



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

A 股：当长期估值修复遇到新一轮全球水牛

7 月以来 A 股强势上涨，创近三年新高，成交量屡破两万亿，牛市加速迹象明显。这得益于全球主要市场的同步上涨氛围。关键外部因素包括特朗普政府贸易争端时而“退缩”、美联储主席职位不确定性消退、美国财政政策预期由收缩转向扩张，显著缓解了全球风险偏好压制。

全球市场“水牛”行情的核心驱动力是宽松的美元流动性外溢。美元指数年初以来大幅下行约 10%，接近长期均值水平，为非美市场创造了有利条件。美债实际利率下行及主要央行降息提供的增量流动性，压低了融资成本，推动资本流入非美市场（包括日本、韩国、东南亚等），A 股也受益于此良好的外部流动性基础。

在全球牛市中，A 股凭借独特优势展现潜力。基本面看，中国上半年及全年预期约 5% 的 GDP 增速在全球主要经济体中表现突出。资金面看，人民币升值预期增强资产吸引力，为货币政策预留空间。政策面看，中国政策环境高度稳定且具备可预见性，显著降低了投资者的风险溢价要求。去年以来的一系列化债和改革措施也有效降低了经济转型期的尾部风险。

当前 A 股上涨主要由流动性、政策预期和市场情绪驱动，而非同步的基本面改善。7 月经济数据普遍走弱，价格压力持续，企业盈利仍在磨底。但积极信号是企业流动性 M1 增速改善，M1 通常领先盈利半年到一年。同时，居民存款显著向非银机构转移，存款利率下行和股市赚钱效应可能刺激“存款搬家”，为市场提供潜在增量资金。

此轮行情的持续性高度依赖外部环境稳定（避免贸易争端再起或美元流动性收紧）和国内监管容忍度（如对杠杆、量化交易、IPO 节奏的态度）。投资者需保持审慎乐观，警惕外部风险事件或内部监管转向可能引发的市场逆转。

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。



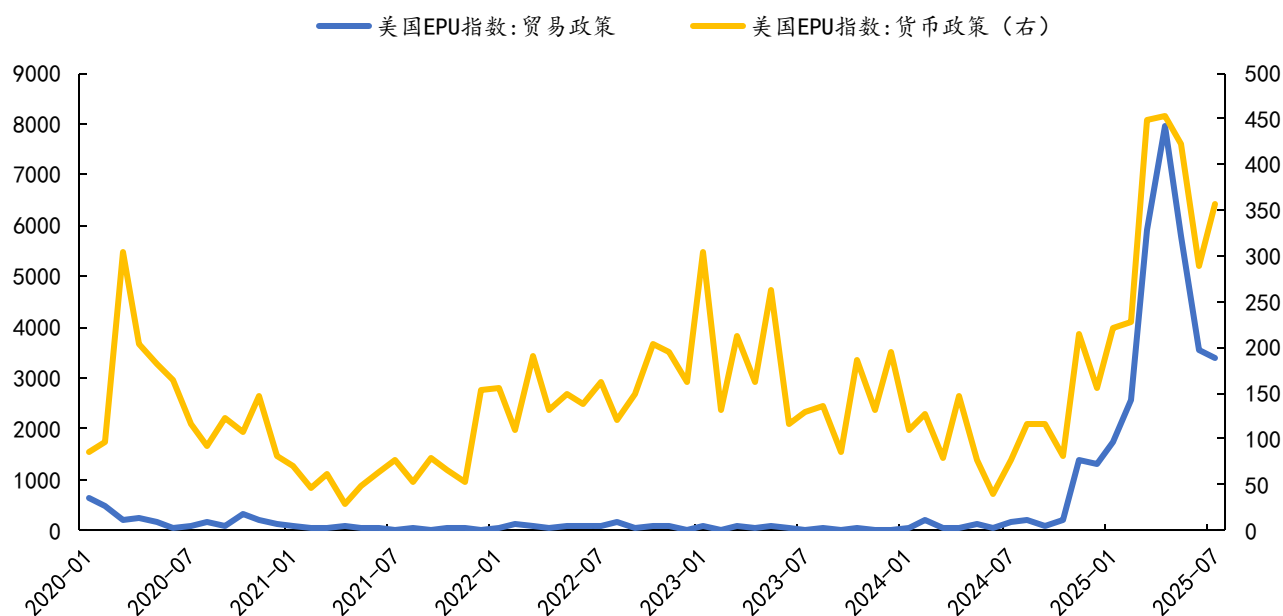
8月，A股指数继续创下21年12月以来新高，实现“八连阳”，且两市成交量屡次突破2万亿元人民币，一系列现象表明A股牛市正在加速。

将A股置于全球市场中进行观察，不难发现今年全球主要市场上涨的同步性；但凭借独树一帜的稳健基本面、高度确定的政策环境及仍处低位的估值水平，A股本身并不缺乏估值修复的土壤。

一、全球“TACO”交易与美国政策不确定性消退

此前，由美国特朗普政府引发的贸易争端为全球市场带来了持续的利空压制。然而随着8月7日特朗普政府与大多数国家基本达成协议¹，这一长期悬置的“靴子”终于落地。此外，美联储主席鲍威尔的职位威胁最终“不了了之”²，美元信用和货币政策的最大不确定性基本缓解。美国的财政预期也发生了根本性转变，一季度因DOGE改革预期而产生的财政收缩担忧，在二季度转向了财政扩张。而一项未来十年规模达4万亿美元的“大美丽法案”被提出，美国联邦财政赤字占GDP比重预期从每年6%升至7%（若该法案成为永久性法案则可能升至8%），财政不再收缩的预期，为美股乃至全球风险资产的上涨奠定了重要前提。

