



A 股策略周报 20250914

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）
mouyiling@gjzq.com.cn

分析师：方智勇（执业 S1130525070001）
fangzhiyong@gjzq.com.cn

联系人：季宏坤
jihongkun@gjzq.com.cn

转换的真相

转换不应拘泥于高低，而是逻辑

本周（20250908-20250912）上证指数在周五盘中突破前高，而 TMT 板块并未创下新高，市场已不完全由 AI 产业链所引领。在过去 2 周，围绕着风格是否应该切换展开了很多讨论，也存在很多误区。需要说明的是，我们此前提示的市场大转换，并不应该单纯地理解为从成长风格切向价值风格，或者是板块的高低切，而应该是市场驱动逻辑的切换：宏观基本面与企业盈利的修复将让原本稀缺的景气从单一行业向更多领域扩散。类似的场景其实也曾发生在 2020-2021 年的市场上行趋势中：从医药→食品饮料、消费者服务→新能源+资源和原材料制造→新能源，并不能简单从市场风格或者位置高低去简单定义切换，但是确实有大量新的行业机会出现，原有强势行业也可能有好有坏。从商品来看，需要指出在临近降息时刻，铜、铝开始跑赢黄金。历史上看铜金比、铝金比、油金比与全球制造业 PMI 走势高度正相关，我们此前已经讨论了制造业抬头的迹象，未来伴随着美联储的降息落地，可能会进一步带动制造业活动继续上行，与制造业活动高度相关的铜金比明显落后于当前制造业活动强度，有较大修复空间。

国内走出通缩：前置的信号

资本市场一直担忧的通缩，大部分来自于三个周期性现象：海外商品需求下降而中国供给上升导致的价格下跌；中国制造业内卷带来资本回报下降，而资本外流进一步导致了物价下跌带来的资本回报进一步下降；偿还债务的压力导致经济中存在大量应付账款和工资，导致资金无法活化。但是，以上因素的逆转在今年开始已经陆续开始，本周国内出口、通胀和金融数据悉数公布，显示出了我国对非美出口的增长、中游制造业的利润率改善、资金回流和资金活化的特征。具体而言：（1）从出口来看，整体不及预期主要来自对美出口的拖累，但对非美国家的出口增速仍在提高；从产品结构上看目前资本品好于中间品与消费品，未来需要观测海外降息落地之后会不会带来新的变化；从价格来看，8 月已有部分行业出现了明显改善，这与 6 月出现的出口价格指数转正趋势一致。（2）从通胀数据来看，整体虽然依旧偏弱，但结构上可以看到：PPI-PPIRM 仍在持续扩张，这意味着的是中游制造业的利润率有所修复；而核心 CPI 继续回升，这与出口未结汇金额的回落同步，历史上看出口未结汇金额回落期往往是核心通胀回升期。（3）从金融数据来看，8 月社融的存量同比增速有所放缓，主要受政府债发行规模同比少增的拖累，但是新增人民币贷款已经从历史极端值反弹回正，未来需要观测的是企业信贷能否逐步替代政府债成为新增社融的主要贡献来源；而 M1-M2 同比增速的差值仍在扩张，这表明存款活期化的趋势仍在延续，这可能指示“清偿欠款”活动的进一步推进，内需消费的恢复或许并非“天方夜谭”。

海外：降息幅度预期加大，关注美国制造业与房地产投资对于实物消耗的拉动

本周海外最大的变化在于海外开始押注美联储降息幅度加大的概率大幅抬升。美联储目前对于就业市场的担忧高于对于通胀反弹的担忧。本周美国劳动力市场的数据显示就业下行风险仍在加大：一方面非农年度数据修正超预期下修；另一方面初中数据也达到了近四年以来的高点。而通胀方面 CPI 符合预期、PPI 超预期回落，正是由于通胀数据的温和使得市场更愿意去相信美联储有足够的预防性降息空间带来对经济的托底效果，服务业和制造业的相对强度可能开始切换，而非直接进入衰退区间。在降息方向确认、市场预期幅度加大的背景下，未来市场需要重点关注降息之后对于美国制造业和房地产投资的拉动。对于制造业投资而言，随着商品通胀开始跑赢服务业通胀，名义利率的下行可能会加速实际利率的回落，继续刺激制造业的设备投资活动。此外，此前受到高利率压制的制造业建造支出增速可能也有望在降息之后持续反弹，届时也会带来更多的中间品的需求。对于美国房地产投资而言，历次降息之后都会带来房地产投资的回暖，只不过目前基本面数据存在背离和分歧，需要进一步观测，但至少美股的住宅建筑指数已经开始明显跑赢标普 500，历史上也对应了降息幅度进一步加大的阶段。

主线逻辑的变化才是大转换的原因

市场对于风格转换的讨论过于聚焦高低切的必要性，却鲜有投资者讨论主线逻辑转换对于市场主线板块的影响。我们并不主张用高低、风格去理解这轮切换，而是建议投资者布局全球商品需求回升与中国走出通缩这条逻辑主线：第一，海外降息后制造业活动修复与投资加速，同时叠加中国中游走出内卷的盈利下降：上游资源（铜、铝、油、金）、资本品（锂电、风电设备、工程机械、重卡、光伏）以及原材料（基础化工品、玻纤、造纸、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、旅游及景区等；第三，保险的长期资产端将受益于资本回报见底回升，其次是券商。

