，海外通胀对PPI的支撑作用可能进一步加强；
- 美联储年内降息50bp预期较高；
- 从美联储的主要锚定指标之一失业率情况来看，失业率可能在未来一段时间延续温和上行；

图：美国失业率或将温和上行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美联储降息几成定局



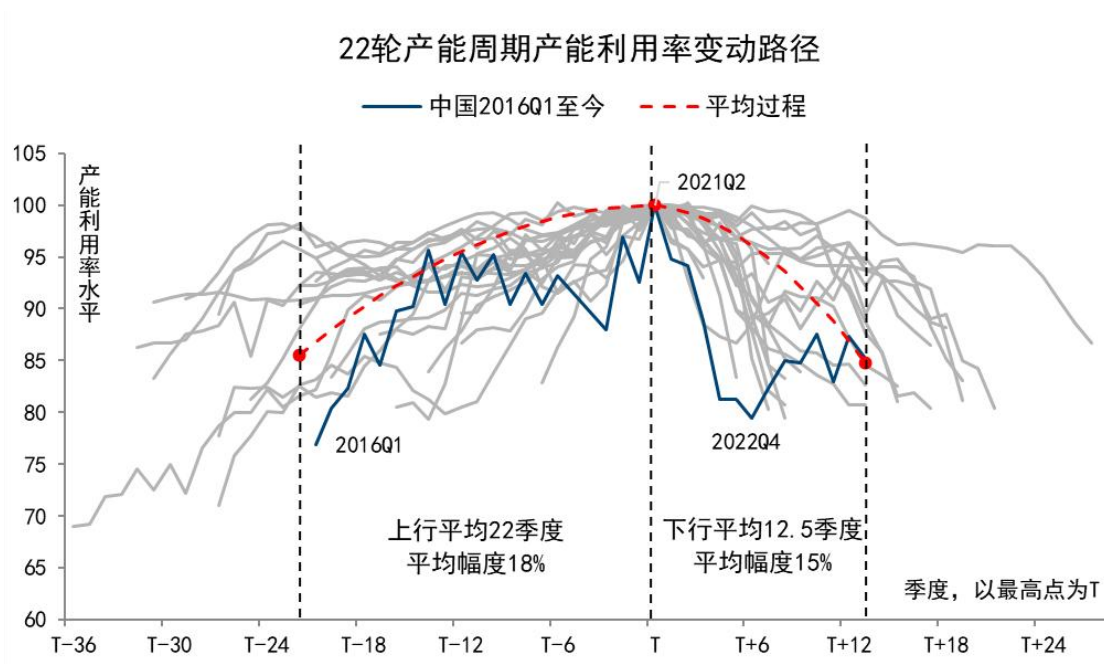
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

PPI回升的线索2：去产能与“反内卷”

我们研究了美国、日本、德国、法国、韩国和中国等六个国家的22个产能周期产能利用率，标准化（周期最高点产能利用率统一为100）后对持续时间和波动幅度进行了整理总结，发现：

- （1）在产能周期上行阶段，上行平均持续时长22个季度，最长持续时长37个季度，最短上行时间8个季度；平均上行幅度18.0%，最大上行幅度49%，最小上行幅度8%；
- （2）在产能周期下行阶段，下行平均持续时长12.5个季度，最长持续时长27个季度，最短持续时间6个季度；平均下行幅度15.3%，最大下行幅度21.5%，最小下行幅度6.7%。

图：22轮产能周期产能利用率变动路径



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

PPI回升的线索2：去产能与“反内卷”

