



宏观研究

【粤开宏观】如何看待当前经济？如何理解股市与经济的背离？

2025 年 09 月 15 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002

电话：13645711472

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】本轮反内卷与供给侧改革有何不同》2025-08-31

《【粤开宏观】“十五五”时期中国面临的机遇、挑战与改革方向》2025-08-24

《【粤开宏观】老有所养：中国基本养老保险的问题与建议》2025-08-20

《【粤开宏观】全球关税：起源、演进历程及对财政的贡献》2025-08-10

《【粤开宏观】特朗普“对等关税 2.0”有哪些变化？为什么？影响几何？》2025-08-05

摘要

8 月生产、消费、投资等主要经济指标增速呈现放缓态势，经济承压主要是由于前期支撑增长的因素正在逐步回落，同时房地产进一步下行拖累经济，三季度经济增速有可能低于 5%。此前，抢出口和转出口带动出口强劲，以旧换新政策带动消费回升，大规模设备更新和财政靠前发力支撑投资，共同推动了上半年的经济增长。然而，这些因素的“透支效应”开始显现：随着“抢出口”行为的消退，出口增速放缓；消费品以旧换新政策对耐用消费品的刺激作用边际递减，导致社零消费增速回落；同时，房地产市场持续低迷、制造业投资动能减弱以及地方财政紧平衡，对整体投资形成拖累。但当前经济也呈现出一些积极因素，例如核心 CPI 同比回升以及股市持续上涨。

展望未来，下阶段经济增长面临的风险挑战进一步增多，四季度经济增速或回落至 5% 以下。从外部看，中美贸易关系的未来走向充满不确定性，同时美国通胀形势可能扰动美联储的降息进程，对全球经济和资本市场造成不利冲击。从内部看，去年四季度政策拉动下的高基数将对今年同期的同比增速形成压力；更为关键的是，房地产价格仍有下行压力，不仅直接抑制了房地产投资，还通过影响居民财富和地方财政收入，间接削弱了消费能力和基建投资能力。此外，消费品以旧换新政策和财政政策靠前发力，导致下半年政策力度相对有所减弱，需要增量政策加码发力。

在经济基本面承压的同时，A 股市场却自 7 月以来持续走强，与经济表现相背离。直接原因是本轮牛市主要由估值驱动，而非企业盈利驱动。市场风险偏好的回升是估值上涨的核心动力，这背后既有外部风险缓和的因素，如市场对关税战的“脱敏”和对美联储重启降息进程的预期；也有国内乐观叙事重构的推动，如人工智能等科技热点与“反内卷”政策带来的行业盈利修复预期。在房价低迷和存款利率下行的背景下，股市的财富效应对居民资产配置产生了巨大吸引力，引发“存款搬家”，进一步推高了股价。然而，估值驱动的上涨终究需要经济基本面的有效改善作为支撑，盈利的改善才是股市长牛的根本动力。

为应对挑战并巩固经济回升向好态势，亟需更大力度的政策与改革，其重点在于稳定房地产市场和大力提振居民消费。为稳定房地产，有必要探索在中央层面设立“房地产稳定基金”，用于“保交房”和收购闲置土地，并实质性放宽一线城市的住房限购，释放真实需求。同时，需继续引导房贷利率下行，并建立弹性的房贷处理机制，防范个人信用风险演变为社会风险。

要从根本上提振消费，则必须通过深层次改革来解决居民的消费能力和意愿问题。这包括优化国民收入分配制度，提高居民收入占比；优化假期制度，通过增设公共假日和逐步取消调休来增加居民的闲暇时间；完善社会保障和公共服务体系，打消居民消费的后顾之忧；深化服务业准入改革，鼓励市场竞争，培育新型服务消费业态。



风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、如何看待当前经济形势？	4
（一）三季度经济承压主因前期支撑因素回落，但也有积极因素显现	4
（二）下阶段压力增大，四季度经济增速或回落至 5% 以下	5
二、如何理解当前“股市热”与“经济稳”之间的背离？	6
（一）当前 A 股牛市主要受估值驱动，海外风险缓释与国内叙事重构激发市场风险偏好	6
（二）股市持续上涨离不开经济基本面的有效改善	7
三、政策建议：加大宏观政策和改革力度，重点是稳定房地产市场和提振居民消费	8
（一）宏观政策加码发力，激发地方政府积极性，稳定房地产市场	8
（二）通过改革解决居民消费能力和意愿等问题，大力提振消费	9

