

破晓

—2025年秋季中国市场展望

首席策略官：牟一凌 执业编号：S1130525060002

2025/8/26

- 资本市场自2025年4月开始，资本市场开始出现了强劲的上漲，由于短期缺乏宏观意义上的证据，资本市场普遍理解为“水牛”，而对居民“存款搬家”的循环论证成为了唯一依赖的逻辑。所谓牛市，就是长期、广泛而不可阻挡的资产价格上涨，它的成立不应该建立在“赚下一个人的钱”的底层逻辑上，只有负债端想要赚钱而资产端能够为投资人赚钱，才能真正形成牛市。实际上，市场半年来盈利总量未见起色和市场估值上漲的特征和2005年以来每一次盈利全面反弹之前的市场特征一致。或者从全球看，4月以来的股票上漲中国并非特例，以日本、韩国为代表的发达制造业经济体，和以越南为代表的发展中制造业国家的股市都出现明显上漲，涨幅甚至超过中国。换个视角看，4月以后，同时出现的无论TACO交易还是欧洲、美国的财政扩张计划，都在指示制造业活动进入修复前夜；而降息预期的升温，则在为全球风险资产的反弹孕育准备。
- 过去两年我们曾指出，中国经济将呈现单位GDP盈利下降但实物消耗上升的特征。实际上，2023年-2024年间在经济增长波动不大情况下，企业盈利水平和资本回报率出现了大幅下滑。沿着我们的这一框架，2024年Q4开始，这一特征开始反转：量差上，工业增加值同比增速开始重新跑赢工业用电量；价差上，PPI-PPIRM开始于2024年底开始回升。无论是否有反内卷，中国企业的自发反内卷已经开始。企业盈利已经处于修复的前夜。
- 2022年底至2025年初，欧美政府主要扩张计划聚焦于需求与社会福利，一定意义与中国的“发展生产力”形成了镜像。最大受益是欧美企业，其资本回报率明显高于疫情前，这也是股市长牛的基石。制造业弱于服务业，商品通胀弱于服务业通胀和固定资本形成额回落是过去发达经济的主要特征，这一定程度也是中国优势制造业过去2年只能以价换量扩张份额的原因，这也是全球大宗商品和设备股票弱于科技股的宏观背景。当下，伴随关税风险的落地和欧美重建计划的开启，主要国家的制造业PM开始从新回到50上方，制造强于服务的特征开始重新出现，这一特征在日本的机床出口和中国的设备出口中得到了中观验证，而当制造业强于服务业时，我们预计全球单位GDP的资源消耗会增加1.4%左右。联储降息将是一个重要分水岭，全球投资也会从依赖于巨头现金流的AI的一枝独秀，开始往更广的领域去发展。同时我们也要关注到，这轮产能重建与中国的一带一路政策交叉的第三世界国家，大部分处在单位实物消耗与GNI的倒U型曲线的左方，其长期商品需求的上升将于中期的制造业周期形成共振。

- 亚当斯密曾说，“生产力才是财富”，中国过去3年的生产力发展实际积累了大量的社会财富。但是在货币计价下，被系统性的压制。过去形成了名义资本回报下降—资本流出—物价进一步收缩导致回报下降的循环。反观美国，恰好是上述循环的镜像：美国的金融扩张带来的商品通胀与中国金融收缩带来的商品通缩。因此，未来一年，在中国资本回报企稳后，更要关注“货币幻觉”的逆转带来的中国生产力的系统性重估。
- 在逆全球化的背景下，以欧美为代表的过去的消费国都开始重视对制造业产能的建设。2020年以来，欧美以需求刺激为主，对资本回报有利却不利于国家产业发展。而中国鼓励供给，产业升级成功，但资本回报却不断下降。在国内反内卷、债务停止收缩+海外发展制造业的组合下，国内制造业企业的资本回报将会逐步企稳回升，而海外企业的资本回报反而可能因此下降。生产力才是财富，而金融资本的流向本身大量低估了中国的产能价值，上述趋势的逆转已经在途上。降息周期的开启和全球制造业周期的启动在即，我们对于当前资产配置的推荐如下：
- 第一，同时受益于海外制造业修复，消耗量将长期增长的实物资产（**工业金属（铜、锡、铝等）、钢铁、基础化工、原油**），以及**投资加速下的资本品（工程机械、专用机械、机械零部件、重卡）**；
- 第二，**保险**的长期资产端将受益于资本回报的见底，其次是**券商**；
- 第三，盈利修复之后，内需相关领域也将出现机会，代表大盘蓝筹的沪深300还未能跑赢创业板指，但是也已在近期的风格切换中开始跑赢国证2000，行情的扩散刚刚开始：**食品饮料、电力设备**。

风险提示：1、国内政策超预期退坡；2、海外地缘争端导致通胀上行超预期；3、美联储鹰派超预期。

目录

01

新一轮变化的开始

02

当生产力变得重要：全球制造业/服务业的拐点

03

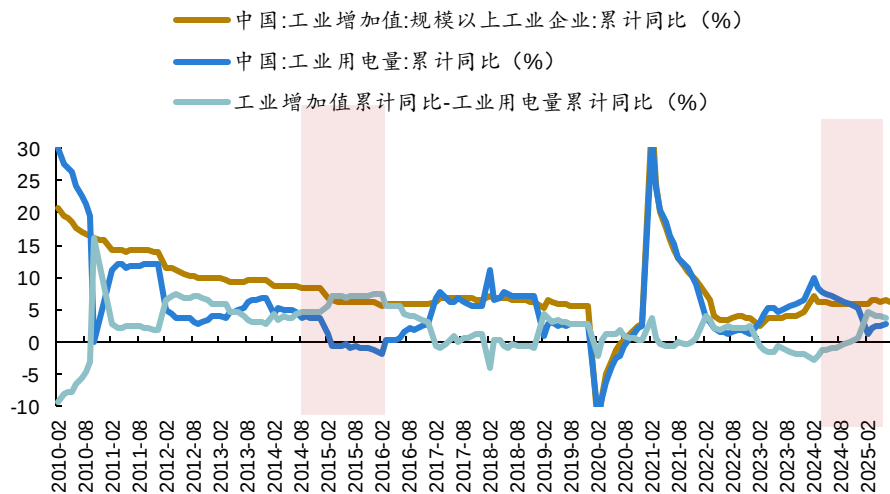
谁是财富：货币VS生产力

01 新一轮变化的开始

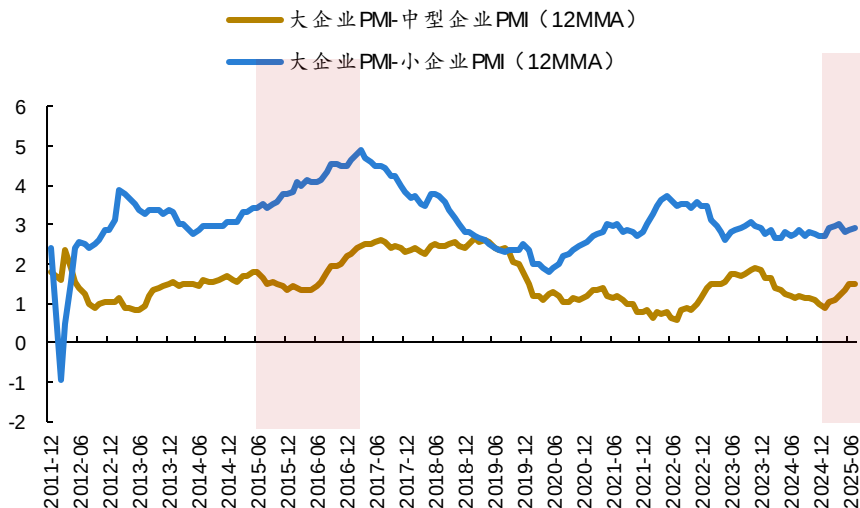
与2016供改的相似性：政策落地前已开始反内卷

- 本轮反内卷与2016年供给侧改革的相似性在于政策落地前经济中自发性反内卷已经开启，政策只是顺应了经济与产业趋势并进行助推；数据相似性看：工业增加值增速高于用电量增速、大企业PMI高于小企业的现象在2016年之前也同样出现，领先于供给侧改革政策。