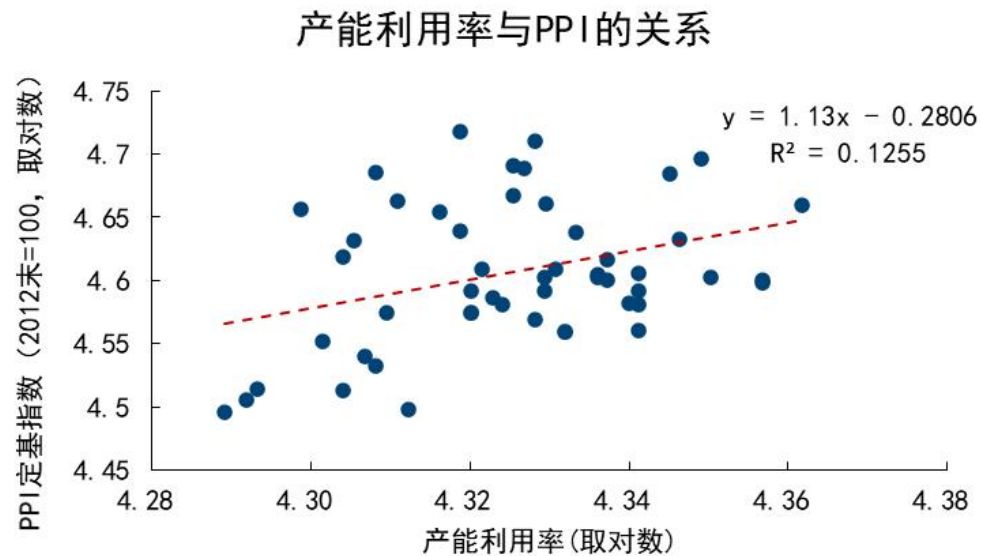
- 不妨给反内卷一个简明的数值锚，经验上，产能利用率低于75%为产能过剩，那么，不妨假定产能利用率整体回升至75以上水平；
- 目前74%，如果未来回升至75%以上，则回升幅度1.35%；
- 同时，产能利用率的价格弹性系数为1.13，则反内卷成功实施下的价格涨幅应为1.5%左右。

图：产能利用率与PPI



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：产能利用率与价格弹性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

PPI回升的线索3：先行指标的指征意义

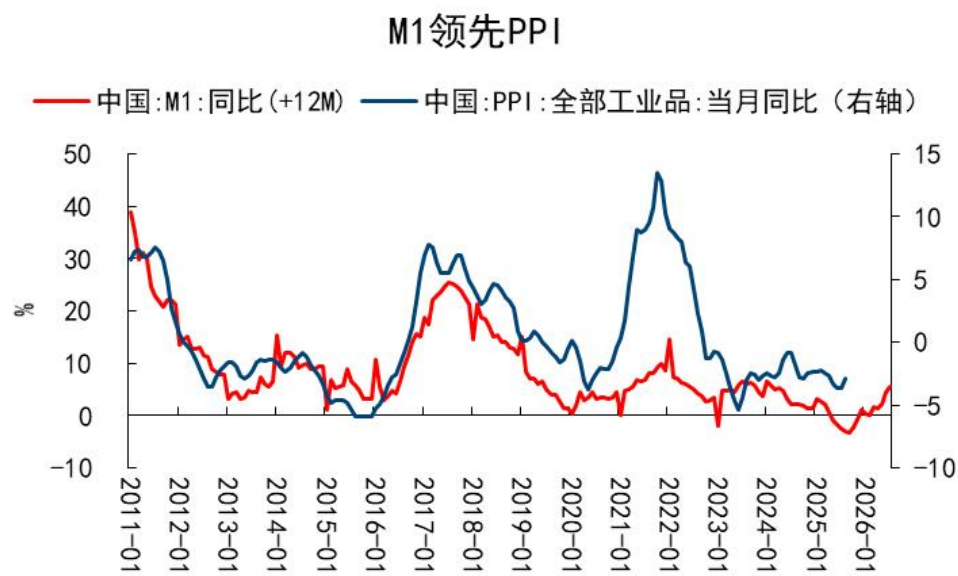
- 从海外情况来看，美国制造业PMI对国内PPI存在4个月领先期，这一数据目前大致处于48-49之间震荡；
- 从货币金融条件看，M1持续回升，构成了未来PPI回升的一个重要证据；