图表目录

图表 1： 美国去年四季度和今年一季度大幅抢进口，二季度明显回落	5
图表 2： 美国股市于 6 月底 7 月初收复关税战导致的跌幅	7
图表 3： 居民存款搬家与 A 股表现	7
图表 4： 当前上证指数市盈率已接近 2016 年以来的区间上沿	8



2025 年中国经济实现“5%左右”的增速目标是大概率事件，但从全年走势来看，一季度经济“开门红”，同比增长 5.4%；二季度保持较强韧性，同比增长 5.2%；下半年压力增大，三季度增速放缓，四季度或回落至 5% 以下。因此宏观政策有必要进一步加码发力，促进经济回升向好。

一、如何看待当前经济形势？

（一）三季度经济承压主因前期支撑因素回落，但也有积极因素显现

去年四季度以来，中国经济主要受两大因素支撑：一是出口超预期强劲，关税战风险下的抢出口和抢转口行为，以及中国产业链供应链的强大国际竞争力，带动中国出口保持韧性；二是宏观政策加码发力，消费品以旧换新政策带动消费明显回升，大规模设备更新政策带动制造业投资增速保持高位，财政靠前发力带动基建投资保持较高增速。今年上半年，出口金额、社零消费、制造业投资、广义基建投资同比分别增长 5.9%、5.0%、7.5% 和 8.9%，从而实现经济同比增长 5.3%。

然而，上述因素存在一定的“透支效应”，对经济的支撑作用逐步减弱。

其一，出口方面，美国进口商抢进口主要集中于去年四季度和今年一季度，二季度以来显著下滑。4 月以来，中国对美国出口同比与美国自中国进口同比降幅均高达两位数，与此同时，美国总体进口同比增速也由一季度的 25% 以上降至二季度的 0% 左右，意味着中国转口贸易的空间也显著收窄。8 月中国出口同比增长 4.4%，创 3 月以来新低。

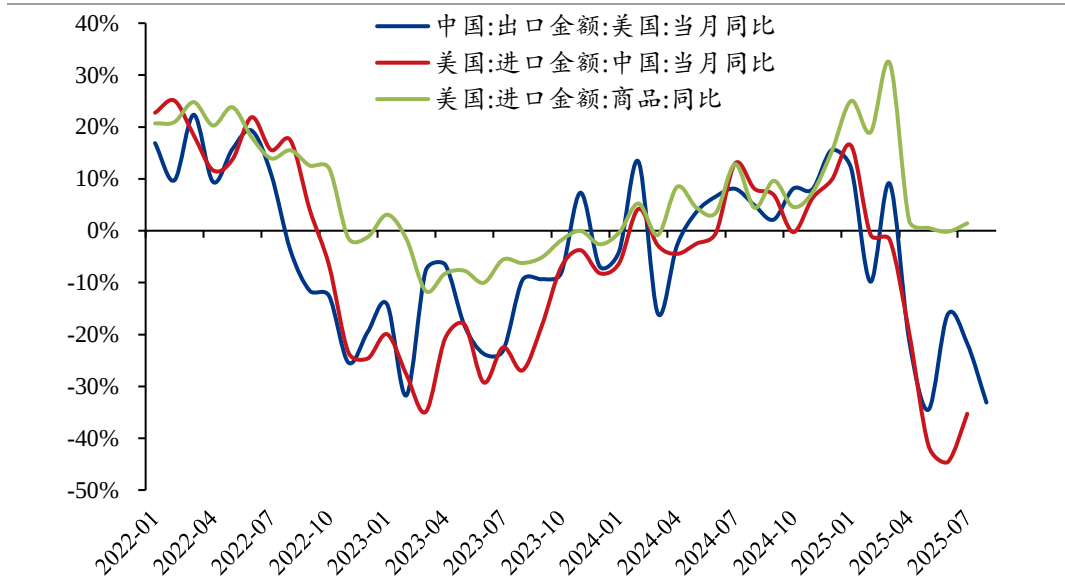
其二，消费方面，消费品以旧换新政策对耐用消费品的提振作用边际递减。8 月通讯器材、家电音像零售额同比分别由 7 月的 14.9%、28.7% 回落至 7.3%、14.3%；8 月商品零售和社零消费同比分别为 3.6% 和 3.4%，显著低于上半年同比的 5.1% 和 5.0%。对耐用消费品的短期刺激大概率是消费节奏的前移而非总量扩大，要从根本上提振消费需要依靠国民收入分配制度改革、社保体系完善、假期制度改革以及优化供给结构（详见《消费要有“钱”亦有“闲”：优化假期制度的必要性与建议》《让养老更有“底”，让消费更有“力”——完善基本养老保险的四个建议》）。