图表 1：美国贸易、货币政策不确定性指数（点）



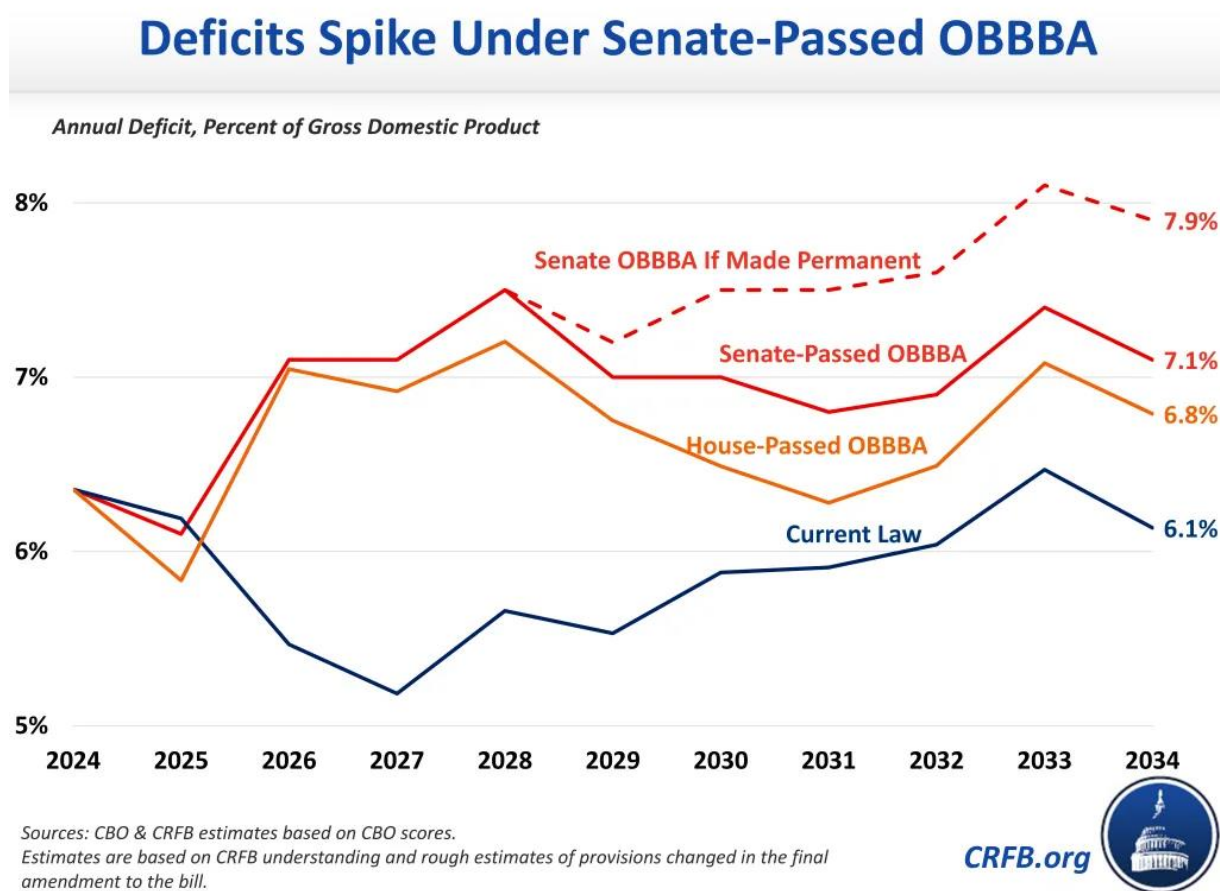
来源：Wind，国金证券研究所

¹ <https://www.bbc.com/news/articles/cx23jmvn5yzo>

² <https://www.cnbc.com/2025/07/16/trump-powell-fed-fire.html>



图表 2: OBBBA 法案导致未来十年美国财政赤字率在现有水平上增加 1 个百分点左右 (%)



来源: CBO, CRFB, 国金证券研究所

二、美元流动性宽松是市场的助燃剂

如果说“TACO”交易是点燃市场的火花，那么泛滥的美元流动性就是市场的助燃剂。

全球市场水牛行情，其根源在于美元流动性宽松的外溢效应。美元走弱通常意味着非美市场的流动性环境趋于宽松，资本从美国流向其他地区。目前美元指数位于过去十年的中位数水平，表明其已接近中性状态，但年初以来近 10% 的大幅下行，已为非美股市集体上涨创造了极其有利的条件。

此外，美债实际利率从今年 4-5 月高点的下行，及全球主要央行先行降息所提供的增量流动性，也直接赋予了全球股市估值回升的基础。目前离岸美元融资成本普遍处于低位，非美市场迎来广泛的资本流入。周边地区如日本、韩国、中国台湾、泰国和越南股市均录得外资净流入，与去年资金净流出状况形成鲜明逆转。因此 A 股的上涨，有着良好的外部流动性基础。