图：在供给侧改革和本轮反内卷之前，工增增速相对用电量增速扩大的现象已经出现



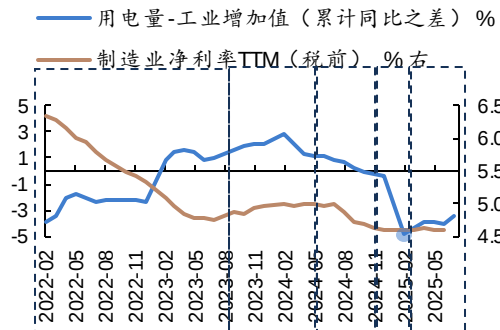
图：在供给侧改革和本轮反内卷政策集中出台前，大企业PMI相对中小企业走阔的现象已经出现



下个阶段市场的主要驱动：盈利改善预期的兑现

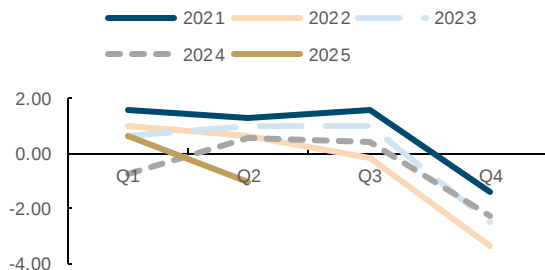
- 在经过今年以来的“反内卷”后，企业净利率的下限已经确认，企业利润空间也在修复，同时，二产用电量当月同比增速已经连续3个月修复。“量”、“利”的修复已经持续了整个二季度。
- 若以当前已公布中报的上市公司计算，整体法下的全A非金融ROE开始好于2024年同期，并且开始好于算术平均法下的ROE，表明2025Q2盈利改善在上市公司中有所扩散，并非只存在于部分公司。

图：“反内卷”下，2025年2月，制造业净利率TTM（税前）的下限得到确认

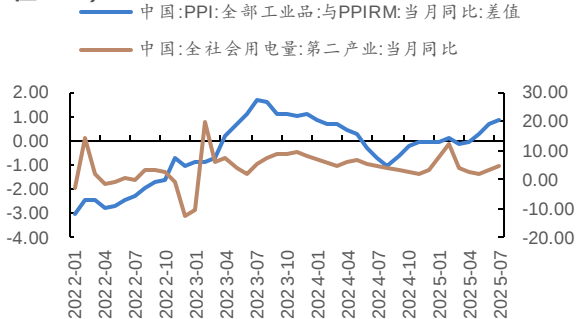


图：全A非金融公司平均的ROE在2024Q4-2025Q1改善，2025Q2下跌（单位：%）

单季度净资产收益率ROE-摊薄(算术平均)

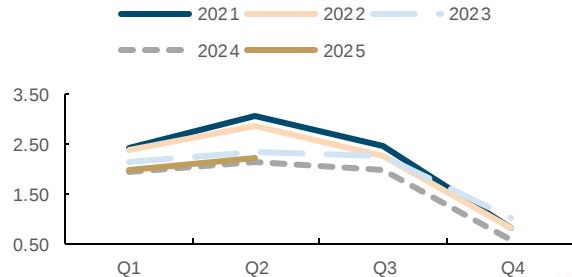


图：量、利在2025Q2同步修复：二产用电量回升，PPI-PPIRM修复至高于2024年初水平（单位：%）



图：全A非金融公司整体的ROE在2025Q1-2025Q2连续改善（单位：%）

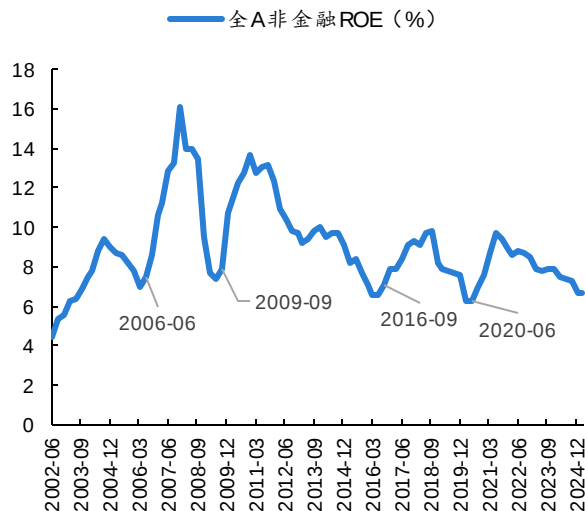
净资产收益率-平均(整体法)



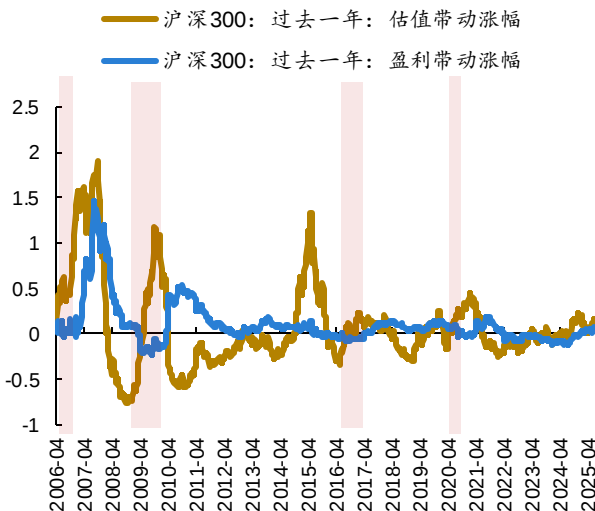
看起来是水牛，就是水牛吗？

- 在每次ROE拐点确认之前的一个季度到半年时间内，估值对过去一年市场涨跌幅的贡献普遍有所提升，且强于盈利贡献的幅度；与此同时，市场行业轮动速度加快的特征也均有出现。市场投资者基于当下弱基本面+强市场线性外推，认为本轮行情是流动性的“水牛”，恰好可能忽视了盈利回升这一重要主线。

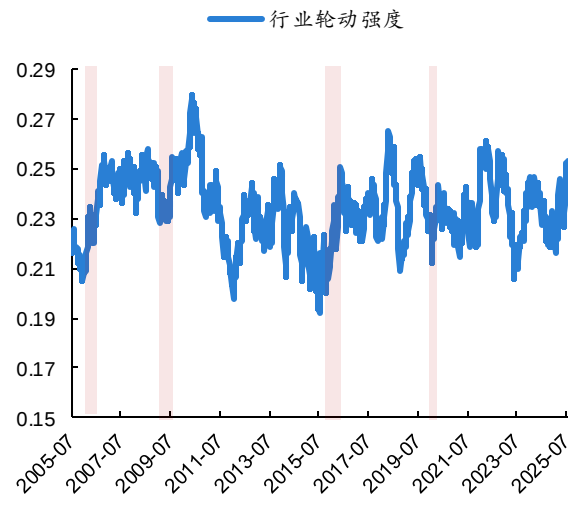
图：全A非金融ROE见底回升的节点共有4次：分别是2006Q2、2009Q3、2016Q3和2020Q2