其三，投资方面，一是房价和销售持续下行影响房企投资能力和意愿，房地产投资下行拖累投资。8 月商品房销售面积、销售额、房地产投资同比分别为 -10.6%、-14.0% 和 -19.5%，房地产市场低迷导致房企回笼资金缓慢，拿地的能力意愿偏低，拖累投资。二是制造业设备更新空间收窄，2024 年以来制造业投资在设备更新支撑下已维持了一年半左右的高增速，终端消费需求不振以及外需后续可能受到的冲击，将导致制造业投资回落至正常水平。1-8 月制造业投资累计同比由上半年的 7.5% 降至 5.1%。三是“反内卷”政策有利于改善供需失衡问题，但客观上部分行业推进产能去化，也就是相关行业投资放缓，1-8 月电气机械和器材制造业（包含光伏和锂电池等细分行业）投资累计同比为 -8.8%。四是地方财政紧平衡制约基建投资，地方政府面临财政收入减少、支出责任增大、化解地方债务等压力，进行基建投资的能力下降，1-8 月地方财政主导的道路运输业和公共设施管理业投资累计同比分别为 -3.3% 和 -1.1%。

但当前经济也呈现出一些积极因素：一是 8 月核心 CPI 同比 0.9%，连续 4 个月回升，反映出供求关系逐步改善，有利于企业盈利好转；二是股市持续上涨，有利于提振市场信心，并产生财富效应，促进居民消费。



图表1：美国去年四季度和今年一季度大幅抢进口，二季度明显回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）下阶段压力增大，四季度经济增速或回落至 5% 以下

下阶段外部环境不稳定不确定因素较多，我国经济运行仍面临不少风险挑战。要正视经济增长面临的不利因素。

外部来看，关税和美联储暂停降息风险仍存。一是四季度中美贸易谈判结果存在不确定性，特朗普当前试图逼迫盟友对华加征关税，同时前期抢出口和抢转口的透支效应进一步显现，且去年四季度出口基数抬升，今年四季度中国出口增速或面临下行压力。

二是美国通胀形势或扰动美联储降息步伐。当前市场已对 9 月美联储重启降息进行了充分定价，美联储也认为就业下行风险大于通胀上行风险。但是，当前美联储认为加征关税对美国通胀的影响是“一次性”的，有可能重蹈疫情后对通胀判断失误的覆辙，当时美联储认为通胀上升是“暂时性”的，从而导致加息滞后。如果加征关税对美国通胀的影响超预期，导致美国出现“二次通胀”，美联储将再度暂停降息，对全球经济和资本市场形成不利冲击。