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、市场上行的逻辑切换“悄然”进行时.....	3
2、国内基本面的验证：非美出口维持韧性+中游制造利润率的持续修复.....	4
3、海外：年内降息幅度预期加大，关注美国制造业与房地产投资.....	6
4、转换的动力：主线逻辑的变化.....	9
风险提示.....	9

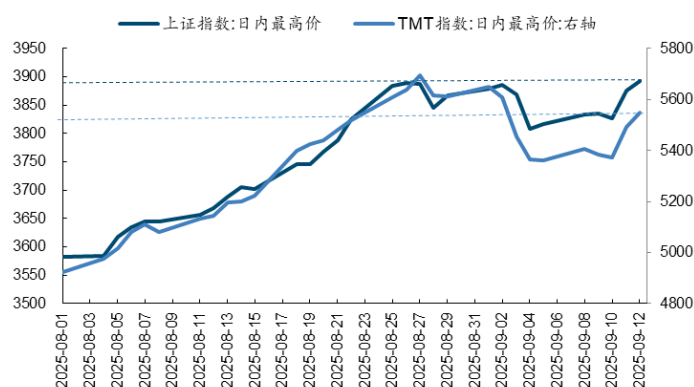
图表目录

图表 1：本周盘中上证指数再创阶段新高，板块并没有.....	3
图表 2：房地产、钢铁和有色等顺周期行业（红色柱子）也开始领涨市场.....	3
图表 3：2020-2021 年市场趋势性上行过程中，经历了三轮重要的逻辑切换，由此带来了不同时期不同的领涨行业.....	3
图表 4：本周铜、铝开始重新跑赢黄金.....	4
图表 5：铜金比、铝金比、油金比与全球制造业 PMI 走势高度正相关.....	4
图表 6：8 月中国出口受美国拖累，对欧盟和东盟的出口增速仍在提高.....	4
图表 7：分主要产品来看，肥料、稀土、高新技术产品和机电产品同比增速排名靠前.....	4
图表 8：稀土、手机、液晶平板显示模组、肥料、钢材和水海产品的价格已有明显改善.....	5
图表 9：8 月食品价格成为 CPI 主要拖累，但核心 CPI 同比延续反弹.....	5
图表 10：历史上看，核心 CPI 的走势与出口商形成对海外资产规模呈现一定的负相关性.....	5
图表 11：PPI-PPIRM 代表的企业利润空间继续修复.....	6
图表 12：M1-M2 仍在扩张，存款活期化仍在延续.....	6
图表 13：结构上，政府债同比少增成为拖累，但新增人民币贷款从负值回正.....	6
图表 14：非农年度数据超预期下修.....	7
图表 15：初中失业金数据达到近四年最高点.....	7
图表 16：美国 CPI 同比温和抬升，PPI 同比超预期下行.....	7
图表 17：美国通胀主要由与关税相关度较高的分项推动.....	7
图表 18：年内降息预期从降 50bp 转为降 75bp.....	7
图表 19：美国商品通胀强于服务通胀时，往往会促进设备投资.....	8
图表 20：受高利率压制的制造业建造支出也有望在降息后持续反弹.....	8
图表 21：历史上降息之后都会带来房地产投资的回暖.....	8
图表 22：目前新屋销售和木材价格与新开工数据背离.....	8
图表 23：2025 年 6 月中旬以来，美国住宅建筑指数开始跑赢标普 500.....	9

1、市场上行的逻辑切换“悄然”进行时

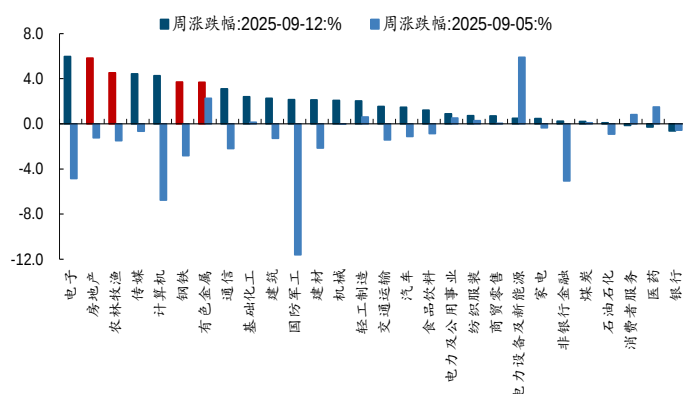
本周（20250908-20250912，下同）上证指数在周五盘中突破前高，但是前期涨幅靠前的TMT板块并未在本周创新高，一方面是因为TMT板块近期的波动明显高于其他板块，此前下跌幅度更多，虽然本周也有所反弹，但不足以回到前高；另一方面，以房地产、钢铁、有色等为代表的顺周期板块涨幅排名开始靠前，也是市场本周反弹的主要贡献来源。所以当前市场呈现出在TMT波动放大的过程中上涨行情向其他板块开始扩散的特征，此前我们所说的市场切换可能已经在进行中。