图：在确认ROE触底回升前，估值对涨跌幅的贡献普遍有所提升



图：在确认ROE触底回升前，常出现行业轮动速度加快的现象



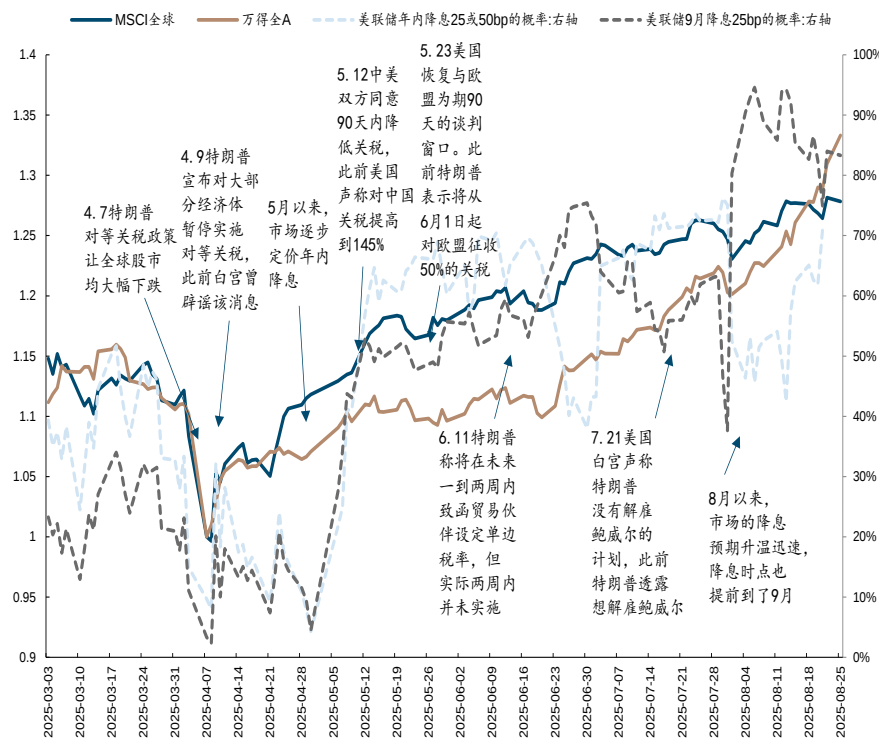
A股上涨并不独特，全球都在定价关税后的修复和降息预期

- 4月关税以来，全球股市都出现了明显上涨，A股的上涨并不独特，背后是全球市场对两大宏观叙事的定价：**其一，关税暂停后的修复与TACO交易；其二，5月开始，市场逐步定价年内降息，8月以来，市场降息预期明显升温。**
- 近期A股强势背后是因中国产业链优势对潜在投资上升更敏感，以及虽然上周杰克逊霍尔会议前降息预期走弱但中国外需不依赖单一市场且内需有政策支撑。如果从全球视野去看A股的反弹，就不会简单困于存款搬家的逻辑。

图：关税之后，A股的上涨并不独特，关税以来涨幅甚至低于日本、韩国、越南

主要股指	不同区间涨跌幅:%			
	8月以来	5月以来	关税(4.8)以来	今年以来
万得全A	10.83	24.50	33.32	22.87
中证800	10.18	19.80	26.30	15.57
恒生指数	4.26	16.77	30.27	28.76
标普500	1.58	15.63	27.20	9.48
道琼斯工业指数	2.61	11.34	19.27	6.44
纳斯达克指数	1.55	22.94	37.47	11.07
法国CAC40	0.91	3.28	13.22	6.26
英国富时100	2.06	9.73	21.02	14.05
德国DAX	0.86	7.90	22.66	21.92
韩国综合指数	-1.10	25.55	37.87	33.77
日经225	4.23	18.76	37.48	7.30
胡志明指数	7.42	31.62	33.32	27.41

图：关税冲击后的修复+TACO交易+降息预期共同驱动了本轮行情



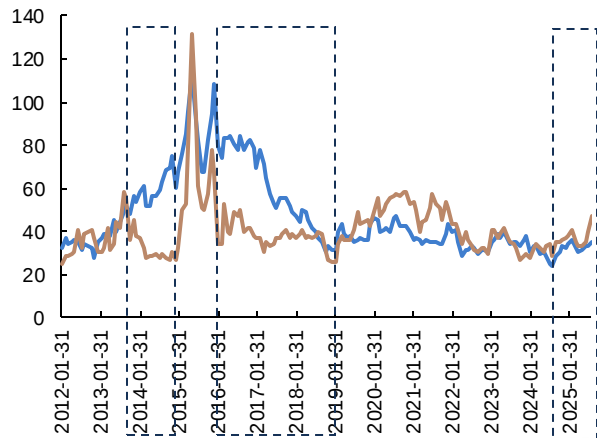
资料来源：wind，国金证券研究所。注：数据截至2025/08/25。

大盘成长VS大盘蓝筹的估值分化：产业趋势VS宏观经济

- 从当前市场估值分化的程度来看，背后反映了市场对于产业趋势的乐观预期与对宏观经济的悲观预期。(1) 与2014-2015年不同，这一轮TMT内部大市值股票估值抬升幅度更高，背后是算力龙头、半导体龙头在这一轮AI产业趋势中更具先发优势、盈利兑现能力，市场给予了较高的预期与对应的估值；(2) 而传统行业内部反而是小市值公司拔估值，大市值股票估值几乎没有什么变化，本质上是市场对于宏观经济悲观，大市值股票增长缺乏弹性，因此更愿意去小市值公司中寻求结构性机会。所以TMT中的大盘股相较于传统行业的大盘股估值明显扩张，而小盘股反而相对收缩。

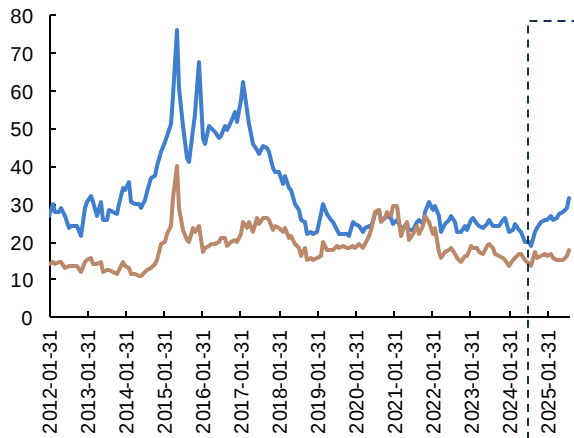
图：与2014-2015年不同，这一轮TMT内部大市值股票估值抬升幅度更高

— TMT个股100亿以下PE估值中位数
— TMT个股300亿以上PE估值中位数



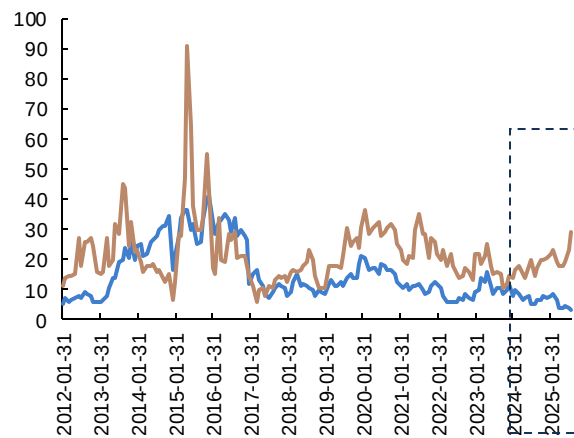
图：但在传统行业内部，这一轮拔估值的却是小市值公司，大市值股票估值几乎没什么变化

— 传统行业个股100亿以下PE估值中位数
— 传统行业个股300亿以上PE估值中位数



图：所以TMT中的大盘股相较于传统行业的大盘股估值明显扩张，而小盘股反而相对收缩

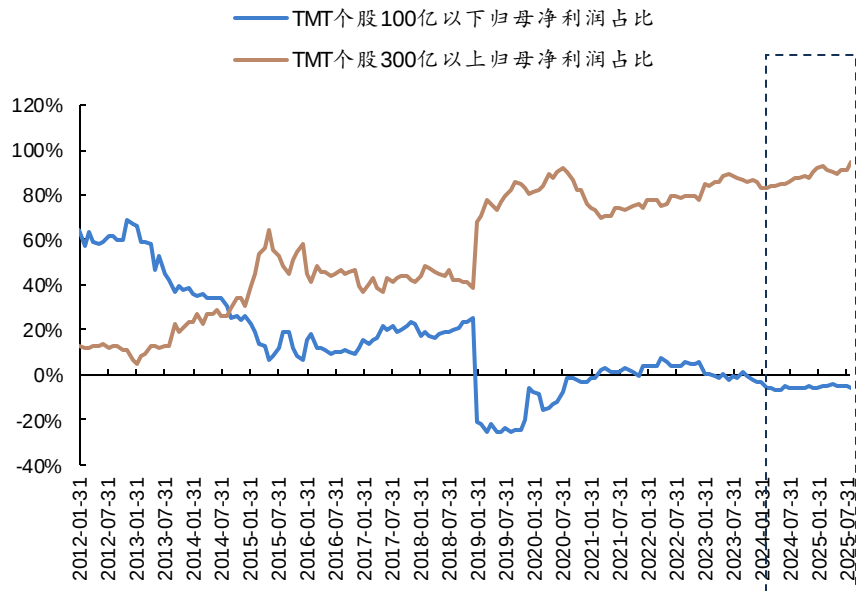
— 100亿以下PE估值中位数差：TMT-传统行业
— 300亿以上PE估值中位数差：TMT-传统行业