内部来看，一是去年四季度社零消费和广义基建投资受政策拉动，基数显著走高，对今年同期增速形成压力。

二是房地产价格仍然有下行压力，压制居民消费、房地产投资、地方财政收入以及基建投资的能力。未来看房地产价格下行可能有四大驱动力：一是房企降价自救，面对紧张的现金流和沉重的债务压力，房地产企业采取降价促销策略以求快速回款，新房价格的下调直接带动了周边二手房市场的价格预期。二是非正常抛售冲击市场，部分陷入困境的企业或居民抛售持有的房产，甚至形成司法拍卖房。这类房产的成交价格通常远低于市场正常水平，对周边二手房市场造成了价格下行压力。三是市场信心不足导致供给增加，房价下行趋势进一步削弱了市场信心，导致部分业主将原本闲置或用于出租的二手房挂牌出售，这在需求疲软的背景下进一步加剧了市场的供需失衡状态。四是产品结构升级的挤出效应，为满足人民群众对美好生活向往而推出的高品质“好房子”项目，虽然是行业转型升级的正确方向，但在客观上也对存量巨大的普通商品房的需求和价格造成了冲击，购房者对于存量房的态度是降价或者“等待买好房子”。（详见《房地产调



整到了什么阶段？对经济的影响有多大？》《对当前及下阶段房地产形势的研判及建议》）

三是当前地方政府化债压力依然较大，地方政府发展经济的能力和积极性仍然受到一定影响。

四是部分政策存在退坡问题，例如消费品以旧换新政策，上半年中央下发资金 1620 亿元，下半年下发资金为 1380 亿元，同时由于地方财政紧平衡，地方的补贴力度也有所减弱；基建投资方面，财政靠前发力，加快形成实物工作量，也会导致下半年尤其是四季度资金和新建项目紧张。

五是尽管股市上涨有助于形成财富效应，提振居民消费，但房地产市场持续低迷，又对消费和投资形成拖累。

二、如何理解当前“股市热”与“经济稳”之间的背离？

7 月以来，A 股市场持续走强，上证指数成功突破去年 10 月以来形成的 3100-3400 点左右的震荡区间，一路涨至 3800 点以上，创近十年来新高。7 月 1 日至 9 月 15 日，上证指数、创业板指、科创 50 指数分别上涨 12.1%、42.4%和 33.6%。

然而，同期生产、消费、投资等主要经济指标增速却呈现放缓态势。6-8 月，规模以上工业增加值当月同比分别为 6.8%、5.7%和 5.2%，社会消费品零售总额当月同比分别为 4.8%、3.7%和 3.4%，固定资产投资完成额累计同比分别为 2.8%、1.6%和 0.5%。

股市表现与经济基本面之间的背离，还体现在行业层面。例如，当前房地产市场的调整仍在持续，房价在一季度初步止跌之后再度下行。5 月以来，房地产销售、投资同比持续负增长，一线城市新房、二手房价格环比再度回落，房价尚未实现止跌回稳。但地产股却表现强劲，7 月 1 日至 9 月 15 日，Wind 房地产行业指数上涨了 17%。

（一）当前 A 股牛市主要受估值驱动，海外风险缓释与国内叙事重构激发市场风险偏好

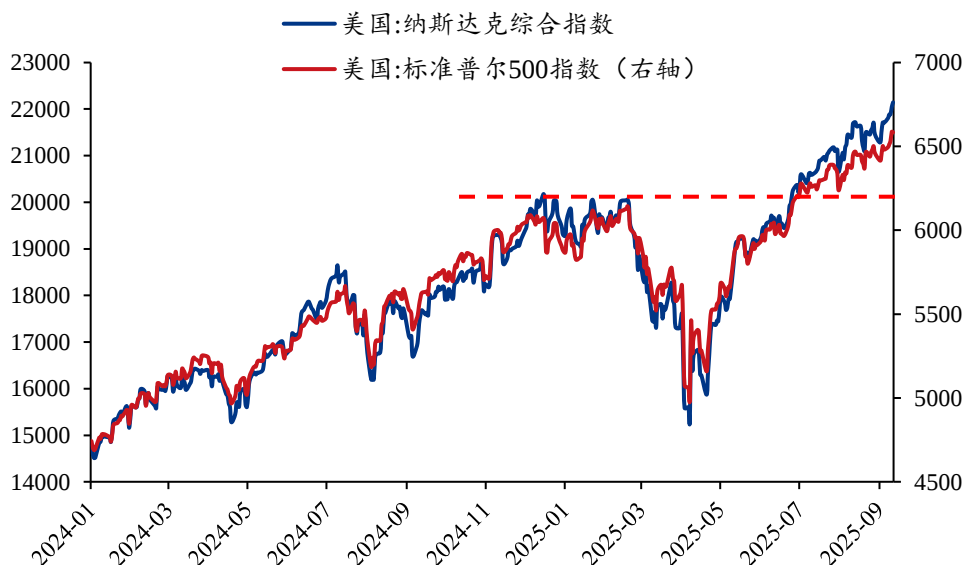
股价表现取决于两股力量：企业盈利（每股收益）和市场估值（市盈率）。当前“股市热”与“经济稳”之间出现背离，直接原因是本轮牛市主要受估值驱动，而非盈利驱动。估值上涨又源于市场风险偏好回升，既有海外风险缓释，也有国内叙事重构。