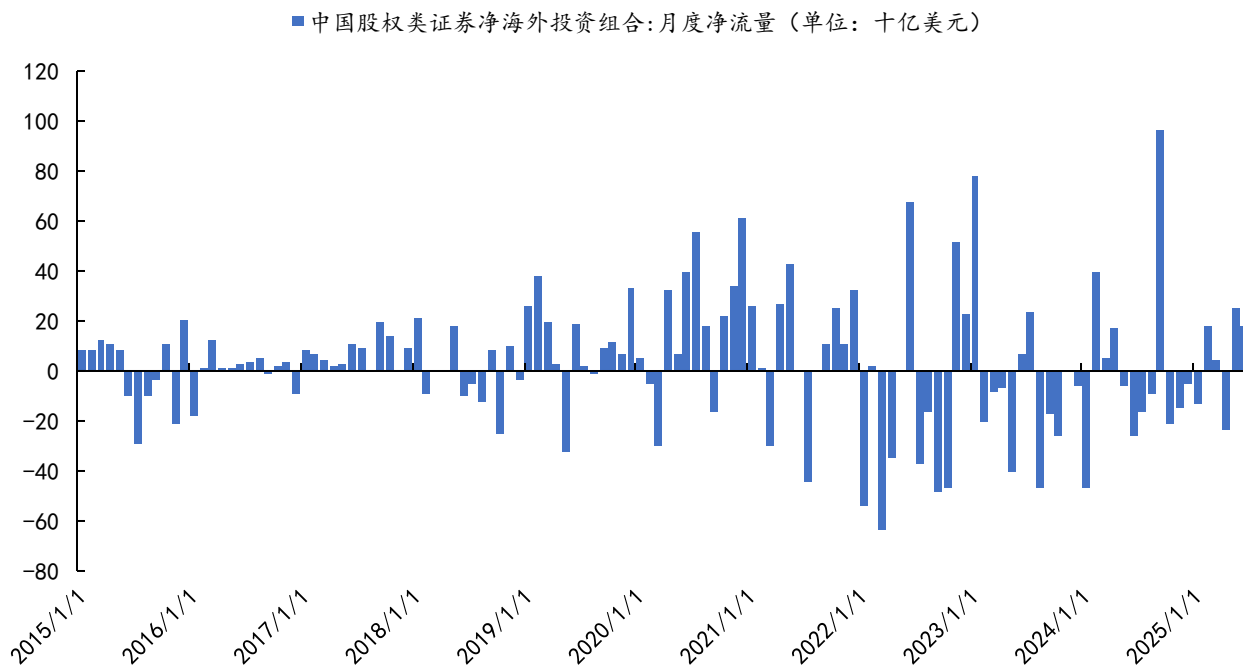


图表 3：美元指数历史走势、美元指数非商业净多头仓位（张）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：今年5-6月中国股权类证券净海外投资组合连续录得净流入



来源：Wind，国金证券研究所

三、全球流动性牛市中，A股也有独特性

尽管全球性的宏观浪潮为 A 股上涨提供了有利的外部环境，但 A 股自身的特殊性才是决定其韧性和长期潜力的关键。基本上，上半年 5.3% 的实际 GDP 增速，以及全年预计可实现的 5% 左右的实际增长，在全球主要经济体中仍是稀缺的。

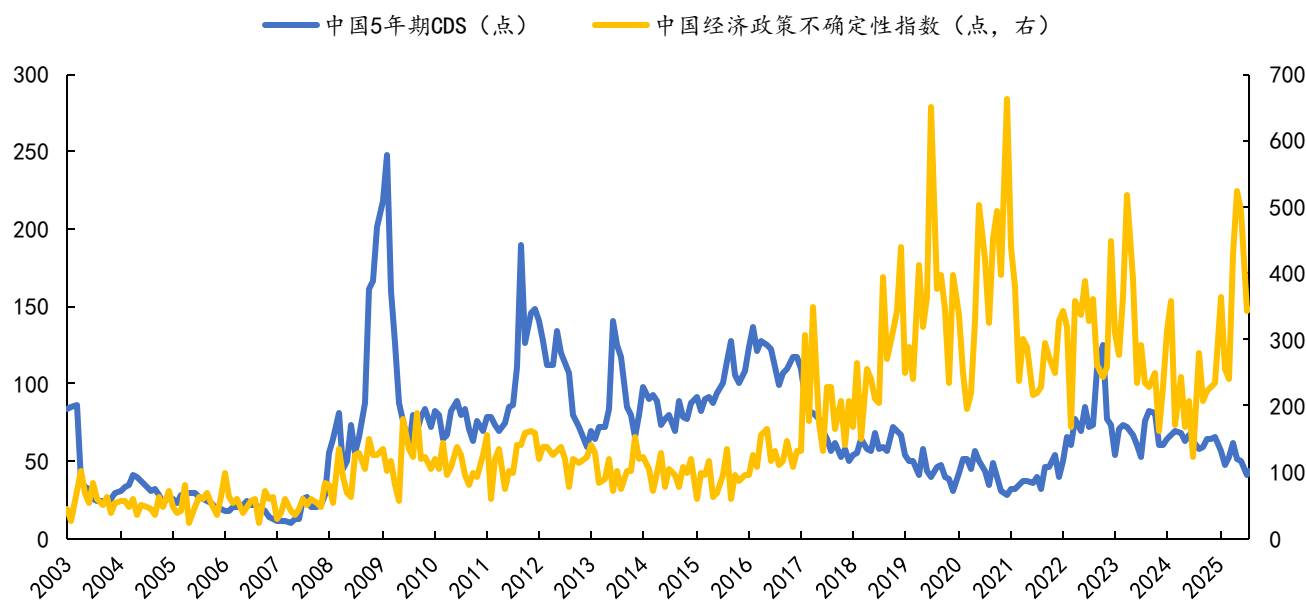


行业上，2025 年被视为中国大模型技术的“产业落地元年”，以国产大模型 DeepSeek 为代表的 AI 技术从实验室走向规模化应用。Agent 技术及推理引擎的突破推动大模型从辅助工具升级为核心生产力，深度渗透政务、金融、制造等领域。此外，中国创新药企迎来“出海黄金期”。2025 年上半年创新药海外授权创新高，辉瑞、默沙东等国际巨头加速“扫货”中国管线。资本市场上，AI 算力、半导体、创新药等新质生产力赛道成为估值锚点。今年上半年 AI 算力板块领涨 A 股，港股创新药板块涨逾 60%。

资金面上，A 股的资金面与其他新兴市场相比拥有更强的自主性。当前人民币面临的是升值压力而非贬值压力，升值预期使人民币资产更具吸引力，能够持续吸引外资流入，同时汇率强势也为国内货币政策提供了更大的操作空间，在需要时决策层有能力、有空间采取更为宽松的政策来支持经济和市场。

