



宏观专题研究报告

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

“水牛”之后：把握转型中的确定性

8月A股的上涨源于三重因素叠加——全球流动性水牛,长期系统性风险的化解,以及重要节日和会议的情绪催化剂。9月初A股一度小幅调整,可能是资金对时点的短期表达,然而A股的第三轮重估——一辆由基本面主导的“慢车”,已经渐行渐近。对此,我们三个建议和三个方向:

首先,对于已经入场的投资者,无需急于离场,因为当前市场的上涨得益于全球流动性泛滥、国内长期估值修复以及短期催化剂的共同作用,监管的呵护态度和充裕的内外资金为市场提供了坚实支撑。

其次,对于尚未入场的投资者,建议保持耐心,等待更佳入场时机。尽管市场已在修复,但未来将更依赖经济基本面的持续改善,这需要时间来完成。

最后,面对市场可能出现的下跌,不必恐慌,因为系统性风险正在逐步化解,市场底部在抬升,且长期资金正在入场。

在具体的投资方向上,建议配置三类资产:1)高股息资产、实物资产和黄金,以应对全球滞胀带来的不确定性;2)科技板块,以捕捉突破经济停滞的希望;3)中国转型中独有的结构性机会,特别是那些在出海、产业升级和下沉消费领域具备独特竞争力的优质企业。

风险提示

1)公开数据存在滞后性;2)国内外局势与资本市场政策出现超预期变化。



八月 A 股市场展现出的强劲势头令人印象深刻，九月伊始 A 股资金面一度降温，我们在前期报告《A 股：当长期估值修复遇到新一轮全球水牛》中提出，前期 A 股的上涨主要源于三重因素叠加——全球流动性水牛，长期系统性风险化解，以及重要时点的情绪催化剂。水牛之后，一辆由基本面重估主导的 A 股“慢车”，正在渐行渐近。

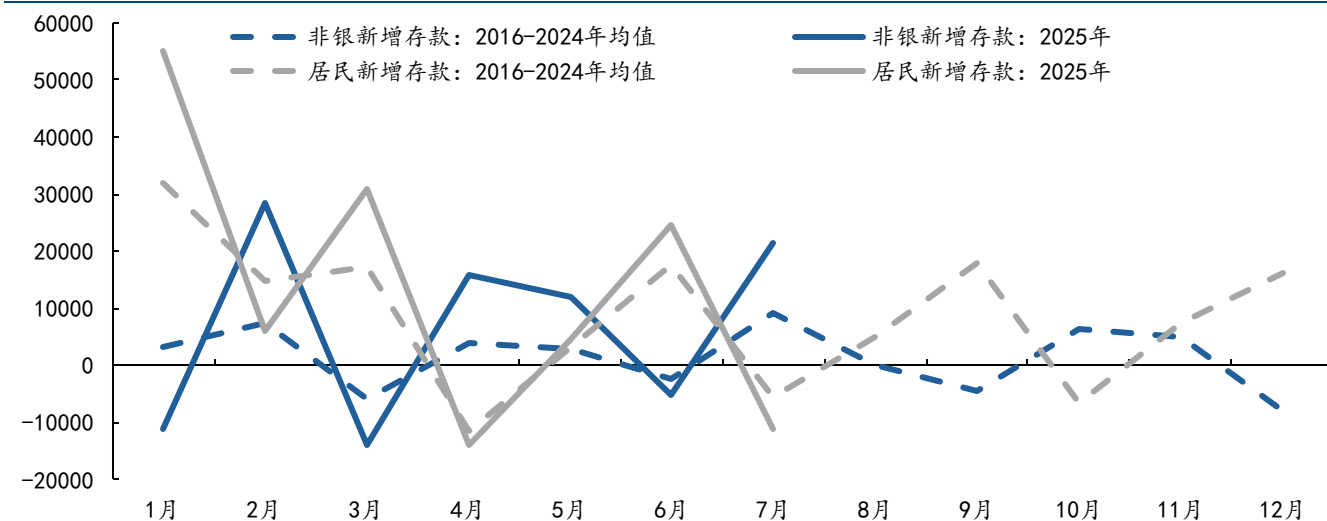
如何搭上“慢车”？我们为投资者提供三个建议和三个方向。

建议一：已在车上，不必急于下车

身处市场之中不必急于离场，因为无论是国内还是国外的资金，当前看都还有持续流入的潜力。

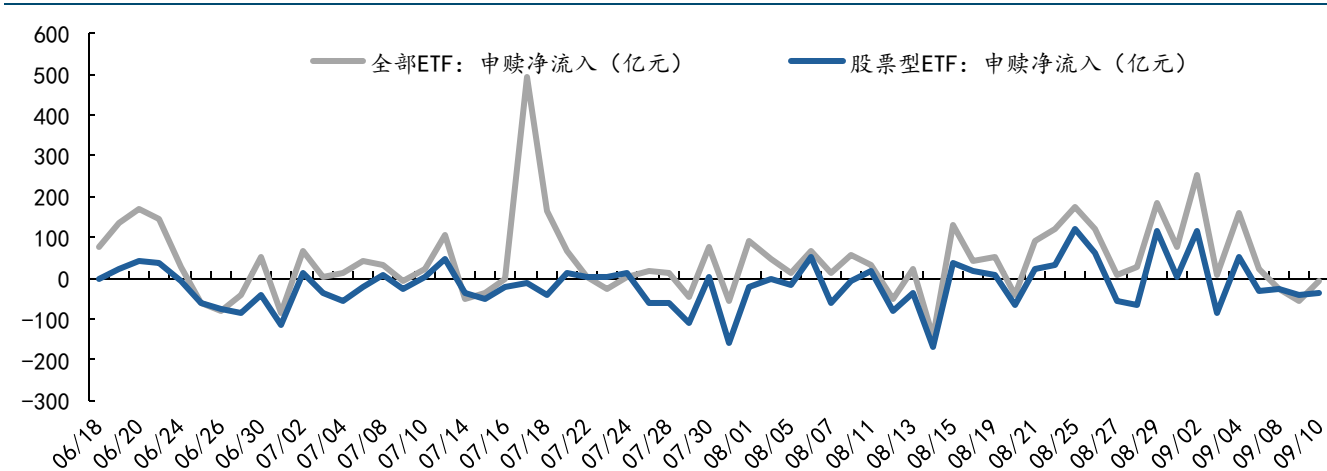
国内资金，目前受关注的是居民存款是否会大规模“搬家”。从存量看，A 股总市值刚突破 100 万亿，而居民存款高达 160-170 万亿，存款与市值的比率高达 1.7，处于历史偏高水平。居民手中仍有大量资金有待配置。从流量上看，尽管 7 月份金融数据显示居民存款有所减少，但主要是 6 月季末银行存款冲量之后，存款回流理财产品，计入非银金融机构存款所致。目前为止，居民存款并未直接大规模进入股市，居民入市的增量资金主要是从固收类、低风险理财、债券基金流向了机构为主的权益投资渠道，例如被动型 ETF、私募量化¹，以及主动权益类基金。还有部分增量资金是高净值散户通过加杠杆（两融）的方式入市。与去年 10 月“全民谈股”的热潮相比，新散户大规模涌入的现象并未出现，资金入市仍在平稳进行中。