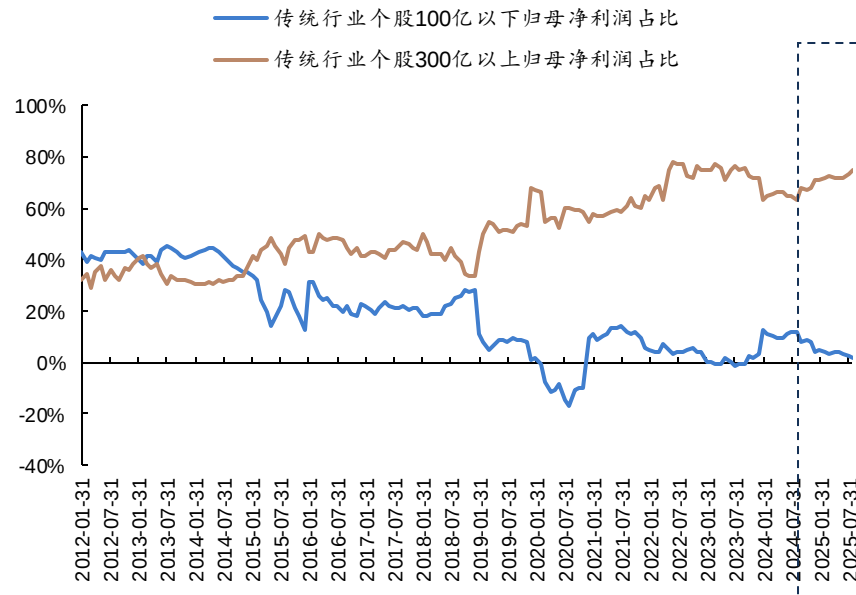
大盘成长VS大盘蓝筹的估值分化：产业趋势VS宏观经济

- 从利润占比的视角来看，可以解释为何这一轮TMT内部大市值股票估值扩张更多：在这一轮产业趋势下300亿市值以上的股票利润占比持续抬升，而小市值公司的利润甚至仍为负。与美股科技巨头类似，A股的AI成长龙头也更具优势。
- 但传统行业内部，即便利润仍在向大市值公司集中，市场也更愿意去寻求小市值公司的“突围”的不确定性。

图：这一轮产业趋势中确定的利润主要向大市值公司集中



图：而在传统行业内部，也是向大市值公司集中



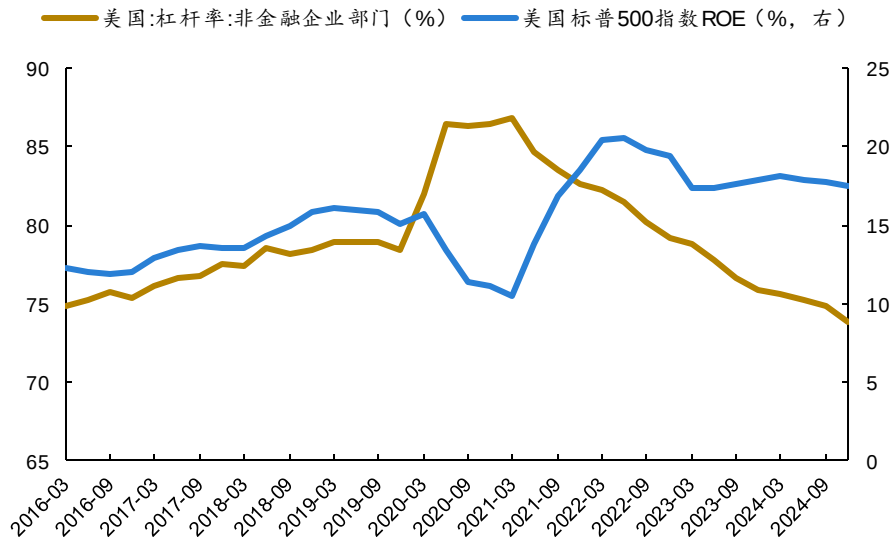
02

当生产力变得重要： 全球制造业/服务业的拐点

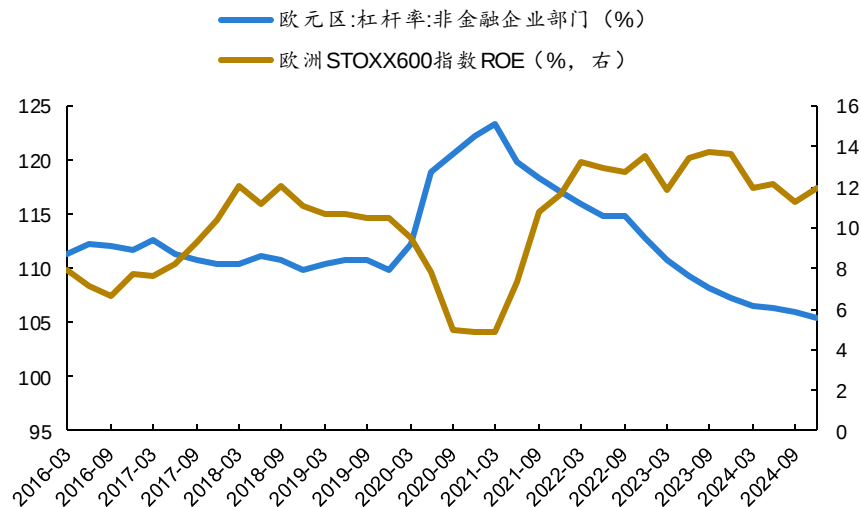
过去几年中海外重视资本回报，对实体经济关注度不足

- 自2021年下半年以来，无论美国还是欧元区，企业的盈利能力整体上均有提升，美国标普500指数和欧洲STOXX 600指数ROE中枢水平相比于2020年以前均有抬升。然而，非金融企业部门的杠杆率却均出现了明显的回落。表明欧美发达经济体在微观层面上通过减少量的增长，维持自身资本回报水平。

图：2021年以来，美国企业部门杠杆率下降，资本回报率抬升

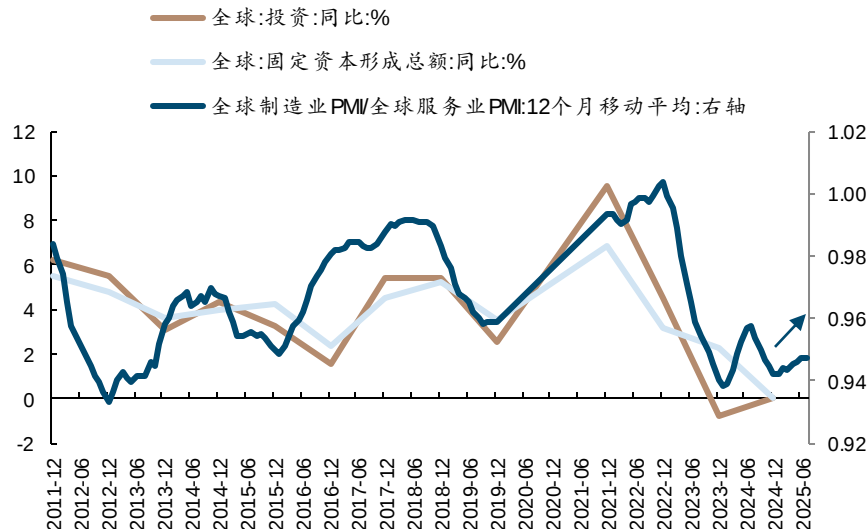
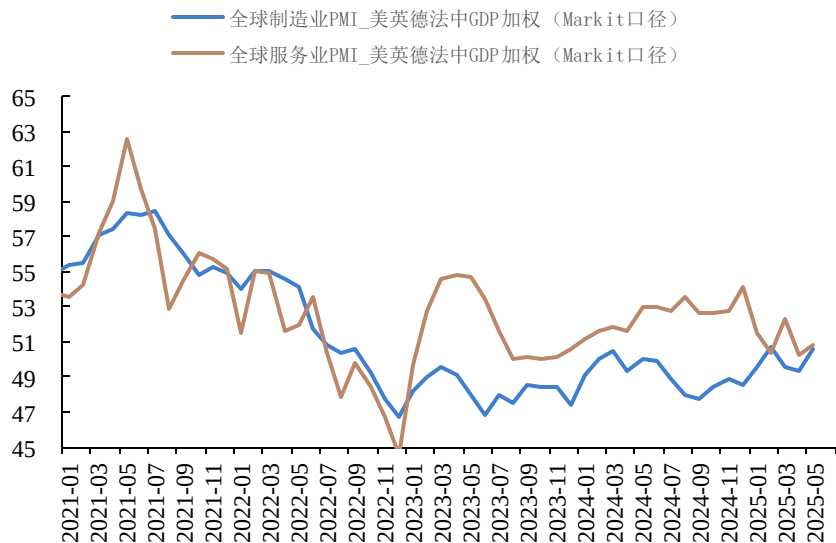