图表1：本周盘中上证指数再创阶段新高，但TMT板块并没有



来源：wind，国金证券研究所

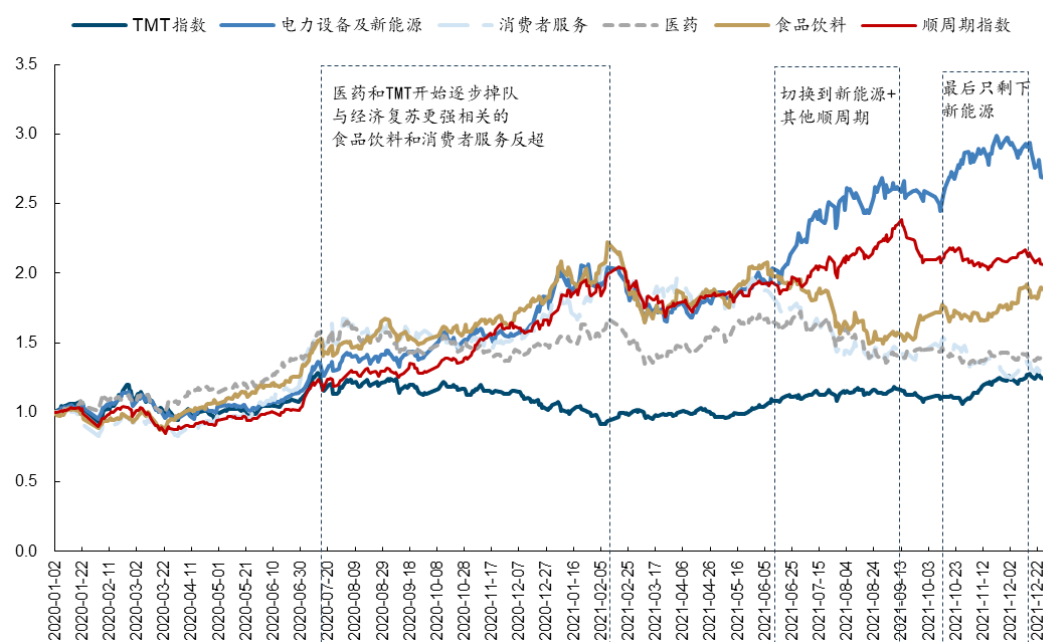
图表2：房地产、钢铁和有色等顺周期行业（红色柱子）也开始领涨市场



来源：wind，国金证券研究所

但值得注意的是，我们所说的切换并非传统认知中的单纯从成长风格切向价值风格，或者是估值和股价的高低切，而是市场上行的逻辑切换：从过去仅关注AI的产业趋势到未来开始更多地关注宏观基本面的修复。类似的场景其实发生在2020-2021年：2020年7月之后前期领涨的医药开始逐步跑不赢与经济复苏更相关的食品饮料和消费者服务，而前期受益于流动性宽松的TMT甚至出现下跌；到了2021年Q3，行情开始扩散到与双碳相关的顺周期资源与制造板块，而新能源开始拉开与其他板块的差距；随着宏观政策调控介入，2021年Q4只剩下具备自身产业趋势逻辑的新能源保持强势。

图表3：2020-2021年市场趋势性上行过程中，经历了三轮重要的逻辑切换，由此带来了不同时期不同的领涨行业



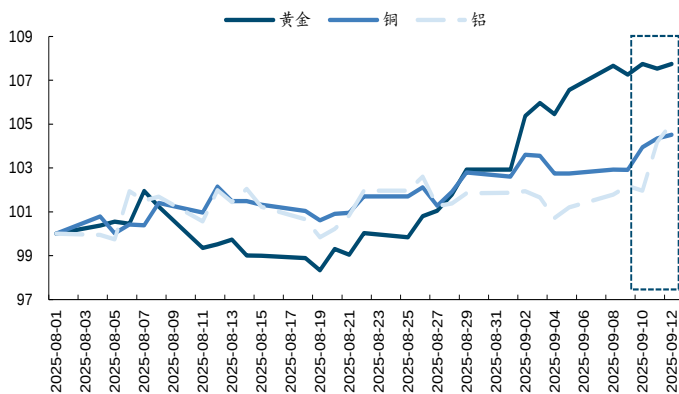
来源：wind，国金证券研究所



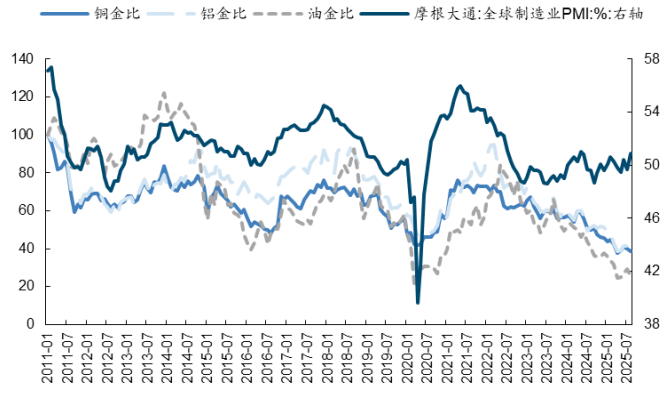
从商品来看，黄金在创了阶段性新高之后开始震荡，而铜、铝开始跑赢黄金。从历史经验来看，铜金比、铝金比、油金比与全球制造业 PMI 走势高度正相关，且目前数值上明显低于同 PMI 水平时期，当前制造业 PMI 已经开始改善，未来伴随着美联储的降息落地，可能会进一步带动制造业活动继续上行，与制造业活动更相关的铜、铝以及原油都有望成为相比于黄金而言更具弹性的选择。