政策面上，自去年三季度以来，一系列针对中长期问题的政策调整，特别是通过化债和改革来降低系统性风险的举措，正在产生深远影响。这些改革有效降低了市场的长期尾部风险，为 A 股市场“长期反转、底部抬升、估值修复”奠定基础。今年相较于美国自特朗普上任以来打破常规、充满不确定性的政策环境，中国的政策导向具有高度的稳定性和可预见性，“东稳西乱”压低了资产的风险溢价。

图表 3：中国政策不确定性指数、主权风险 CDS 点数



来源：Bloomberg, Fred, 国金证券研究所

四、A 股水牛的资金面

7 月 A 股市场急涨，呈现出鲜明的资金结构特征：散户和杠杆资金是绝对主力，外资情绪有所回暖，保险稳步入市，而公募机构投资者可能相对滞后（详见《见微知著：谁是市场的增量资金？》）。

进入 8 月，我们观察到内外资情绪延续火热。内资方面，两融资金成交额、成交占比续创新高，此前持续净流出的机构超大单近日流出规模有所回暖，此外，主要宽基隐含波动率自 8 月第二周开始明显上升。外资方面，北向资金成交量与头部海外中国主题 ETF 吸金规模均有所上升，部分海外对冲基金也在加速净买入中国股票³。整体而言，主动型、被动型外资均展现出较 7 月更加强烈的“FOMO”情绪。

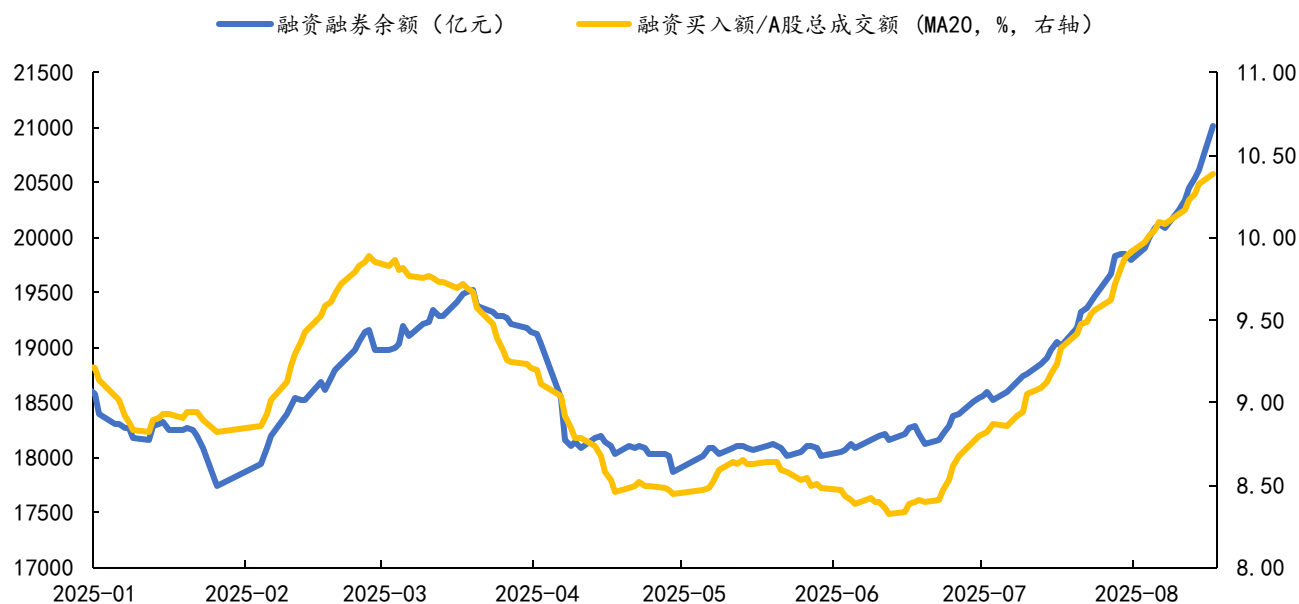
我们认为，下一阶段 A 股的一个重要资金面支撑在于居民存款和理财搬家的潜在空间。7 月金融数据显示，住户存款环比减少 1.1 万亿元，较去年同期多减 7800 亿元，而非银机构存款增加 2.1 万亿元，较去年同期多增 1.4 万亿元。存款利率下行叠加股市赚钱效应增强，可能正在刺激居民部门风险偏好，导致存款搬家行为。

当前居民存款占 A 股总市值的比重仍在历史低位，上升空间广阔，且房地产市场背景已不同于前几轮股票牛市，居民存款去往股市的路径理论上更顺畅，增量资金空间巨大。但存款搬家只是结果，其源头来自于 A 股相对赚钱效应的回升，或基于估值修复，或基于业绩改善。