图表 1：7 月居民存款季节性减少，非银机构存款季节性增加



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：全市场 ETF 净流入额、股票型 ETF 净流入额（亿元）

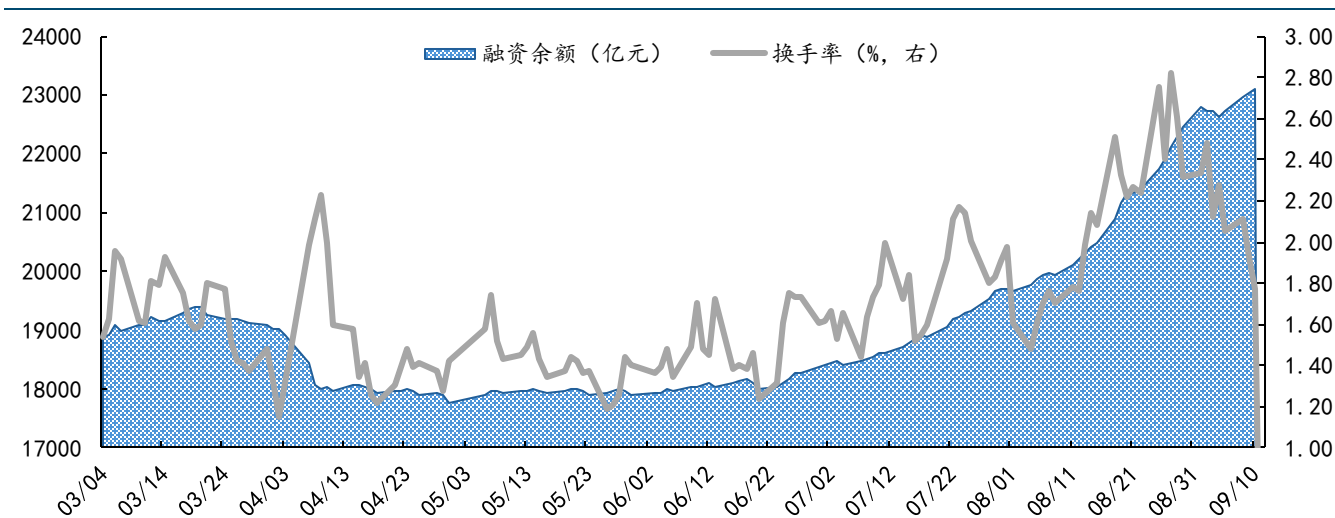


来源：Wind，国金证券研究所

¹ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1842384706804207488&wfr=spider&for=pc>

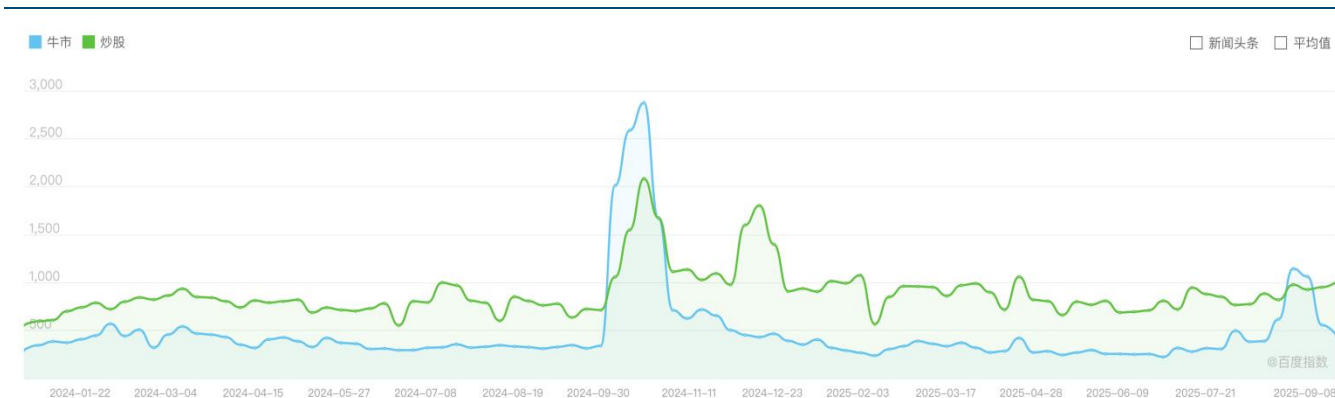


图表 3: A股融资余额(亿元)、换手率(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 百度搜索指数“牛市、炒股”词条热度不及去年 10 月