图表4：本周铜、铝开始重新跑赢黄金

图表5：铜金比、铝金比、油金比与全球制造业 PMI 走势高度正相关



来源：wind，国金证券研究所。注：黄金、铜和铝均选取 2025-08-01=100。



来源：wind，国金证券研究所。注：铜金比、铝金比和油金比均选取 2011-01=100。

2、国内基本面的验证：非美出口维持韧性+中游制造利润率的持续修复

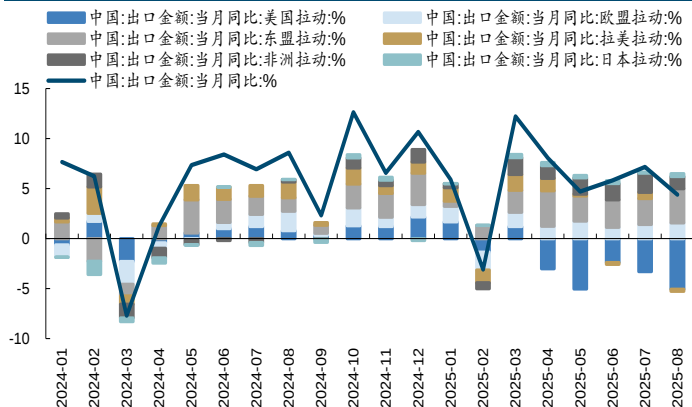
本周国内出口、通胀和金融数据悉数公布，显示出了我国对非美出口的韧性、中游制造业的利润率以及实体经济的活跃度仍在持续修复的趋势。具体而言：

(1) 从出口数据来看，2025 年 8 月出口金额当月同比增速为 4.4%，低于市场的预期值 (5.6%)，并且也低于前值 7.2%，这背后主要还是受到对美出口的拖累，但对欧盟和东盟等非美的出口增速仍在提升，中国出口的结构韧性仍在。

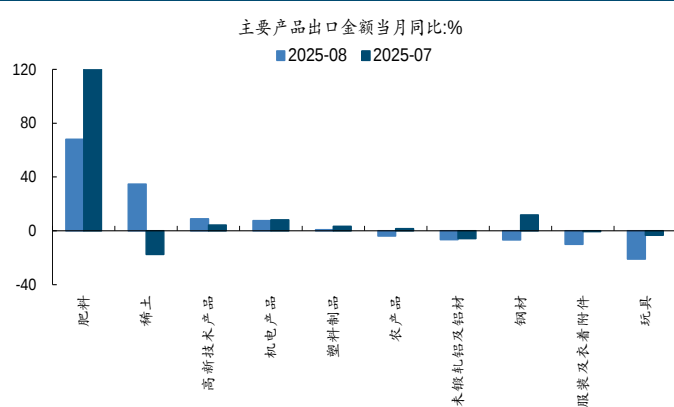
从主要产品来看，肥料、稀土、高新技术产品和机电产品同比增速排名靠前，部分中间品和消费品的出口走弱，后续需要观测的是海外降息落地之后会不会带来新的变化。此外值得注意的是，虽然 7 月的出口价格指数整体出现了回落，但从 8 月的当月价格(金额/量)同比变化来看，稀土、手机、液晶平板显示模组、肥料、钢材和水海产品的价格已有明显改善。

图表6：8 月中国出口受美国拖累，对欧盟和东盟的出口增速仍在提高

图表7：分主要产品来看，肥料、稀土、高新技术产品和机电产品同比增速排名靠前



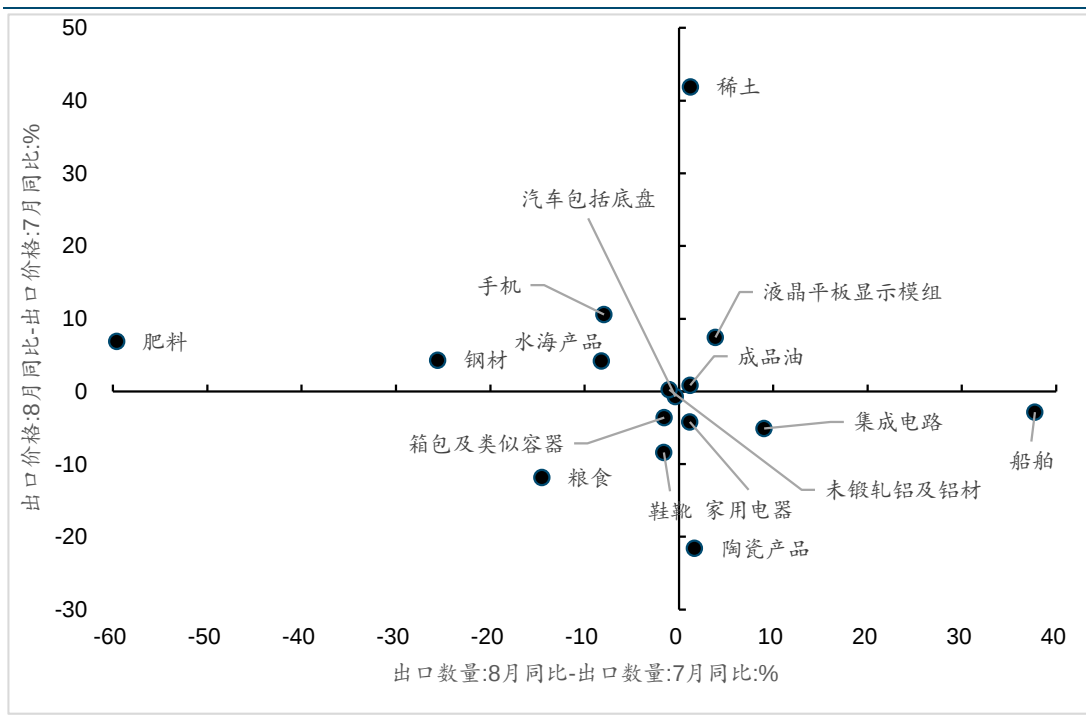
来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所