图：2021年后，欧洲同样出现企业部门杠杆率下降，净资产回报率中枢提升的现象



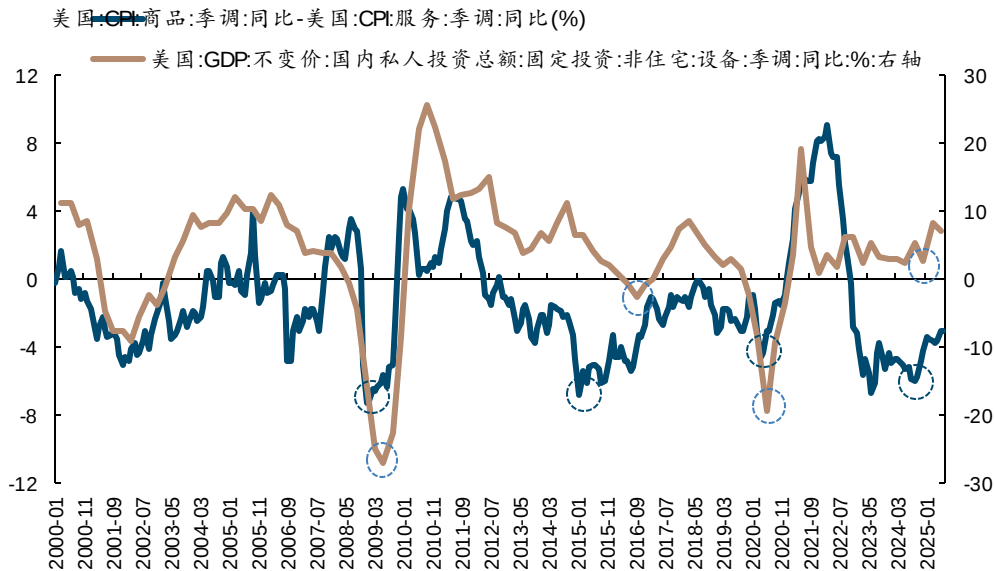
全球来看，2022年以来生产制造活动并不是核心，服务业的强势伴随了固定资本形成总额的持续回落，实物资产在2022后的全球一直是弱势的，而今重新来到了分水岭

图：制造业活动并不是2021年以后全球的核心，制造业走弱与服务业通胀是资产定价的核心，而当下，拐点或许正在出现



- 在美国的通胀构成中，2023年以后，商品通胀相对服务业持续下行，设备投资整体低位震荡。但是当下，随着经济周期、关税以及特朗普的政策转变，这一趋势正在逆转

图：美国商品通胀强于服务通胀时，往往会促进设备投资

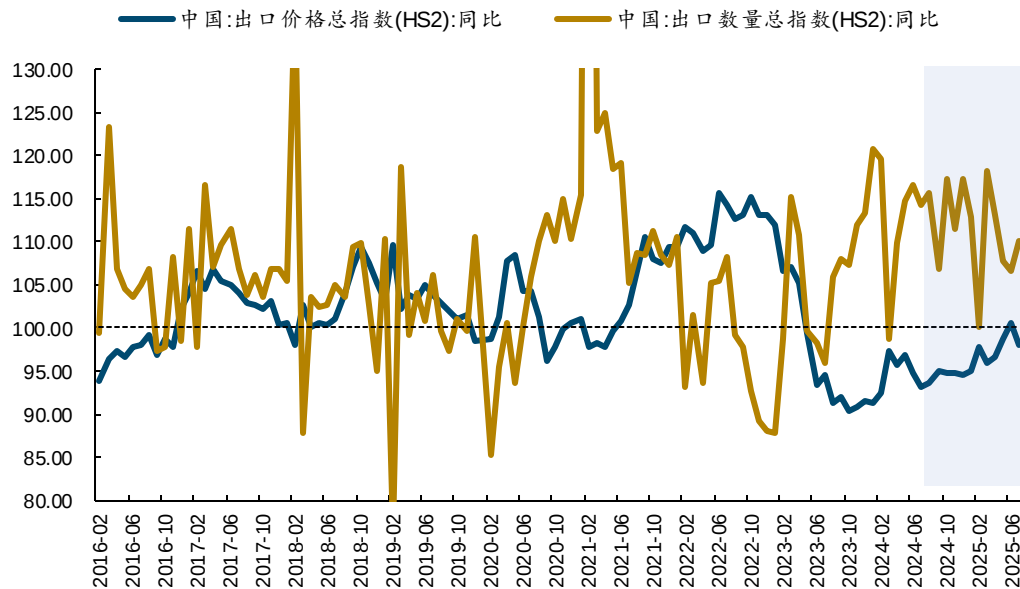


资料来源：wind，国金证券研究所

中期基本面的路标：盈利修复的图景正在不断清晰

- 量价拆分来看，去年9月以来出口价格指数不断回升，2025年6月出口价格指数同比出现2023年5月以来的首度转正，全球制造业投资启动+中国供给出清可能构成了本轮盈利修复的基础。7月份出口价格指数再度转负，可能表明中美关税短期不确定性依然是扰动，然而中期的主线正在变得清晰。

图：2025年6月出口价格指数同比出现转正



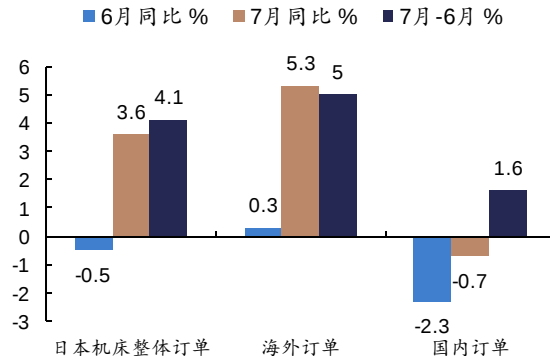
中期基本面的路标：盈利修复的图景正在不断清晰

- 外需是核心增量：在本周公布的2025年7月进出口数据中，出口韧性继续市场超预期，结构上分类别看直接对美增速下降，而非美国国家增速持续抬升；分品类看机电产品、钢铁等大宗商品增速较高。全球新一轮投资周期可能正在启动。日本机床的出口受到中美欧市场的提振仍在持续正增长。2025年7月日本机床订单同比增长3.6%，其中主要由海外订单贡献（同比+5.3%），而日本国内需求反而同比下降0.7%。

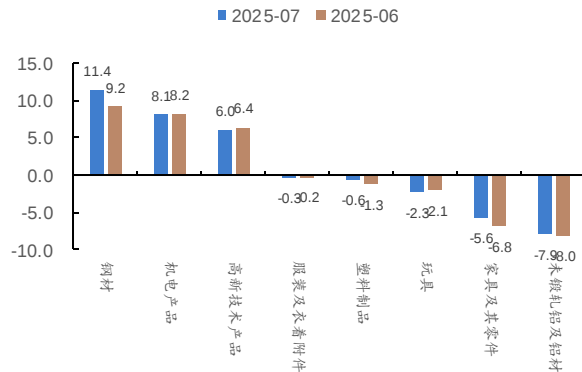
图：2025年7月中国出口韧性继续市场超预期 (Q/L)