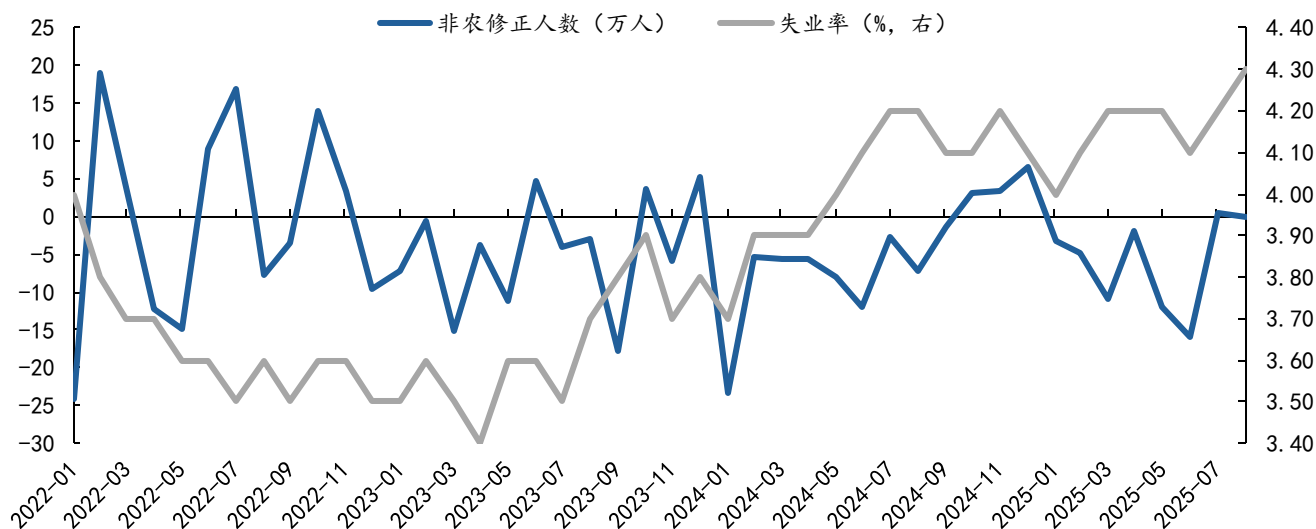


来源: 百度指数, 国金证券研究所

外部资金与美元流动性相关, 美国过去 4 个月平均不到 3 万的非农数据和年度下修 91 万让 9 月份降息板上钉钉, 今年降息次数也有望达到超预期的 3 至 4 次。同时, 随着政治博弈的加剧, 美联储的独立性受到挑战, 鲍威尔为了“政治安全”可能会选择更大幅度的宽松政策来向特朗普表达忠诚, 这无疑将使全球美元流动性变得更加泛滥。在全球市场都有泡沫的背景下, A 股的估值和风险溢价仍处于合理区间, 外部资金的持续流入将为 A 股提供额外的上涨动能。



图表 5：美国非农就业人数连续大幅下修，失业率走高



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：联邦期货已完全定价 9 月降息，甚至开始定价年内将降息 75bp 以上

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/9/17						0.0%	0.0%	0.0%	8.0%	92.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	72.6%	21.2%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	64.1%	27.8%	2.7%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	34.6%	46.0%	15.3%	1.4%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	20.8%	41.1%	28.6%	7.4%	0.6%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	8.7%	28.4%	36.4%	20.7%	4.9%	0.4%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.4%	5.8%	21.5%	33.6%	26.2%	10.4%	1.9%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.1%	1.4%	8.7%	23.7%	32.3%	23.4%	8.9%	1.6%	0.1%
2026/9/16	0.0%	0.9%	5.9%	17.9%	29.0%	26.8%	14.4%	4.4%	0.7%	0.0%
2026/10/28	0.1%	1.1%	6.4%	18.4%	28.9%	26.2%	14.0%	4.2%	0.7%	0.0%
2026/12/9	0.2%	1.9%	8.3%	20.0%	28.5%	24.3%	12.5%	3.7%	0.6%	0.0%

来源：CME Group，国金证券研究所

近期，彭博报道称监管层将对市场进行“降温”²，但这些信号早前已在公开场合有所透露，比如 8 月 29 日的证监会“十五五”资本市场规划专家学者座谈会上，监管明确提出希望能“积极倡导长期投资、价值投资、理性投资理念”³。近期各地官方自媒体纷纷转发一篇《外资金融机构：当前中国股市估值合理 投资者对后市普遍乐观》的文章，也表明了对市场的呵护态度。即将于 10 月召开的“四中全会”将审议“十五五规划”建议⁴，一些行业远景规划也将逐渐清晰，这也为市场提供主题投资机会。

综合来看，监管层呵护市场良性发展长期主义，居民存款仍有巨大的“搬家”潜力，外部资金的宽松趋势也超出预期。因此，当前不应过早离场，市场不缺乏热门主题轮番上涨的驱动力。

² <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-09-04/china-weighs-curbs-on-stock-speculation-to-foster-steady-gains>