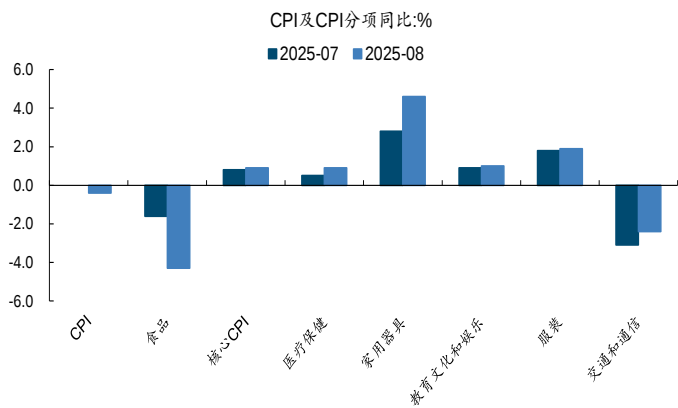
图表8：稀土、手机、液晶平板显示模组、肥料、钢材和水海产品的价格已有明显改善



来源：wind，国金证券研究所

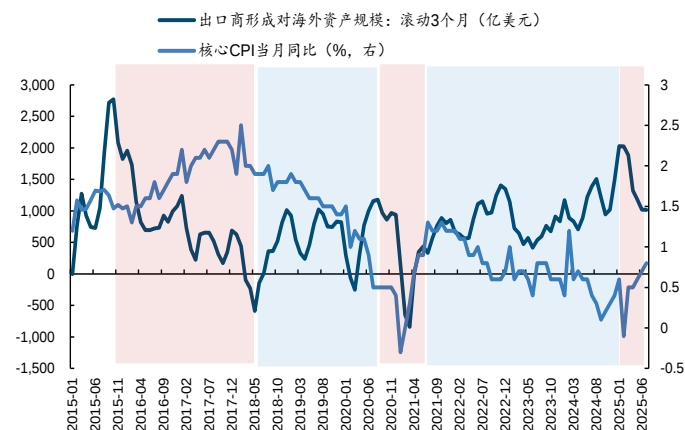
(2) 从通胀数据来看，8月CPI同比-0.4%，低于市场预期（预期-0.2%），主要拖累项仍是食品价格。但核心CPI同比延续了从5月以来的反弹，其中医疗保健、家用器具、教育文化和娱乐以及服装等分项对其贡献较大。历史上看，核心CPI的走势与出口商形成对海外资产规模呈现一定的负相关性，即当出口企业开始将更多的出口收入通过结汇转化为国内金融或实物资产时，国内的物价增速一般都会见底回升，过去3年导致物价下跌的“资本外流”这一因素或在逆转。与此同时，对于工业企业部门而言，在企业自发与行政“反内卷”的持续进行下，由PPI-PPIRM所代表的中游制造业企业的利润空间也在继续修复，这是未来中游制造业需求恢复的重要基础。整体而言当前价格信号出现了一些积极的变化，未来可能会进一步扩散到更多的领域，从而带来预期的改善。

图表9：8月食品价格成为CPI主要拖累，但核心CPI同比延续反弹



来源：wind，国金证券研究所

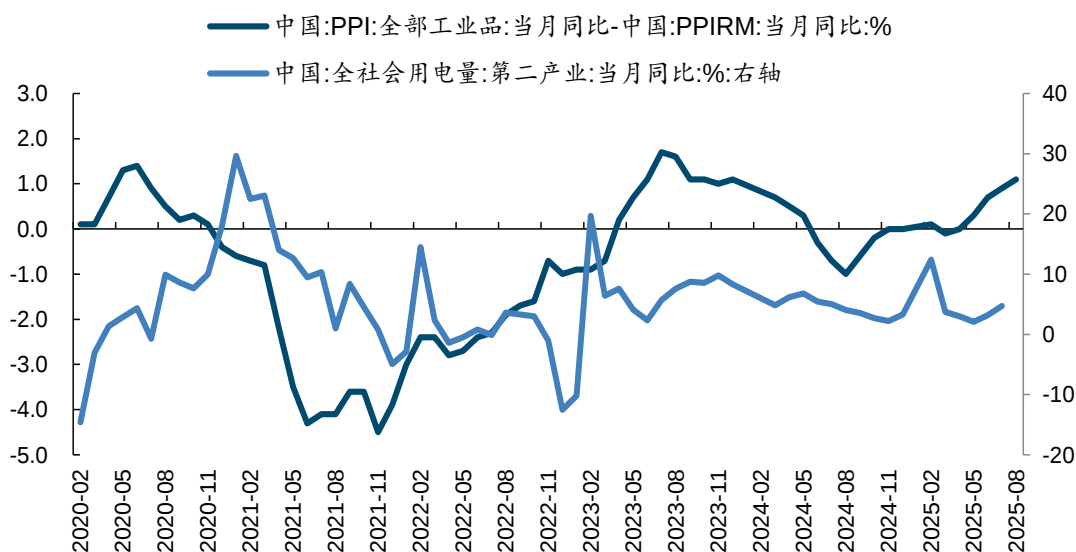
图表10：历史上看，核心CPI的走势与出口商形成对海外资产规模呈现一定的负相关性