图：美国制造业PMI与中国PPI



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国M1与PPI

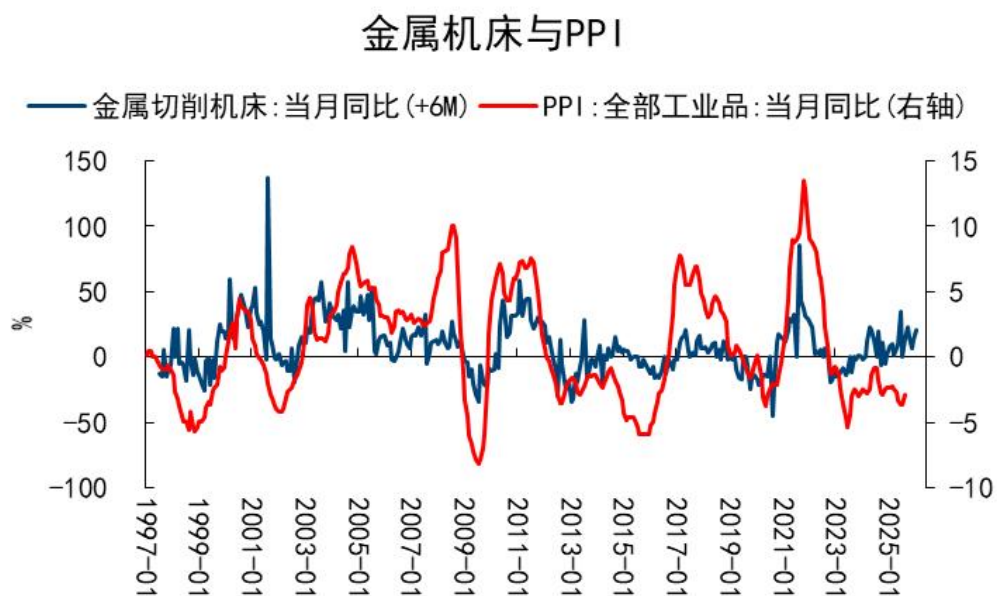


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

PPI回升的线索3：先行指标的指征意义

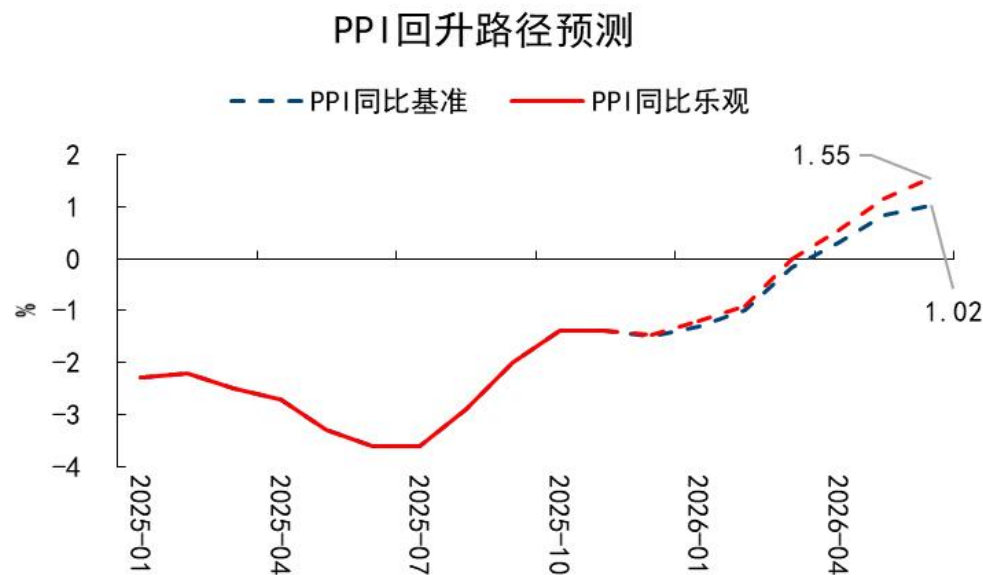
- 从微观数据来看，金属机床产量当月同比对PPI价格有6个月左右领先关系；
- 综合以上三条线索，我们对至2026年6月PPI的回升路径进行了模拟估算；

图：金属机床产量领先PPI



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：PPI回升路径预测



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

【 01 】 水牛还是价格修复？

【 02 】 三条线索下的PPI修复

【 03 】 价格边际企稳下的资产配置图景

- 价格回升必然为权益资产提供一定支撑；
- 不妨将2024年924以来的股市上涨与1999年519行情做一对比，宏观环境看，二者存在大量相似之处：（1）刚刚度过负面冲击；（2）物价长期通缩；（3）美股即将进入科技股牛市中后段；（4）行情启动点源自政策调整；