³ https://finance.cnr.cn/ycbd/20250829/t20250829_527345606.shtml

⁴ <http://www.jszsb.gov.cn/col10/90488.html>



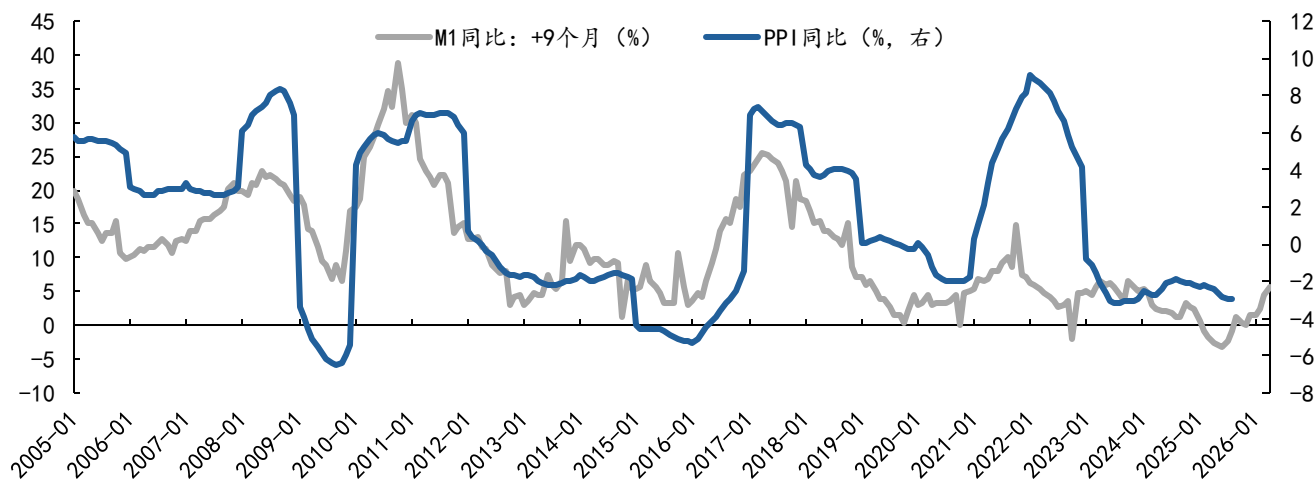
建议二：如果没有上车，耐心等待

对于还没有入场的投资者，建议是不着急。当前市场与 2015 年的相似之处在于：经济基本面暂时没有明显好转，但价格库存利润等指标已经开始磨底，市场不再因为经济而产生额外担忧，风险边际收敛的同时，流动性宽松和主题概念的活跃，推动了市场的快速上涨。现在的“人工智能+”和“互联网+”与当年的情况有相似之处。活跃的市场吸引了短期和长期资金的流入，但投资者最终还是关注到基本面正在改善的迹象，从而形成了一个良性循环。2016-2017 年，房地产销售和基建投资推动经济增速回升、通胀反弹、企业补库存。A 股当时也出现了“基本面牛市”，消费升级的概念向外扩散、外资流入改变资金审美、价值投资观念普及、核心资产价格持续上涨（如“茅指数”）。

如果将当前类比 15 年早期，那么明后年可能像 16、17 年一样，迎来一个由基本面改善驱动的更加扎实持久的行情。未来一两年，基本面有可能出现价格、利润、库存的改善，但驱动因素和上涨斜率也会与 2016-17 年不同，当时驱动周期的房地产、土地财政、金融杠杆模式都已发生了根本性变化。

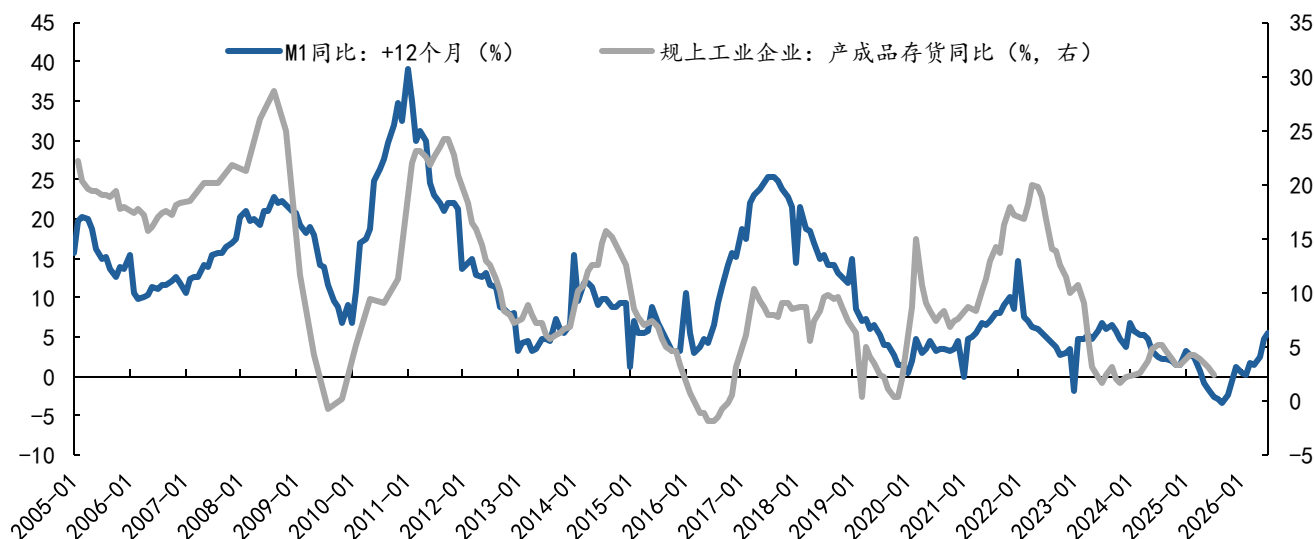
从企业现金流来看，**M1（狭义货币供应量）**增速从去年 8 月开始持续回升，至今已有一年时间。M1 和 M2 之间的剪刀差也从去年 9 月的 10.1% 收窄到今年 7 月的 3.2%，这表明存款正在逐渐“活化”。虽然活化不一定是因为企业有新的投资需求，也可能来自债务清理等因素，但历史经验表明，M1 的反弹通常会领先企业盈利反弹半年到一年。目前企业盈利正处于磨底阶段，如果明年 PPI 持续反弹，并最终将传导到企业利润上，这对于明后年的市场至关重要。

图表 7：M1 同比领先 PPI 同比九个月左右 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：M1 同比领先工业品库存周期一年左右 (%)



来源：Wind，国金证券研究所



图表 9: M1 同比领先企业盈利半年到一年左右 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 2016.03-2017.10 各一级行业涨跌幅 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

从基数角度看，只要环比能保持稳定，明年的名义增速和通胀大概率会回升。例如，从9月开始，PPI 同比回到-3%以内是大概率事件，明年二季度 PPI 甚至有望接近转正。（详见前期报告：《下半年物价展望（2025.07.10）》）同时，中央层面强调“统一大市场”，深化改革、鼓励地方政府因地制宜发展新生产力，“反内卷”政策为未来价格上涨提供了重要的制度背景。

价格的反弹依然需要需求的驱动。与 2008 年和 2018 年面临外部冲击不同，中国的出口在这次全球经济下行中表现出了很强的韧性。这主要得益于产业升级带来的出口竞争力提升。即使直接出口受阻，中国企业也可以通过“走出去”，在海外生产并带动国内机器设备、资本品、原材料和中间品的出口，继续赚取利润，出口维持韧性是未来价格反弹的基础之一。（详见前期报告：《出口韧性几何（2025.09.09）》）