来源：wind，国金证券研究所



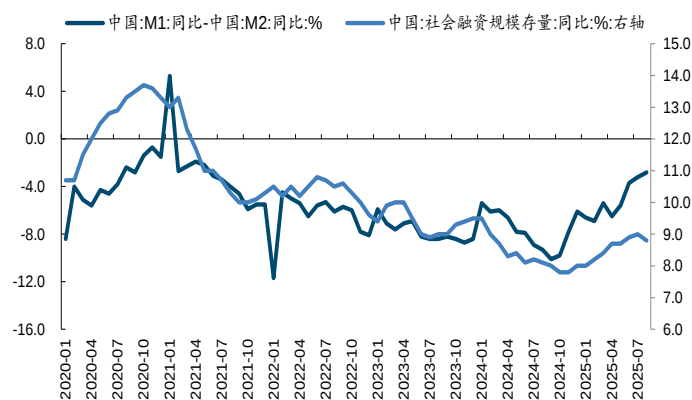
图表11: PPI-PIRM 代表的企业利润空间继续修复



来源: wind, 国金证券研究所

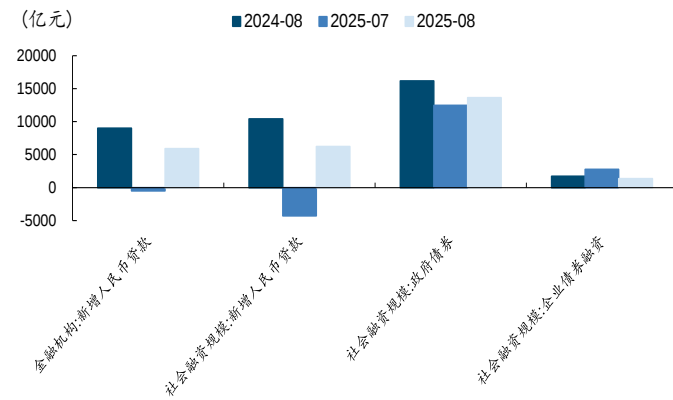
(3) 从金融数据来看, 8 月社融的存量同比增速有所放缓, 主要受政府债发行规模同比少增的拖累, 但是新增人民币贷款已经从历史极端值反弹回正, 未来需要观测的是企业信贷能否逐步替代政府债成为新增社融的主要贡献来源; 而 M1-M2 同比增速的差值仍在扩张, 这表明存款活期化的趋势仍在延续。

图表12: M1-M2 仍在扩张, 存款活期化仍在延续



来源: wind, 国金证券研究所

图表13: 结构上, 政府债同比少增成为拖累, 但新增人民币贷款从负值回正



来源: wind, 国金证券研究所

3、海外：年内降息幅度预期加大，关注美国制造业与房地产投资

本周海外最大的变化在于海外开始押注美联储降息幅度加大的概率大幅抬升。由于通胀数据的温和使得市场更愿意去相信美联储有足够的预防性降息空间带来对经济的托底效果，而非直接进入衰退区间。

美联储目前对于就业市场的担忧高于对于通胀反弹的担忧。本周美国劳动力市场的数据显示就业下行风险仍在加大：一方面，截至 2025 年 3 月的一年间非农就业人数下修 91.1 万，这是近 10 年以来的最大下修，大幅超出市场预期（下修 68.2 万）；另一方面，上周美国初中失业金人数超过 26 万人，达到了近四年以来的最高点。