图：1998-2000年持续通缩



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

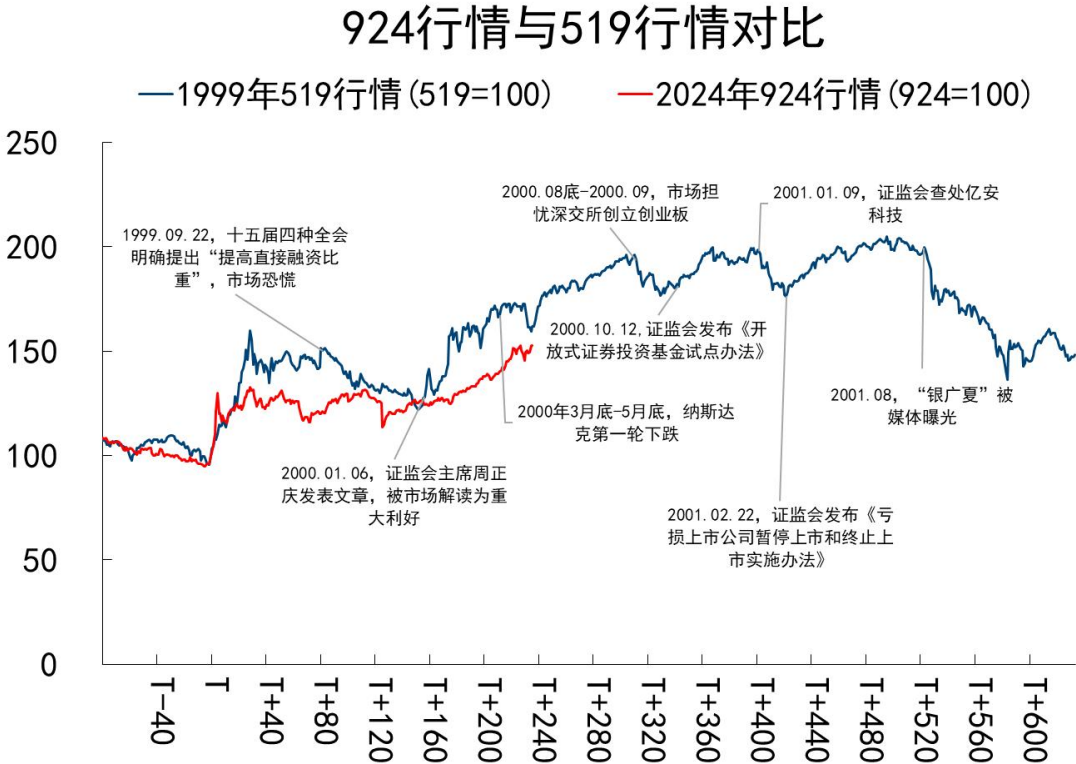
图：1998年后纳斯达克逐步进入牛市第三浪



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 以519行情为基础，我们发现924以来股市上涨涨幅和节奏与519高度类似；
- 若后续仍以519行情为参照，则股市上行尚未结束，大致还存在30%左右涨幅；
- 但节奏上，股市上涨最快的阶段可能已经过去；

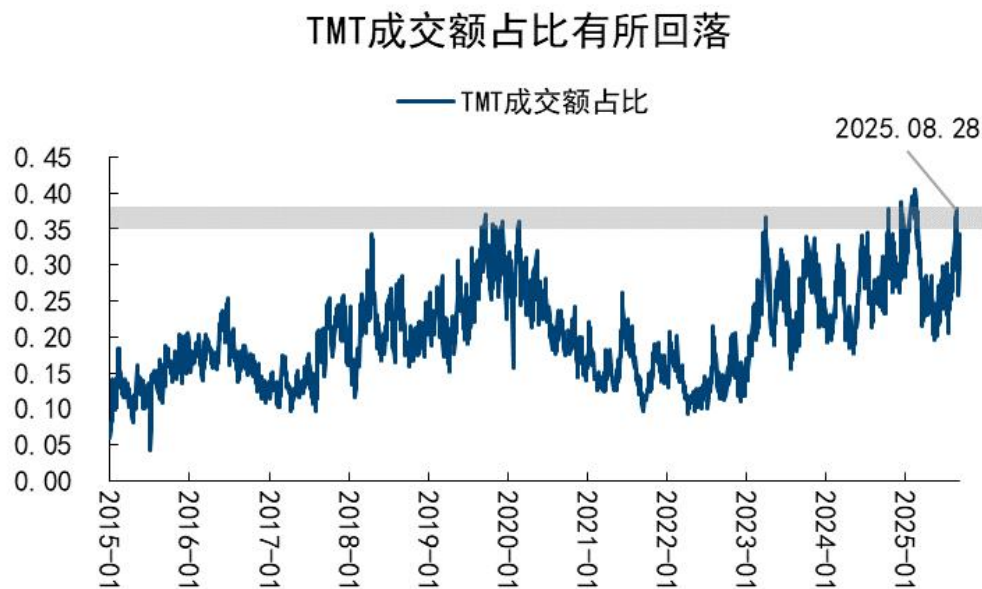
图：1999年519行情与2024年924行情的节奏对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