³ <https://www.zerohedge.com/markets/chinese-stocks-surge-10-year-high>

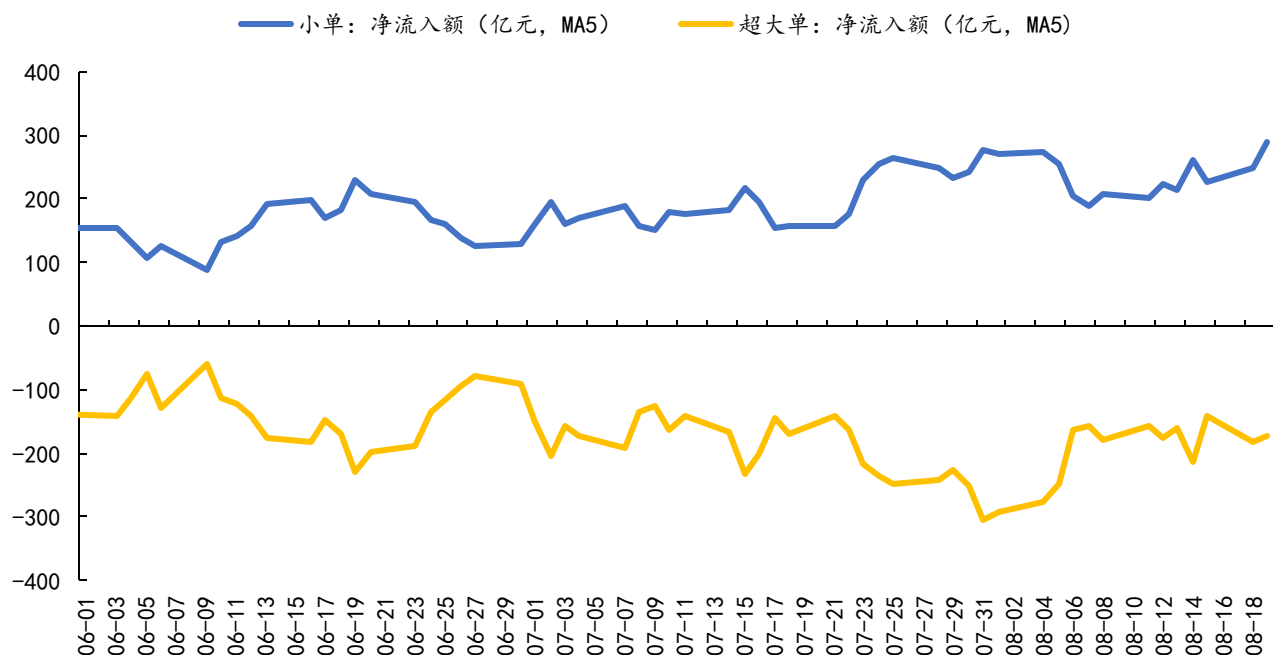


图表 4：进入 8 月，杠杆资金依旧火热



来源：Wind，国金证券研究所

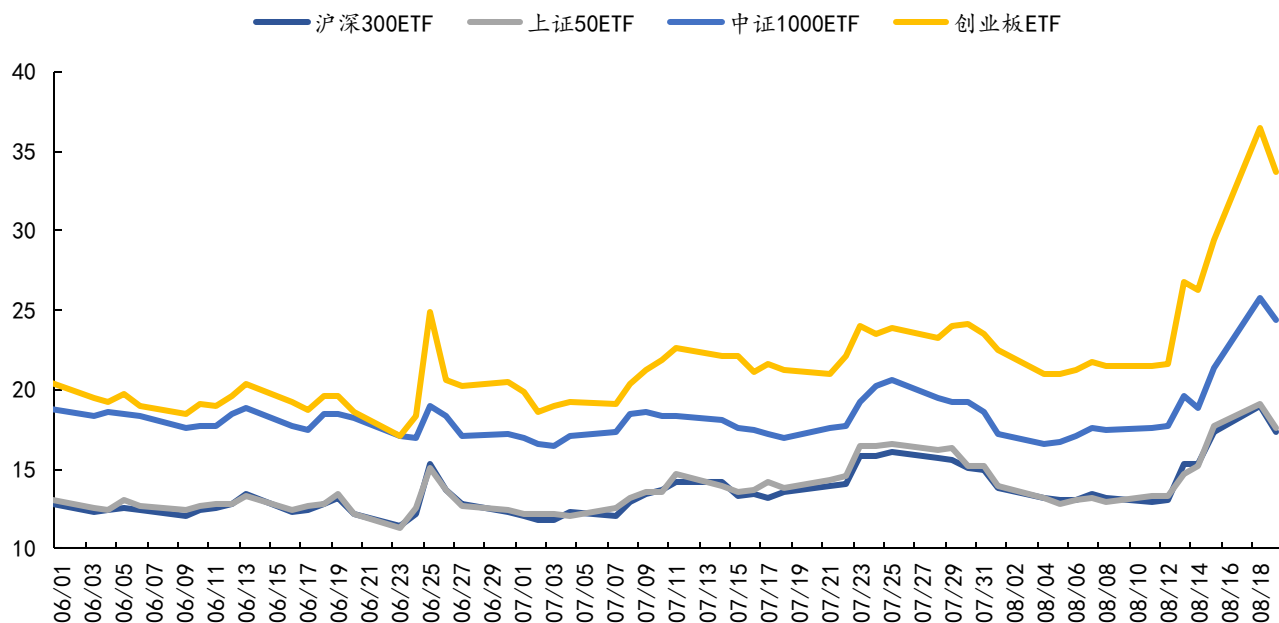
图表 5：8 月小单延续净流入，超大单净流出规模放缓



来源：Wind，国金证券研究所

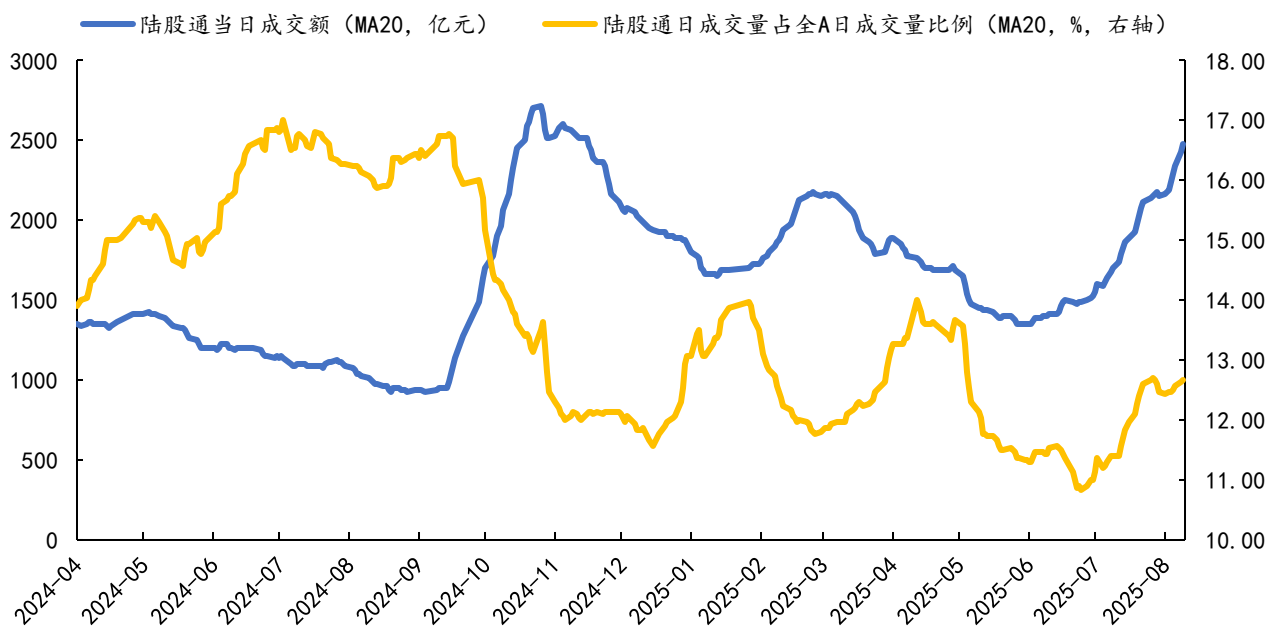


图表 6: A股主要宽基ETF期权隐含波动率明显上升(1M, 平值状态)



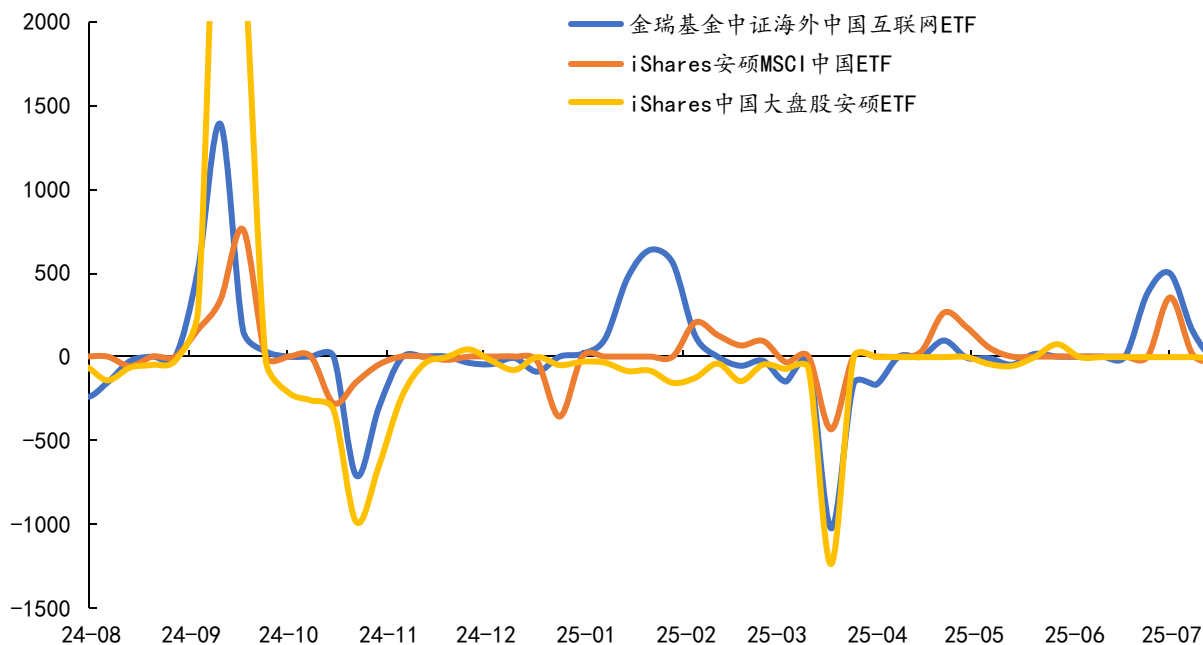
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 8月前两周, 北向资金成交额与占比继续上升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 资产规模 TOP3 的海外上市投资中国的ETF: 周度资金净流量(百万美元)