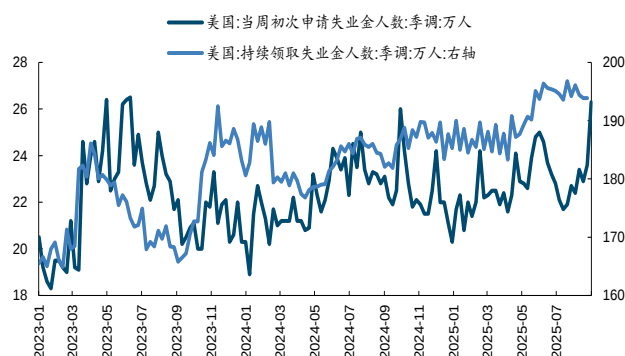


图表14: 非农年度数据超预期下修



来源: BLS, 国金证券研究所

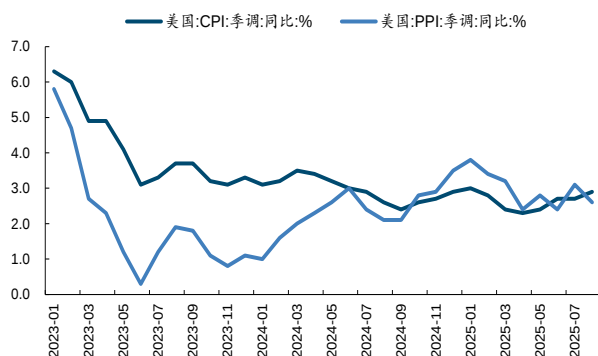
图表15: 初申失业金数据达到近四年最高点



来源: wind, 国金证券研究所

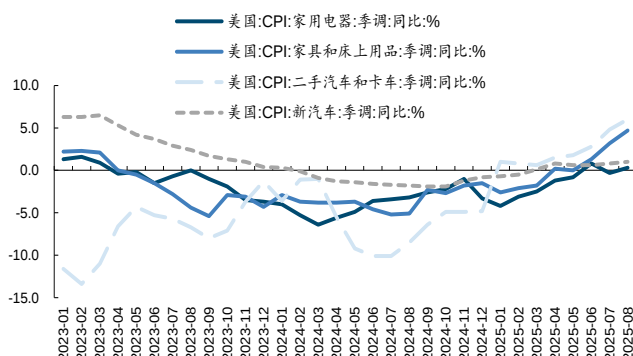
而反观美国通胀数据,美国CPI同比继续温和抬升,符合市场预期。从分项来看,家用电器、家具和汽车的CPI同比上涨明显,这其实是2025年4月以来关税政策影响的一个持续显现;而PPI同比2.6%超预期下行(预期3.3%),这可能表明关税的影响从生产商向下游零售商的传导已经阶段完成,未来进一步传导可能需要其他催化,所以短期的通胀问题其实不会成为美联储加大降息幅度的掣肘。因此市场对于降息的预期幅度从年内降50bp转变为降75bp,如果一次降25bp的情况下,则降息次数从2次变为3次。

图表16: 美国CPI同比温和抬升, PPI同比超预期下行



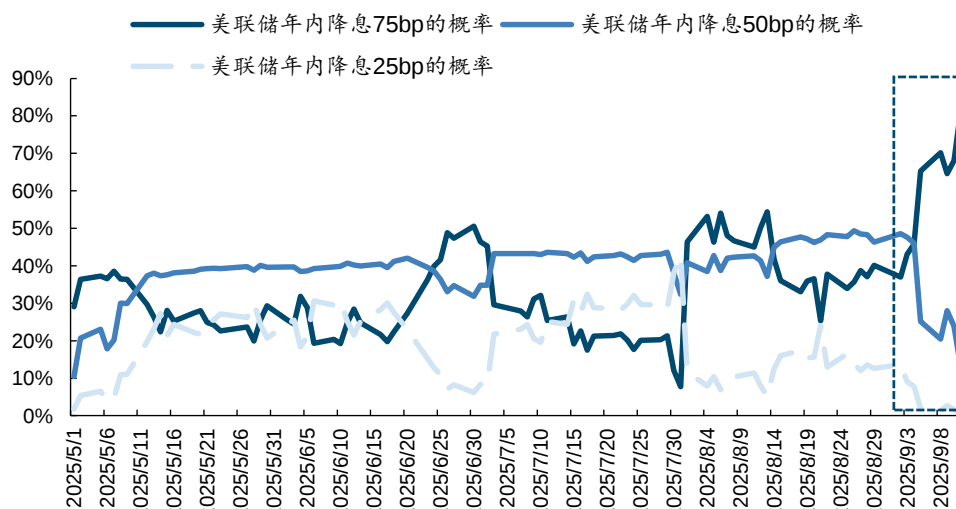
来源: wind, 国金证券研究所

图表17: 美国通胀主要由与关税相关度较高的分项推动



来源: wind, 国金证券研究所

图表18: 年内降息预期从降50bp转为降75bp



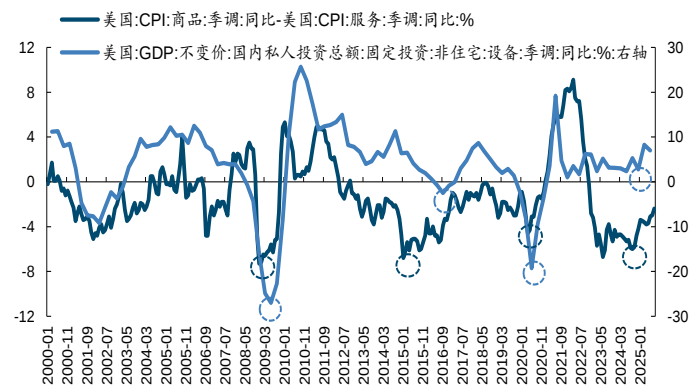
来源: CME, 国金证券研究所



降息几成定局,那么后续需要观测的是降息之后带来的投资需求是否会带来相关的国内制造业出口需求。我们认为需要重点观测两个方向:一个是非AI领域的制造业投资是否会在降息之后加速;另一个是此前被高利率压制的房地产投资是否会出现改善。

对于制造业投资而言,过去主要的催化可能来自于通胀侧,5月以来美国商品通胀均要强于服务业,这带来了制造业部门实际利率的回落,从历史上看,这往往会推动美国的制造业投资(设备)。而未来随着降息开启,名义利率的下行可能会加速实际利率的回落,继续刺激制造业的设备投资活动。此外,此前受到高利率压制的制造业建造支出增速可能也有望在降息之后持续反弹,届时也会带来更多的中间品的需求。

图表19: 美国商品通胀强于服务通胀时, 往往会促进设备投资



来源: wind, 国金证券研究所

图表20: 受高利率压制的制造业建造支出也有望在降息后持续反弹



来源: wind, 国金证券研究所

对于美国房地产投资而言, 历次降息之后都会带来房地产投资的回暖, 目前来看已开工的新建私人住宅数量同比增速持续回升, 而住宅的建造支出同比增速在6月也已经出现了拐点, 只不过仍处于负值区间。