外部来看，特朗普极端关税政策和美联储货币紧缩风险缓释。2 月以来，特朗普关税战对全球资本市场造成严重冲击，但随着关税战多次阶段性缓和，市场对其逐步“脱敏”，甚至开启“TACO 交易”（Trump Always Chickens Out，特朗普总是临阵退缩）。纳斯达克指数和标普 500 指数于 6 月底 7 月初收复关税战以来的跌幅，并持续上涨。此外，随着美国劳动力市场持续走弱，美联储认为就业下行风险大于通胀上行风险，市场预期美联储将于 9 月重启降息进程，全球流动性趋于宽松，不仅利好美股，也利好新兴市场。

内部来看，人工智能、“反内卷”等题材或热点叠加积累并演变为乐观叙事，引发居民存款搬家，形成正向循环。中国在人工智能、机器人等高科技领域跻身全球前列，形成新兴产业高速发展和科技自立自强的乐观叙事；“反内卷”有助于改善供需失衡问题，形成行业和企业盈利修复的乐观叙事。同时，我国通过创设稳市货币政策工具、推动中长期资金入市等，增强了资本市场的内在稳定性。乐观叙事驱动市场风险偏好上升，增量资金入市，股价上升，股市成交活跃。在房价持续低迷、存款利率下降的背景下，股市上涨对居民资产配置吸引力大幅上升，居民存款搬家进一步推动股价走高。

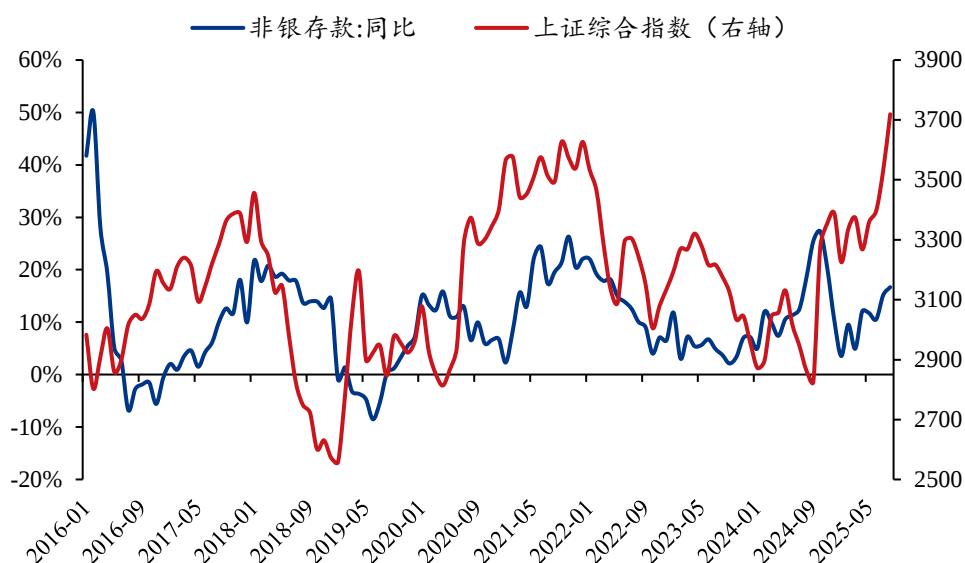


图表2：美国股市于6月底7月初收复关税战导致的跌幅



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表3：居民存款搬家与A股表现



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）股市持续上涨离不开经济基本面的有效改善

股价短期内可以脱离经济基本面实现率先上涨，但持续上涨需要经济基本面的有效改善作为支撑，盈利改善才是股市长牛的根本动力。

当前上证指数的滚动市盈率已接近 2016 年以来的区间上沿，估值继续上升面临一定的压力和风险。一方面要加大宏观政策力度，促进经济回升向好，以盈利改善来消化前期的估值抬升；另一方面要完善资本市场制度，促进 A 股平稳健康运行，防止大起大落。