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 9：7月住户存款同比多减 7800 亿，非银存款同比多增 1.4 万亿（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

五、A 股盈利基本面仍有修复空间

当前 A 股市场的强劲势头与 7 月份宏观经济数据所呈现的疲软态势形成了鲜明对比。7 月份的经济数据正全面环比回落，更加表明市场当前的驱动力主要来自于流动性、政策预期和市场情绪，而非同步的基本面改善，后者也构成了市场潜在的脆弱性来源。



7月投资端全面走弱。固定资产投资累计增速下滑1.6个百分点，7月单月投资增速更是直接转为-5.2%。其中，制造业投资单月增速从5.1%降至-0.3%，可能受到“反内卷”政策下企业投资更趋谨慎的影响。基建投资在狭义和广义口径下均已转负，部分受到“南早北涝”等极端天气因素的扰动。

以一线城市为代表，7月房地产市场继续降温。1-7月房地产投资累计增速持续回落至-12%，1-7月施工、竣工和销售数据累计同比分别为-9.2%、-16.5%、-6.5%。值得注意的是，一线城市的二手房价当月环比-0.8%，这一现象被解读为市场加速出清的信号。一线城市作为最坚挺的核心资产，其价格的松动往往预示着整个市场调整已进入后半程，是市场实现真正出清的必要过程。