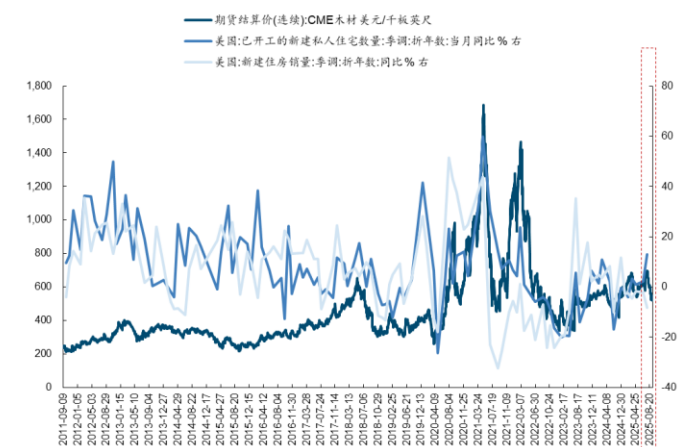
但值得注意的是目前7月的新屋销售同比增速仍在下降, 与已开工的新建私人住宅数量同比增速出现了背离, 而表征房屋建设需求的木材价格也在8月出现了明显的下跌。所以房地产需求的恢复与投资之间目前存在分歧, 后续可能需要持续跟踪观测降息之后带来的按揭贷款利率下降对购房需求的刺激程度。

图表21: 历史上降息之后都会带来房地产投资的回暖



来源: wind, 国金证券研究所

图表22: 目前新屋销售和木材价格与新开工数据背离

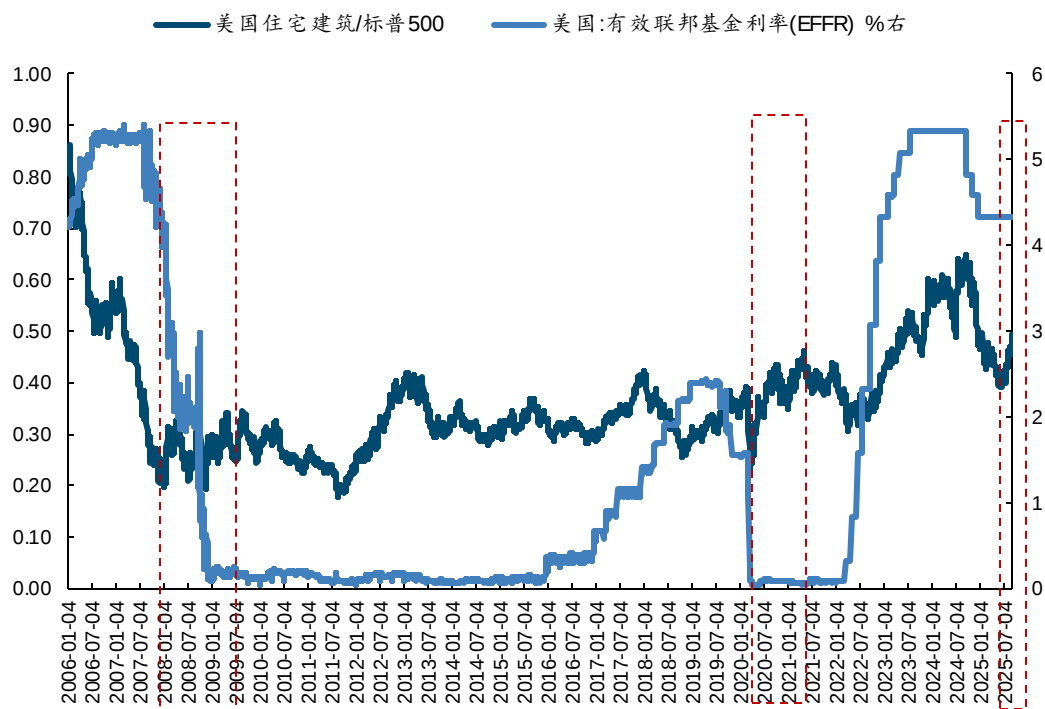


来源: wind, 国金证券研究所

不过从美股房地产当前的定价来看, 隐含了未来降息利好房地产市场的预期。可以看到2025年6月以来美国住宅建筑指数开始明显跑赢标普500, 历史上也曾发生在降息周期开启之后的中期阶段, 即进一步加大降息力度的阶段。



图表23：2025年6月中旬以来，美国住宅建筑指数开始跑赢标普500



来源：wind，国金证券研究所

4、转换的动力：主线逻辑的变化

本周最大的边际变化在于两个：第一是即便在 TMT 出现明显反弹的背景下，以房地产、钢铁、有色为代表的顺周期行业涨幅也排名靠前，市场的上涨逻辑已经不再仅仅围绕 AI 产业趋势，基本面的变化开始成为新的方向。而我们一直强调的风格切换其实并非传统意义上的成长 VS 价值或者单纯的高低切，而是市场运行逻辑的切换，类似 2020-2021 年市场上行过程中发生的行业切换。第二是海外由短暂的衰退交易开始转向降息幅度加大之后带来的对经济的托底，这将带来美国制造业与房地产投资的预期。在上述两个变化之下，我们认为未来基本面的顺风环境已经到来，投资者应该顺势完成市场上行逻辑切换下带来的行业配置变化，新的主线将逐步清晰：

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（锂电、风电设备、工程机械、重卡、光伏）以及原材料（基础化工品、玻纤、造纸、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、旅游及景区等；

第三，保险的长期资产端将受益于资本回报见底回升，其次是券商。

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，那么文中对于基本面改善带来的资本市场预期修复的假设也就不适用。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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