房地产是绕不开的话题，也是走出低迷通胀状态的关键。目前房地产市场出清节奏正在加速，这是市场自发调整的结果。

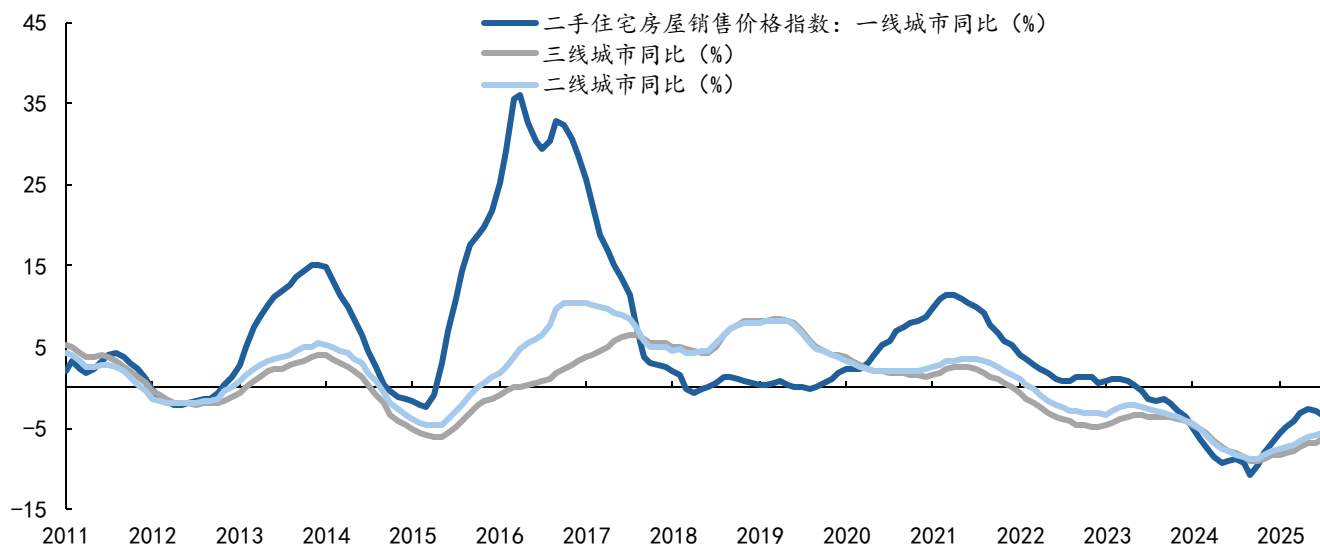


果。房地产首先是消费品，其次才是投资品。当价格足够便宜，价值凸显时，自然会有购买需求。

最近房地产市场的特点是三四线城市跌幅收窄，而一线城市跌幅正在放大。根据官方数据，7月北京的二手房环比跌幅排在全国首位，这与过去上行时期领涨形成了镜像，如同熊市末期强势资产的补跌，预示着市场正在接近见底，当前可能已经是最后一轮调整。

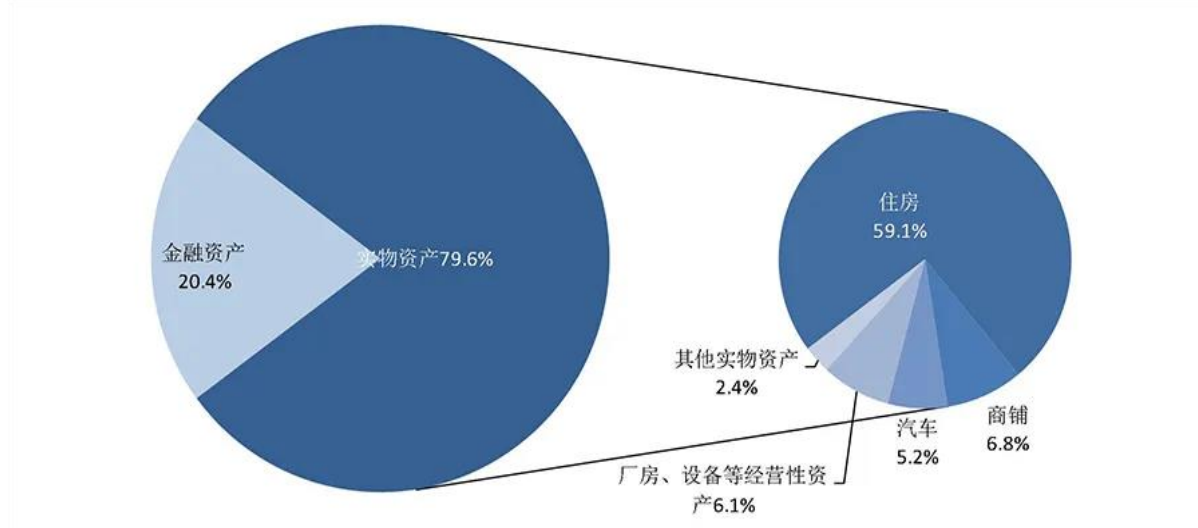
房地产虽然对 GDP 增量的贡献在减弱，但仍然影响着与名义价格相关的企业利润和消费意愿。房地产是中国家庭资产负债表里最重要的资产，2019 年占家庭资产的 74% 左右。房价的企稳不仅能修复居民的消费意愿，也会带动新房销售-开发链条恢复正常，从而影响上游工业品价格。因此，房地产市场的见底是通胀回升的最重要环节，这个过程可能在未来一两年内出现。