图表4：当前上证指数市盈率已接近 2016 年以来的区间上沿



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、政策建议：加大宏观政策和改革力度，重点是稳定房地产市场和提振居民消费

（一）宏观政策加码发力，激发地方政府积极性，稳定房地产市场

一是靠前使用化债额度，同时进一步提高地方政府债务限额，激发地方政府发展经济的能力和积极性。根据地方化债需要，靠前化债而非平均用力。可考虑将“6 万亿分三年、4 万亿分五年”的化债方案调整为根据地方债务形势和压力将额度一次性给到地方。继续提高化债额度，置换“未充分上报”的隐性债务。根据调研，部分银行、信托公司反映其客户即部分国企未被纳入平台监管但其业务性质与平台一致，即仍可能有部分隐性债务在上报之外。

二是探索在中央层面设立“房地产稳定基金”。先期规模可在 2 万亿元左右，专项用于“保交房”和收购部分房企持有的存量闲置土地。

三是高度重视并有效化解房地产企业的流动性风险。积极鼓励和支持行业内的优质房企吸收整合困难房企的项目与资产。通过设立专项并购贷款、优化融资“白名单”制度等，为市场化的并购重组提供充足的信贷支持和便利。

四是进一步实质性放宽北京、上海、深圳等一线城市的住房限购等限制性举措，释放被压抑的真实需求。

五是继续引导 5 年期以上 LPR 下行，进一步降低居民房贷利率，并削减购房交易环节的各项税费成本。

六是建立居民房贷弹性处理机制，防范社会风险。对于因经济环境变化而暂时出现个人房贷月供逾期的居民，建议金融机构在审慎评估的基础上，建立规范化的申请与审批流程，适度予以展期或制定灵活的还款计划，防止个人信用风险演变为社会稳定风险。



（二）通过改革解决居民消费能力和意愿等问题，大力提振消费

一是优化国民收入分配制度，鼓励企业部门让利居民部门，提高居民部门收入整体占比，提升消费能力。其一，鼓励企业提高员工工资。其二，以国有企业为抓手，推动“国资-财政-社保”联动改革，加大国资收益上缴财政的力度，专项用于提高城乡居民养老金待遇至农村低保水平。其三，以上市公司为抓手，鼓励上市公司增加分红、实施股权激励，增加居民财产性收入。

二是优化假期制度，提高居民闲暇时间，鼓励居民利用闲暇时间进行旅游、运动、教育培训等服务消费。其一，通过在下半年增设七夕节、重阳节假期，推动公共假期分布均衡化，完善公共假期制度。其二，逐步取消调休；短期可以实施：公共假期在周一和周五，自动与周末连休，不调休；公共假期在周二、周四时，增加周一和周五为假期；公共假期在周三，不调休。

三是完善社会保障和公共服务体系，打消居民消费的后顾之忧，提高消费意愿。建立生育友好型社会支持体系，同时扩大教育、医疗、养老等基本公共服务供给，减轻居民刚性支出压力。如前所述，推动“国资-财政-社保”联动改革，加大国资收益上缴财政的力度，专项用于提高城乡居民养老金待遇至农村低保水平。

四是深化服务业准入制度改革，大力发展家政、养老、医疗等服务业，实施负面清单管理，降低市场准入门槛，鼓励民企进入并积极推动市场化经营。针对健康服务、文化旅游、家政托育养老等，加快培育新型服务消费业态。如在文旅方面，推动景区 IP 化、主题化、沉浸式改造，支持开发研学游、体验游等特色产品。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司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。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com