图：7月日本机床海外订单同比增速大幅反弹



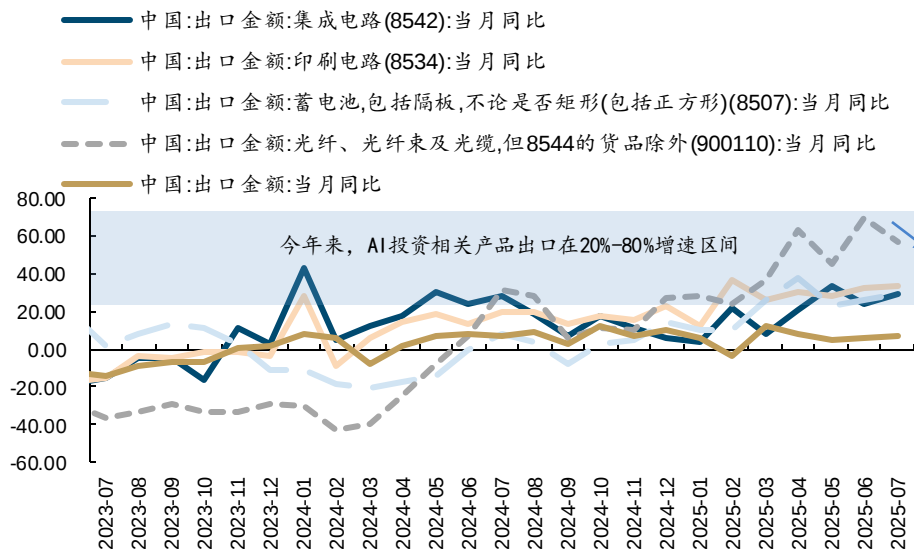
图：中国出口看分品类看机电产品、钢铁等同比增速较高 (%)



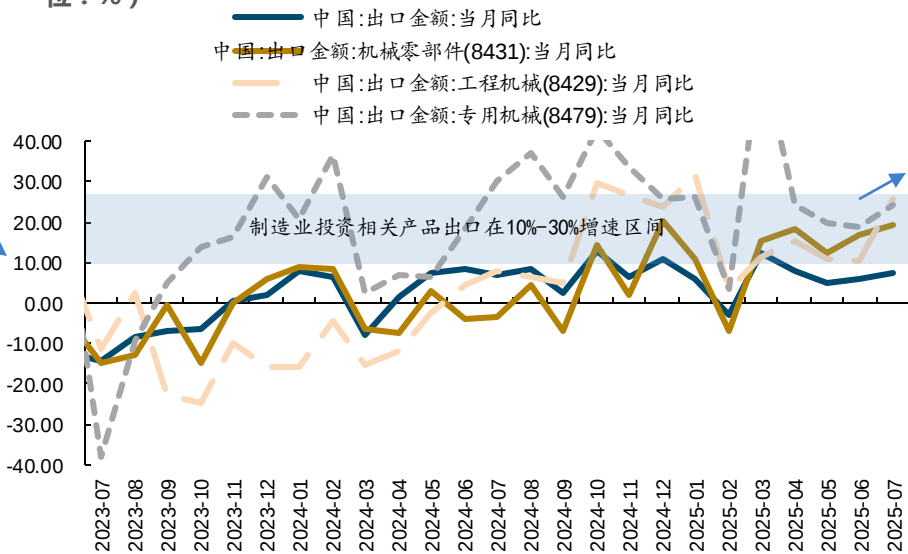
全球投资：从AI的独秀到更广领域

- 今年1-7月，中国出口金额增速保持较高水平，且在**6月份出口价格指数转正**。从结构上来看，主要的拉动是两条投资链：一是**AI相关投资**，算力基础设施中所需的集成电路、印刷电路、蓄电池、光缆出口高速增长，这是当下最高景气的方向；二是**传统制造业相关投资**，产能建设所需的专用机械、工程机械、机械零部件出口相对景气且正在抬头。

图：AI投资相关产品今年以来出口增速很高（单位：%）

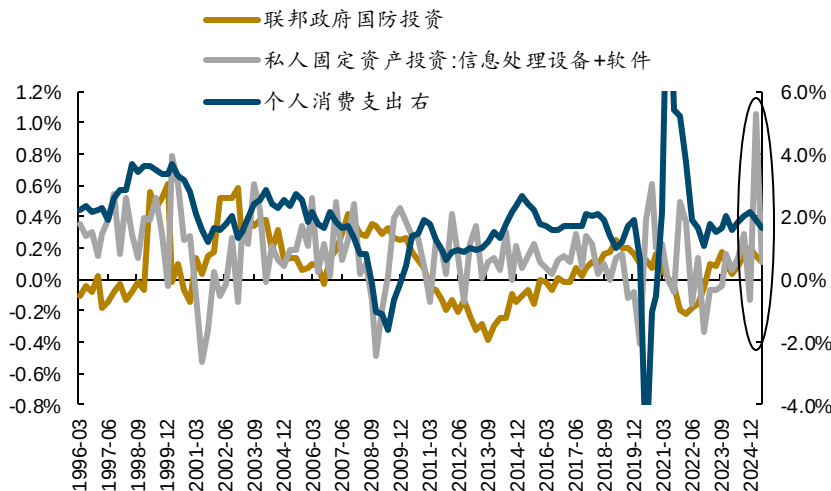


图：传统制造业投资相关产品今年以来出口增速较高，正在抬头趋势中（单位：%）

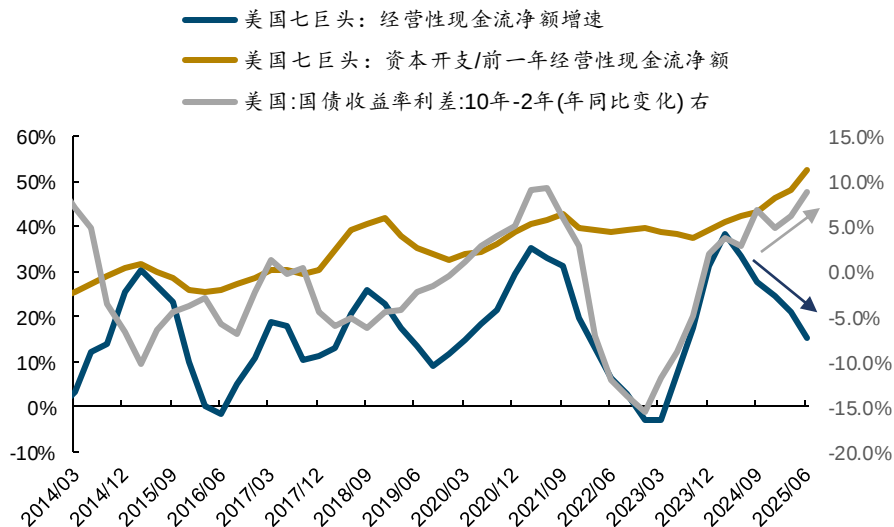


- 从2025年开始科技巨头的AI投资强度在高利率环境下继续上扬，已经与其经营性现金流增速出现了明显的背离，过度透支了降息改善其经营性现金流增速的预期，资本开支/前一年经营现金流达到10年新高；
- 相反，与供应链重构相关的传统制造业投资一方面依赖政府补贴，另一方面制造业景气度本身就更依赖于信贷投放，这都使得它对低的资金成本更为敏感。

图：今年在美联储维持高利率下，美国AI投资依然高企，而依赖政府投入的国防支出却表现一般，个人消费支出同样疲软



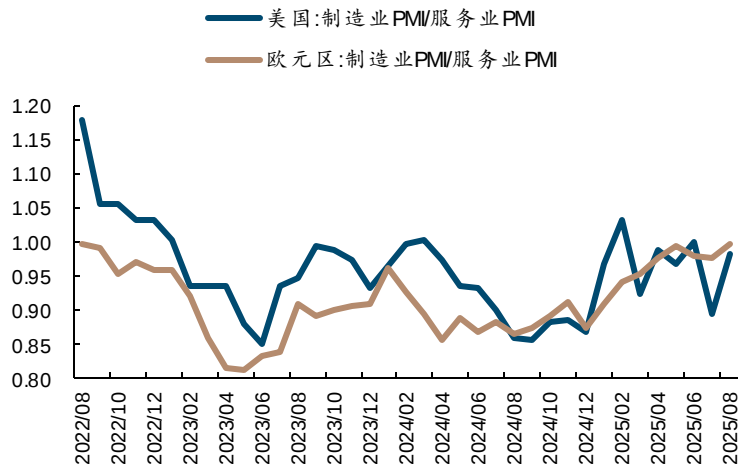
图：美国七巨头资本开支强度与其经营性现金流净额增速背离，科技巨头的现金流成为投资的重要来源