图表 11：一、二、三线城市二手住宅销售价格指数同比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

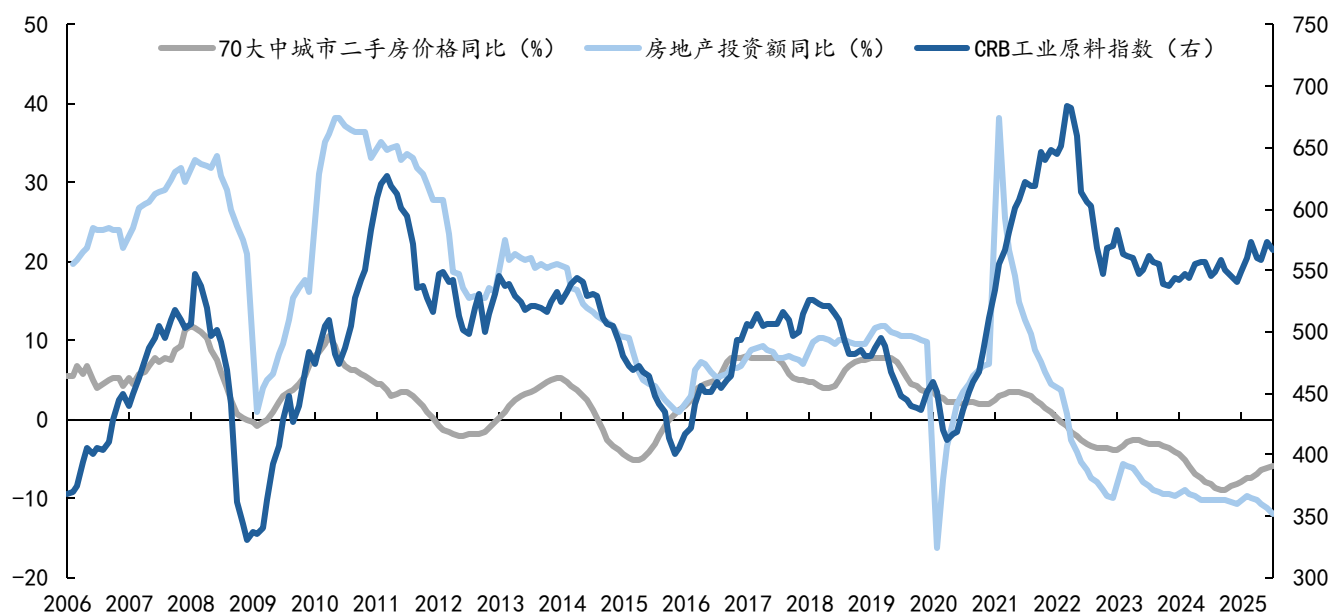
图表 12：2019 年中国居民家庭资产结构 (%)



来源：《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，国金证券研究所



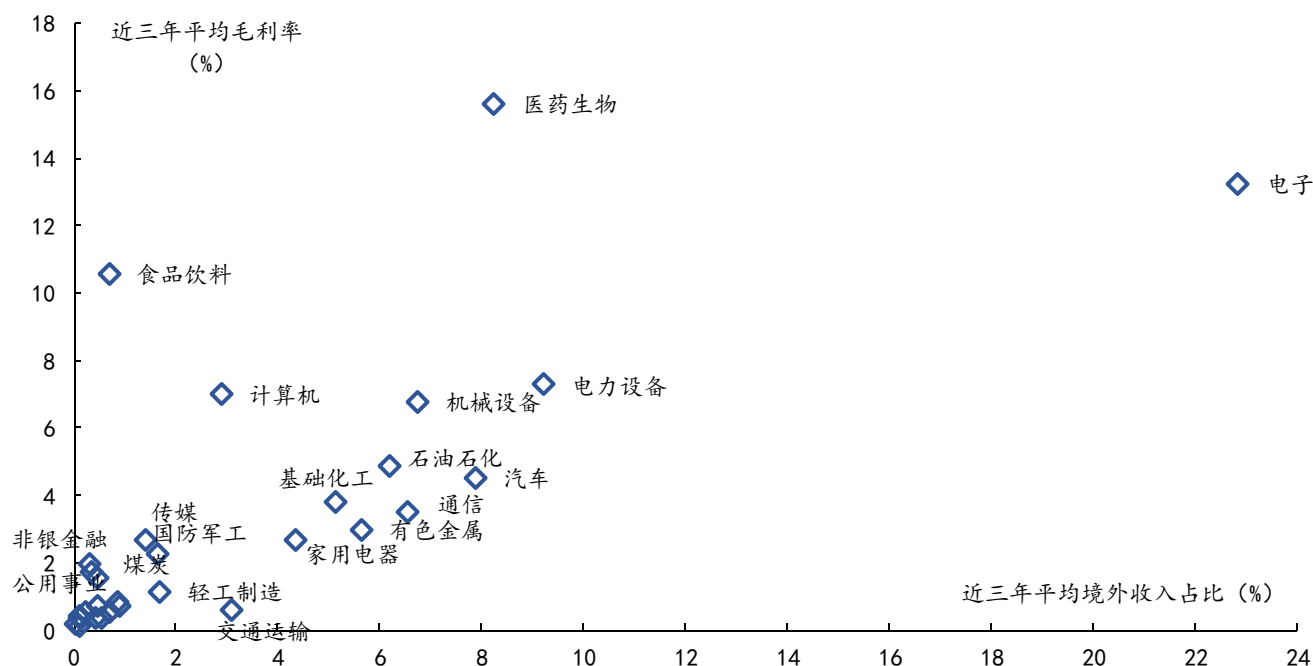
图表 13: “房价-投资-上游大宗价格”的传导链条



来源: Wind, 国金证券研究所

基于以上分析, 明后年市场可能会出现由基本面改善驱动的行。如果不适应当前市场波动大、轮动快, 不妨等一等, 明后年可能有一辆更长、更大的“慢车”向我们缓缓驶来。这辆“慢车”上的“核心资产”, 也不再是十年前由房地产大周期筛选出的优质内需型企业而将是代表中国制造的全球竞争力, 通过“出海”显著提升基本面修复弹性的一批“新核心资产”。

图表 14: A股上市公司境外业务收入占比与毛利率存在正相关 (2022-2024 年均值, 相关性=0.72)