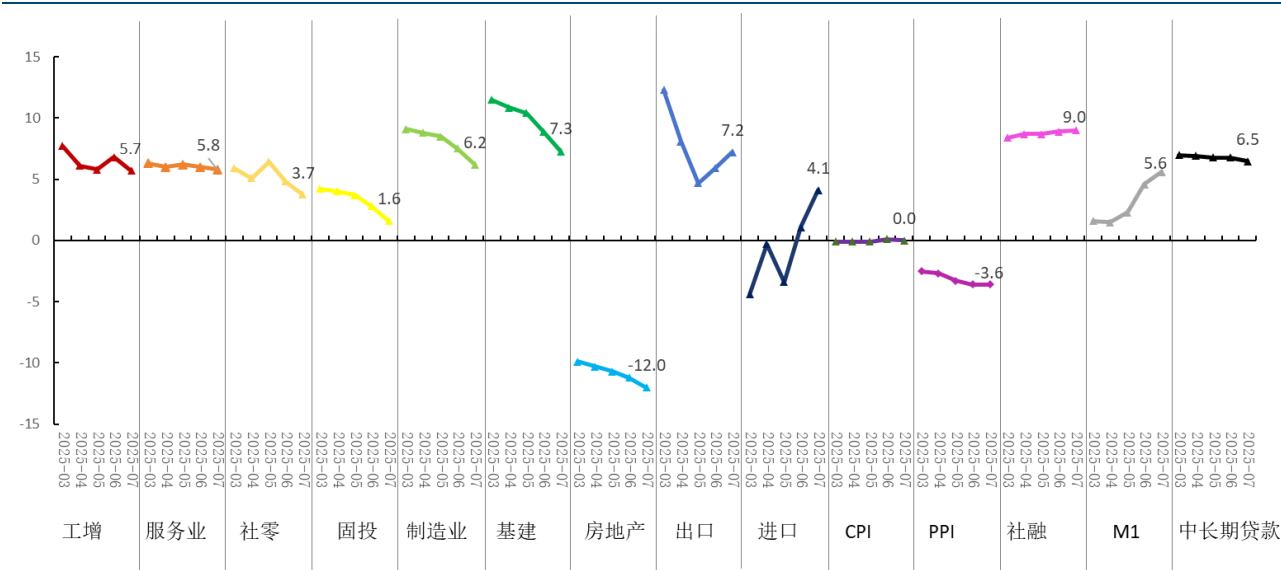
消费动能连续两个月回落。由于前期补贴政策的透支效应，以及7月份地方“以旧换新”补贴政策的暂时空窗期，新一轮补贴直到8月份才落地，且力度有所减弱，消费数据出现回落。

价格压力持续。7月GDP名义增速约为3.6%，实际增速约为5%，GDP平减指数约为-1.4%，表明价格端的压力仍在持续。

企业盈利底部徘徊。与宏观经济价格压力相对应，企业利润目前仍处于磨底阶段，然而在盈利的领先指标——企业流动性数据中，出现了一些积极信号：7月份M1增速连续数月回升至5.6%。这部分得益于去年同期严查“手工补息”导致的低基数，但更重要的是，去年底以来启动的化债工作，特别是地方政府债务置换和清偿企业欠款，改善了城投公司及相关企业的现金流。

通常，企业流动性的持续改善会领先企业利润触底回升约半年到一年，因此尽管当前企业盈利尚未改善，但从M1等领先指标看，明年开始我们或许能观察到企业利润结束磨底、逐步回升的过程。但回升的弹性和持续性，仍需关注房地产市场能否在今明之交成功筑底，以及外部出口环境的变化。8月后，随着周边国家“抢出口”效应的消退，我国出口数据可能面临回落压力，这将是观察企业盈利反弹力度的重要窗口。