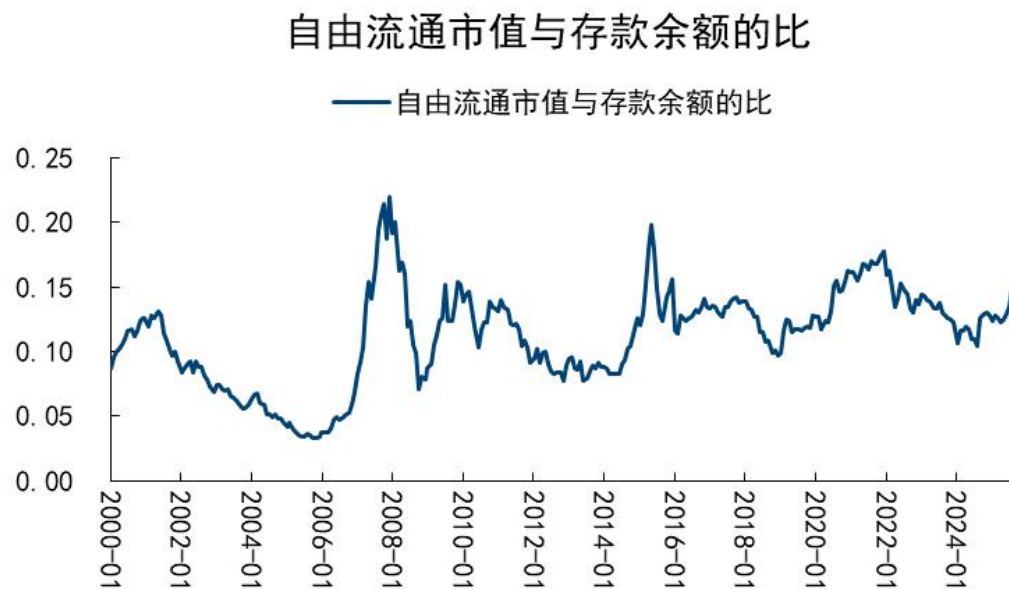
- 从权益资产内部结构看，可能面临从TMT向其他板块切换的情况。8月28日，成交额占比达到37.8%，随后回落。历史来看，TMT成交额占比超过35%可以认为是一个交易过于集中的区间。
- 部分顺周期板块则受益于PPI回升。

图：TMT成交额占比接近历史峰值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

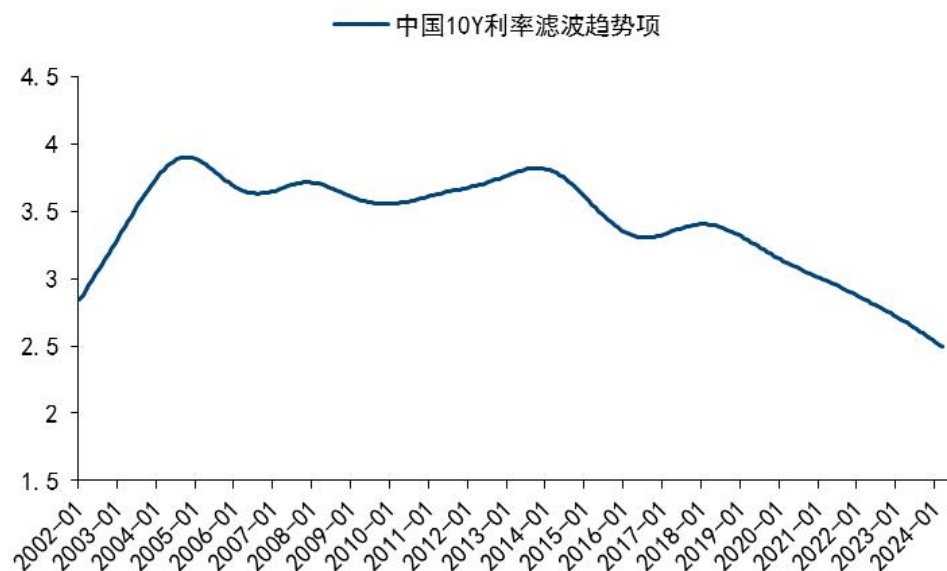
图：自由流通市值与存款余额比重仍有上升空间



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 价格和产能利用率的回升仍然对债市形成一定压力；
- 我们对10年期国债收益率的波动规律进行了滤波处理，从结果看，发现在趋势显著向下（可能对应潜在增长）的同时，国债收益率的波动项与产能利用率周期在方向和力度上几乎完全吻合；

图：中国10Y利率趋势项



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国10Y周期项与产能周期



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 从历史经验看，期限利差与名义增速存在一定相关性；
- 当价格回升下，对未来名义增速预期有所修复的情况下，期限利差将面临修复压力，从历史极低位的10-20bp水平回升至40-50bp。

图：期限利差与名义增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：存款搬家



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032