来源: Wind, 国金证券研究所

建议三: 即使下跌, 不必担忧

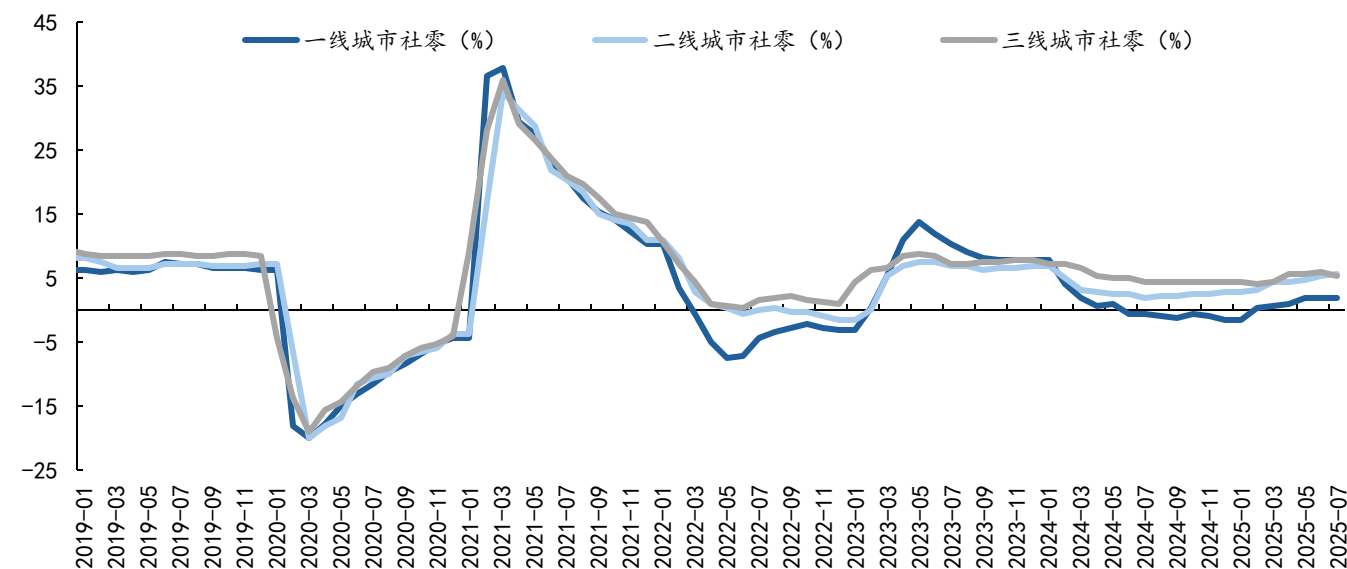
去年 A 股市场曾经历信心危机, 但回头看, 中国经济的系统性风险, 特别是地方政府的财政风险和可能蔓延至金融领



域的风险，也是从那时开始逐渐得到控制。当上述风险逐步缓解后，市场情绪和认知发生了根本性转变，这也是中国资产重估的起点。

近一年，中国企业展现出强大的竞争力，银行体系的反脆弱性也很强，其利润和资产负债表并未受到房地产的显著拖累。同时，中国居民的底层消费也表现出惊人的韧性，特别是在三四线城市及以下地区，消费增长依然维持在5%甚至更高。

图表 15：一、二、三线城市社会消费品零售同比 (%)

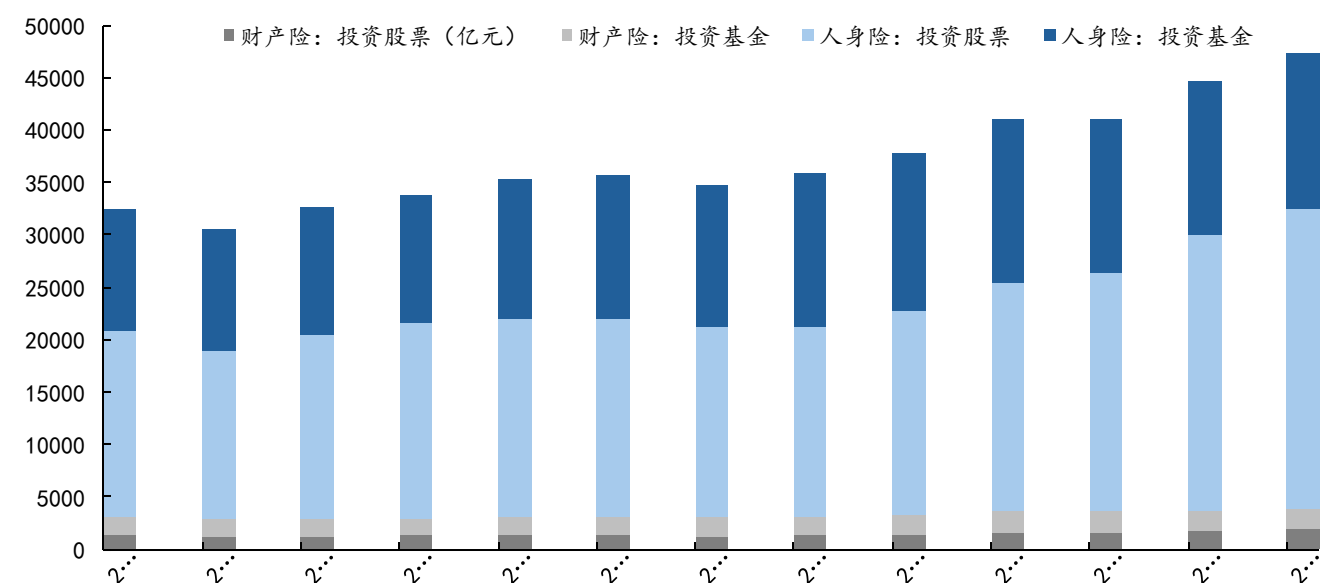


来源：Wind，国金证券研究所

中国在科技、创新药和军工等领域的竞争力并非突然出现，而是长期被市场情绪和“滤镜”所忽视。当“滤镜”消失，才逐渐看清中国经济转型的真相。尽管一些人仍旧留恋过去的辉煌，但转型是可持续发展的必经之路。

市场的估值正随着基本面的改善而不断修复，底部也在持续抬升。每一次下跌，即使是快速上涨后的调整，都会吸引新的资金进入，特别是保险为代表的长线资金。对于这些中长期资金而言，仍有巨大的配置空间，每一次深度的下跌都是建仓的机会。长期稳定资金持续为市场托底，消除了市场的恐慌和悲观。