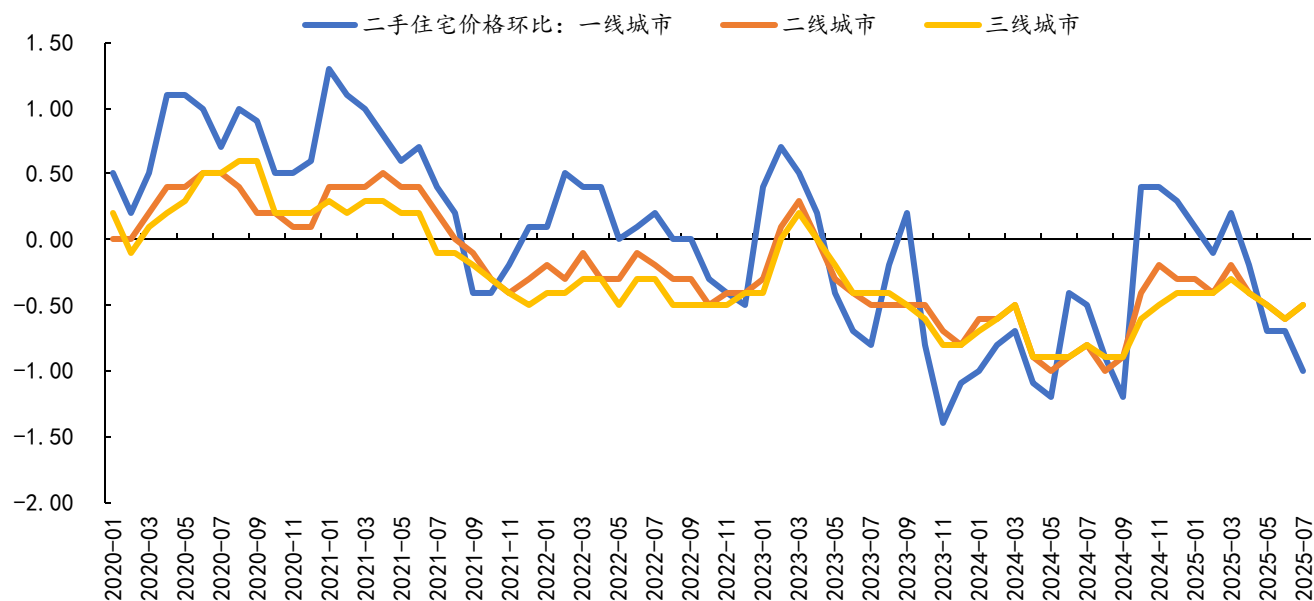
图表 11：7月经济数据相对前值整体放缓（%）



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

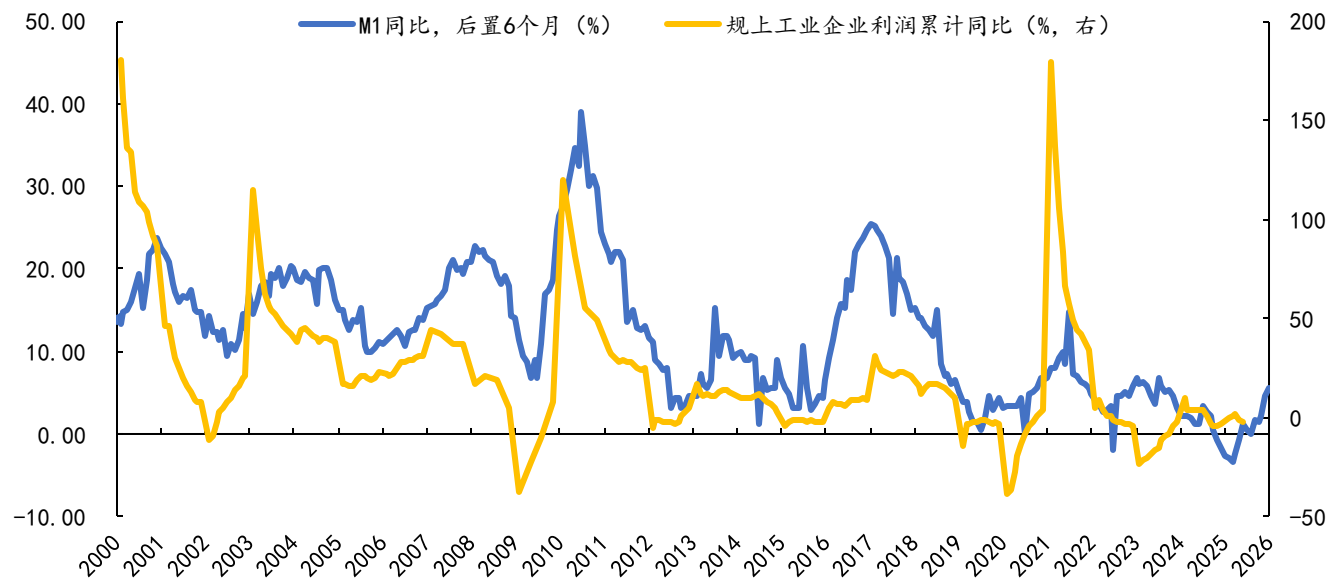


图表 12：各能级城市二手住宅环比变化 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：M1 同比领先规上工业企业盈利增速半年左右 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

六、后续关注点：外部顺风持续性及国内监管动向

A 股市场本轮升势的可持续性，仍旧依赖于外部宏观顺风的持续性和国内监管环境的容忍度。任何一个条件的改变，都可能影响当前的市场轨迹。

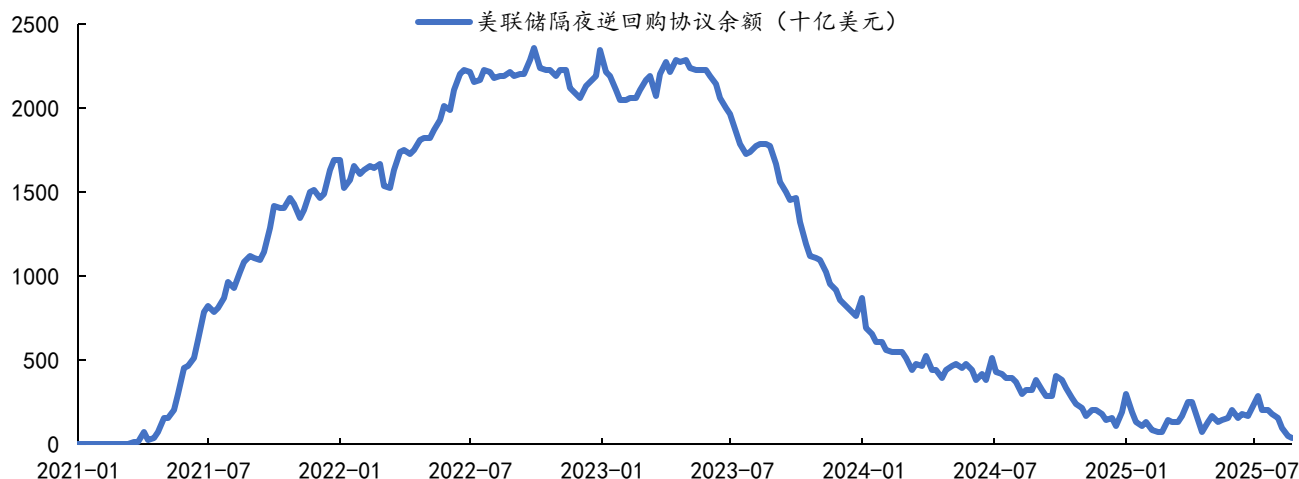
外部方面，当前地缘政治的缓和局面并非牢不可破。一旦贸易争端再起或美国政策出现新的重大不确定性，全球市场的风险偏好可能迅速逆转，从“risk-on”切换至“risk-off”模式。美元指数的反弹和美元流动性的收紧，也可能对全球非美市场构成“抽水”效应。



内部方面，相对宽松的国内监管环境是本轮杠杆和主题炒作行情得以活跃的关键。“9.3 阅兵”等重要时间节点之后，关注监管层是否会出台针对融资融券业务的降温措施，是否会加强对量化私募等活跃交易资金的监管，以及是否会加快 IPO 的审批和发行节奏，以吸收市场过剩的流动性。

短期来看，只要外部流动性环境和内部监管态度依然友好，市场的乐观情绪和积极势头便有望延续，但投资者也应保持审慎乐观。

图表 14：截至 8 月 20 日，流动性“安全垫”——联储隔夜逆回购协议工具（ON RRP）余额仅剩 350 亿美元



来源：Fred，国金证券研究所

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。



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