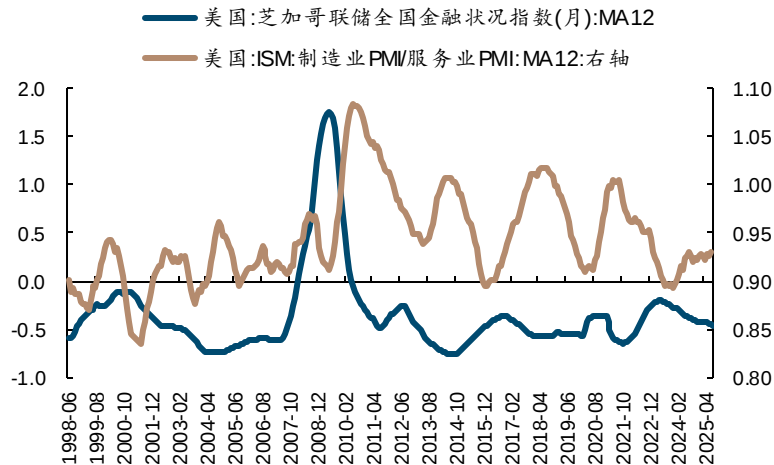
降息后：促进全球投资和制造业生产

- 8月在降息预期大幅升温的背景下，美国制造业PMI初值和欧元区制造业PMI初值均大幅上升且超预期。欧美目前都呈现出制造业强于服务业的特征，伴随着美联储降息，金融条件进一步宽松，**全球有望正式进入制造业强于服务业的周期。在这一周期中，单位GDP的实物消耗会明显上升，实物资产相对占优。**

图：美国和欧洲均已表现出制造业PMI强于服务业PMI的特征



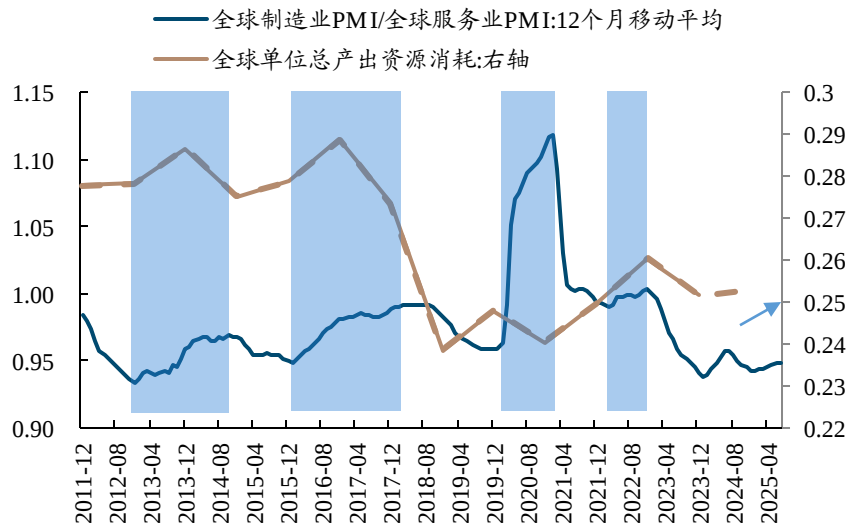
图：金融条件宽松时，美国制造业PMI更有望强于服务业PMI



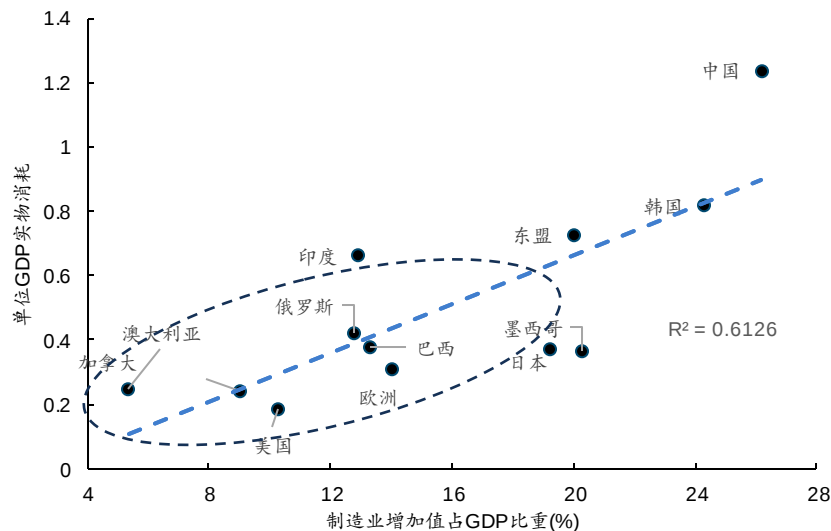
非美经济体投资增加，制造业景气回升带动资源消耗

- 当制造业活动强于服务业时，往往会带来单位总产出资源消耗的增加。根据我们测算，制造业偏强的年份单位总产出的资源消耗平均比服务业偏强的年份高4.02%，对应每年平均多消耗的资源总金额为1.09万亿美元，而2011-2023年期间平均的全球GDP约为76.47万亿美元，约是GDP的1.43%。

图：从全球来看，制造业活动强于服务业时，往往会带来单位总产出资源消耗的增加



图：制造业占比与单位GDP实物消耗具有明显的正相关性

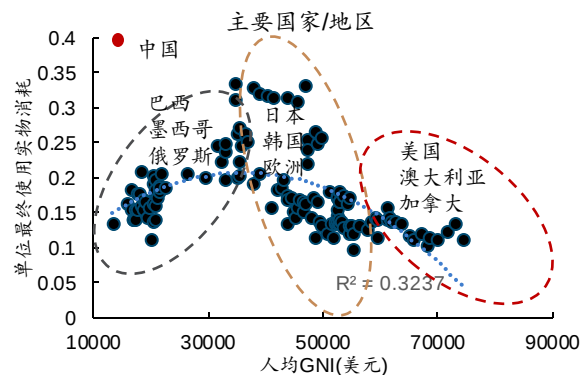


资料来源：wind，ADB，世界银行，国金证券研究所

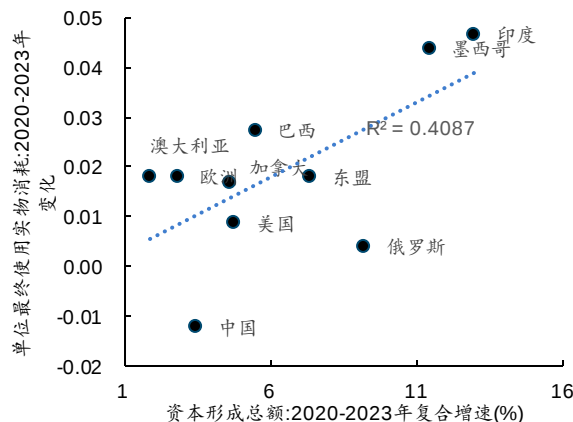
实物消耗：不断上移的中枢与制造业的顺风

- 从需求端来看，影响单位最终使用实物消耗的变量主要有两个：
- 一是与实物消费相关的人均GNI，单位最终使用实物消耗与人均GNI呈现倒U型关系；
- 二是与投资相关的资本形成总额增速，在投资增速更高的国家，其单位最终使用实物消耗的增长也更多。