图表 16：保险资金持续加仓权益类资产 (亿元)



来源：Wind，国金证券研究所



尽管市场前景向好，但我们无需过度兴奋，一个成熟稳定的市场需要时间的沉淀，由一代又一代投资者塑造出来，就像人类的基因组，人类进化所经历无数次的考验被写入 DNA 中。

推荐三个配置方向

当今的中国是一个与全球经济紧密相连的大国，因此在做任何判断时，都必须同时考虑全球宏观背景和中国自身的转型事实。在全球范围内，欧洲、日本和美国等主要经济体普遍面临增长乏力、通胀预期高企以及长端利率难以下降的挑战，滞胀似乎已成为全球共有的底色。然而中国在持续推进改革、提高生产和分配效率，使得中国的滞胀表现并不明显。与其他国家“以通胀换增长，以增长换选票”的路径不同，中国在分配方面付出了更多努力，虽然一定程度上抑制了名义经济增速，但造就了公平分配和社会稳定的独有优势。

在全球宏观背景和中国转型特色的前提之下，我们将资产配置分为三部分：第一部分负责跑赢全球的胀，第二部分负责跑赢全球的滞，第三部分负责体现中国经济转型创造的独特机会。

配置一：在滞胀中寻找确定性——高股息、实物资产、黄金

在滞胀背景下，投资的核心在于寻找能够跑赢通胀的资产。跑赢通胀，即是跑赢现金流的贬值。

现金流稳定的资产包括高股息资产、实物资产和黄金：在秩序不稳定的世界中，它们能够提供稳定的现金流，且不受货币贬值和地缘政治风险的影响。

高股息资产是第一类确定性，例如公共事业等高壁垒行业。这些行业格局稳定，新玩家很难进入，下游需求又非常刚性，因此这些公司无需将利润用于再投资，可将稳定的现金流持续回馈给投资者。

黄金和实物资产是天然的确定性。正如古语“乱世买金，盛世买古董”，今天的全球环境下持有高现金流资产是平抑投资组合波动的有效策略，也是最容易实施的策略。无论是人民币还是美元资产，这一策略都同样适用。

银行业具备另一种确定性。在中国，银行国家金融安全的关键防线，即使面临地方政府债务等问题，银行的资产质量依然有保障。对于这一点，外资认知需要时日来培育，但我们的市场始终保持耐心。

配置二：科技——突破滞胀的希望

突破经济停滞，关键在于投资科技。无论是上世纪 80 年代的计算机革命，90 年代的生物医药，还是千禧年的互联网浪潮，全球经济走出滞胀的最终力量往往源于科技突破。甚至上世纪 20、30 年代的科技大爆发，也为后来的经济发展奠定了基础。当前我们面临的挑战是，AI 能否像过去的那些技术一样，通过基础科学的突破，带领全球经济走出滞胀困境。

从投资的角度，要精确找到能引领未来的公司非常困难。技术进步的道路充满不确定性，成功并非只取决于技术本身是否最优秀，还可能源于先发优势、规模效应、成本领先优势等等。因此，与其孤注一掷，不如配置整个科技板块。如此，即便某些投资失败，整个行业的增长也能带来贝塔回报。

目前，中国的科技股仍主要以对未来基本面的预期作为估值依据。中美两国 AI 领域并驾齐驱的竞争态势至关重要，这为中国科技股提供了足够的“叙事空间”，吸引资金流入研发并最终带来创新和突破。

配置三：中国转型中的阿尔法——出海、产业升级和下沉消费

除了应对全球滞胀和投资科技，我们还应关注中国经济转型所带来的独特机会。这些机会集中在三个方面：出海、产业升级和下沉消费。

出海是当前中国企业利润增长的重要驱动力，这类企业通常具备成本优势、技术壁垒和市场份额提升三大特点。以新能源汽车为例，尽管欧洲对中国汽车加征反倾销税，但比亚迪、长城和奇瑞等企业依然表现出色。以比亚迪“元”车型为例，其在本土促销后的起售价已低于 10 万元人民币⁵，但在欧洲的售价却高达 26-27 万元⁶。此类差异不仅存在于汽车行业，更普遍存在于其他出海企业中。通过将营收与海外 CPI 挂钩、成本与国内 PPI 挂钩，这些企业能够实现利润的持续增长。

中国的经济转型还体现在产业升级上，主要通过需求升级和供给优化实现。例如，精细化工行业的需求已从房地产和基建等传统领域转向半导体和新能源等高附加值领域。高纯度化工品曾一度依赖进口，但现在国内企业通过技术突破和规模化生产，既降低了成本，还建立了技术壁垒。同时，行业加速出清带动供给侧优化，叠加国产替代趋势，从科技行业溢出新需求，为化工品相关企业提供了长期升级和利润修复的宝贵机遇。

⁵ <https://www.autohome.com.cn/7538/21891/price.htmls>

⁶ <https://ev-database.org/car/3125/BYD-ATTO-2>



投资下沉消费则是一场高难度的“技术活”，充满了幸存者偏差。在激烈的下沉市场竞争中，企业通过比拼成本来争夺市场份额，最终大多数企业倒下、少数“赢者通吃”，通过低成本占据更高的市场份额，以“量”来弥补“价”的不足，实现利润的反弹。虽然预测最终的幸存者非常困难，但能从中国 14 亿人口市场中脱颖而出的企业，其在全球市场中的竞争力将是巨大的。

A 股市场只有三十年的历史，仍需经历一次又一次的磨练，方能孕育出丰富的自发性波动抵御能力。从去年 7、8 月开始，市场已经发生了质的变化。随着“国九条”等改变市场基因的政策逐步推出和落实，从中长期来看，市场的波动性会逐渐减小，质量会持续提升，这正是中国股市走向成熟的必经之路。

风险提示

- 1) 公开数据存在滞后性，可能对最新市场动态反映不及时；
- 2) 国内外局势与资本市场政策出现超预期变化，或影响敏感类资金流向，并传导至人民币汇率。



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。

任何形式的复制、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：北京市东城区建国门内大街 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