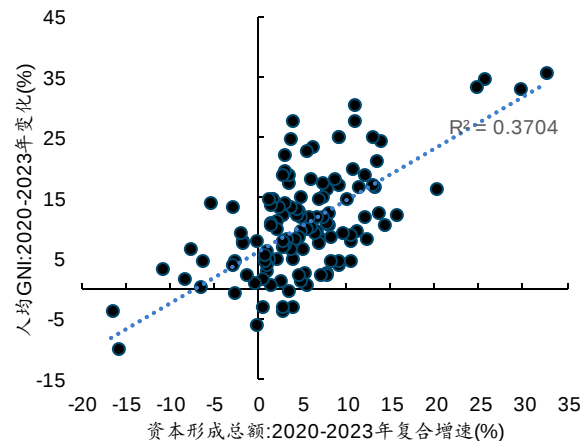
图：单位最终使用实物消耗与人均GNI呈现倒U型关系



图：资本形成总额增速与单位最终使用实物消耗增长有明显正相关性



图：投资也可能带来人均收入的提高从而促进消费

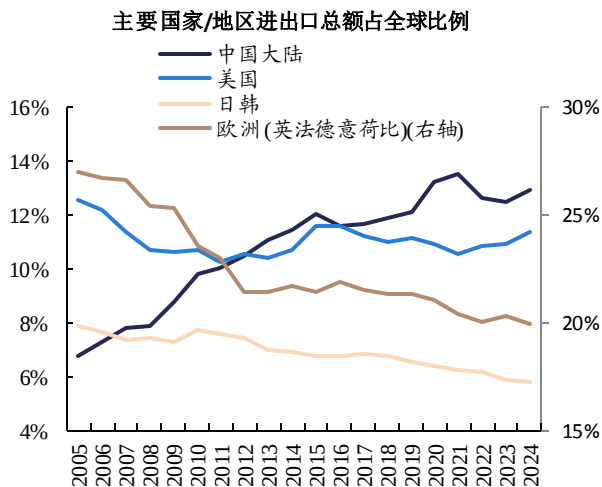


03 谁是财富： 货币生产力

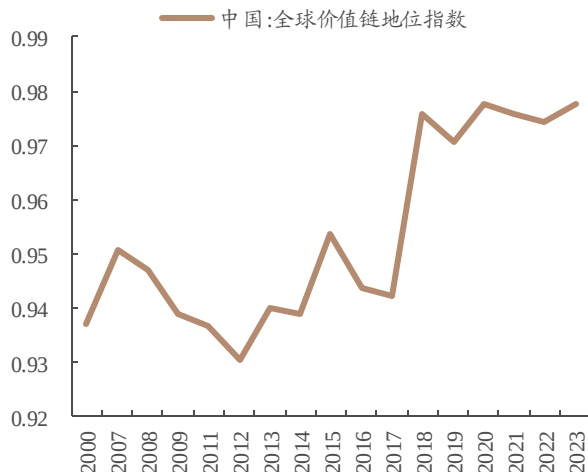
生产力：也是竞争力与财富的体现

- 2008年以来，中国在全球的贸易份额和全球价值链的地位均不断提升，中国制造业的优势逐步显现。随着产业链向外转移，全球对中间品和资本品的需求不断提升。背后还有对于大宗商品、用电量的使用占比大幅上升

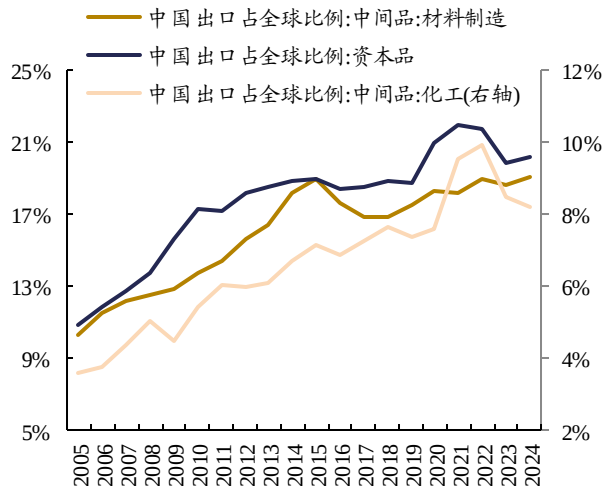
图：中国的贸易总额占全球比例不断抬升



图：2018年以来，中国在全球价值链的地位同样不断攀升



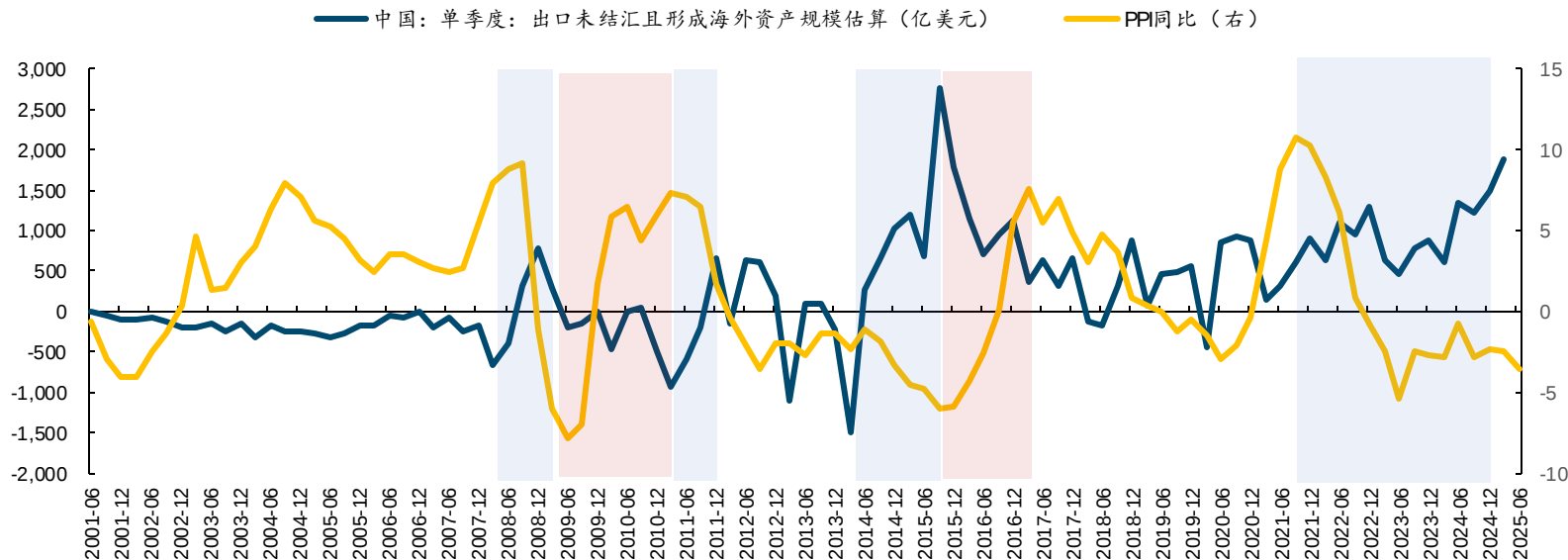
图：在中国产业链向外转移的过程中，中国出口了更多的中间品和资本品



资料来源：ADB, Trade Map, 国金证券研究所

- 从过往经验来看，当出口企业更倾向于将出口获得的收入转化为海外资产时，国内生产端物价往往会趋于下行；相反，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，国内生产端物价增速多会见底回升。

图：通胀，有时候也是一种货币现象



- 在逆全球化的背景下，以欧美为代表的过去的消费国都开始重视对制造业产能的建设。2020年以来，欧美以需求刺激为主，对资本回报有利却不利于国家产业发展。而中国鼓励供给，产业升级成功，但资本回报却不断下降。在国内反内卷、债务停止收缩+海外发展制造业的组合下，国内制造业企业的资本回报将会逐步企稳回升，而海外企业的资本回报反而可能因此下降。生产力才是财富，而金融资本的流向本身大量低估了中国的产能价值，上述趋势的逆转已经在途上。降息周期的开启和全球制造业周期的启动在即，我们对于当前资产配置的推荐如下：
- 第一，同时受益于海外制造业修复，消耗量将长期增长的实物资产（**工业金属、铝等**）、**钢铁、基础化工、原油**），以及**投资加速下的资本品（工程机械、专用机械、机械零部件、重卡）**；
- 第二，**保险**的长期资产端将受益于资本回报的见底，其次是**券商**；
- 第三，盈利修复之后，内需相关领域也将出现机会，代表大盘蓝筹的沪深300还未能跑赢创业板指，但是也已在近期的风格切换中开始跑赢国证2000，行情的扩散刚刚开始：**食品饮料、电力设备**。

- 1、国内政策超预期退坡，导致量价快速走弱，企业盈利击穿底部；
- 2、海外地缘争端导致通胀上行超预期，或导致全球流动性紧缩；
- 3、美联储鹰派超预期，导致私营和居民部门需求受挤压，海外经济陷入衰退，外需承压

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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题