

A 股 VS 美股：“跑赢”行情的来龙与去脉

2025 年 08 月 21 日

► 在美股有些“恐高”的当下，A 股还在“突破自我”。在跑赢了 GDP 之后，下半年以来 A 股（上证指数）也跑赢了曾经的市场“宠儿”美股（标普 500），按照我们的标准（滚动 12 个月累计收益），相对美国的超额收益已经超过 15%，创下 2015 年以来的新高。有趣的是，在当前的宏观叙事下，人们谈美股，往往谈的是“政策”，是“风险”，而论及 A 股，关键词更多的是空间，是规划……股市成为今年中美“攻守之势异也”最直接和集中的体现。那么未来，我们如何看待这一行情的持续性，以及要继续需要怎样的条件？

► 首先，什么情况下更容易出现 A 股跑赢美股？从 20 世纪 90 年代以来，A 股跑赢美股的月份占比约为 41%。其中，A 股单方面上涨（A 股上涨，美国下跌）的场景占比约为 18.5%。而 A 股、美股共赢的条件下，A 股跑赢的概率更大。

► 为了更好、更平稳地衡量 A 股相对美股的历史表现，我们使用两个维度的度量方式：一是过去 12 个月上证综指相对标普 500 指数的累计“超额”收益率；二是使用扩散指数来衡量过去 12 个月 A 股“跑赢”美股的情况（大于 0 说明过去 12 个月中 A 股跑赢的月数更多）。我们把上述超额收益率大于 0 且在上涨，扩散指数处于上升状态的阶段定义为 A 股“跑赢”美股的阶段。按上述标准，从 20 世纪 90 年代初以来，比较典型 A 股跑赢美股的阶段主要有 10 段（包含今年，持续时间不小于 3 个月）。

► 其次，跑赢区间，股市变动的主要因素是什么？我们将 A 股收益率拆分为 PE 和 EPS，从过去经验来看，估值变动在 A 股涨跌中的贡献相对更大，起到主导作用。行业上，总体来看，机械、金融、军工、计算机等行业更容易跑出较好表现。但具体到各个阶段有所差异，2000 年、2006 年、2009 年受益于经济的改善，有色、煤炭、建筑建材、石油石化等周期性行业表现更为出色，2014 年、2022 年更多是流动性推动，科技行业以及小盘股涨幅更加显著。

► 第三，“跑赢”：如何开始？如何结束？大多数情况下跑赢区间开始于 A 股短期内的快速上行，在跑赢区间开始的初期，A 股往往受益于货币政策的转向（降息降准）、财政带来的盈利预期改善、外部风险的释放等因素快速反弹和修复，从而较美股明显走出超额收益；当然也有例外，其中 2022 年、2002 年 A 股跑赢美股更多是源于美股的剧烈回调。

► 后续会如何演绎？我们倾向于认为本轮 A 股的上涨以及“跑赢”行情并没有结束。一方面，政治局会议明确表示要“增强国内资本市场的吸引力和包容性”，吸引力背后相对收益和稳定性很重要；此外，国内政策仍有空间，经过过去几年的“磨砺”，高层对政策节奏的把控会更加娴熟；另一方面，特朗普“既要又要”的政策矛盾没有找到具有说服力的答案，市场会来回在“宽松”和“通胀”之间反复摇摆。

► 接下来跑赢的持续主要有两种情形：一是共同进入降温或调整，但美股调整的幅度更大；二是继续高歌猛进。目前看前一种情形概率更大。9 月国内阅兵、美联储降息落地后，“慢牛”诉求下行情很可能进入盘整阶段。我们倾向于认为，美国的问题是在降息之后，而第四季度关税对于通胀的传导会进一步加剧，从目前来看，美股对于这一点明显是更加敏感。

► 风险提示：国内经济增长和政策推进不及预期；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓；地缘政治风险升温导致资产价格波动加大。



分析师 陶川

执业证书：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师 邵翔

执业证书：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

研究助理 武朔

执业证书：S0100125070003

邮箱：wushuo@mszq.com

相关研究

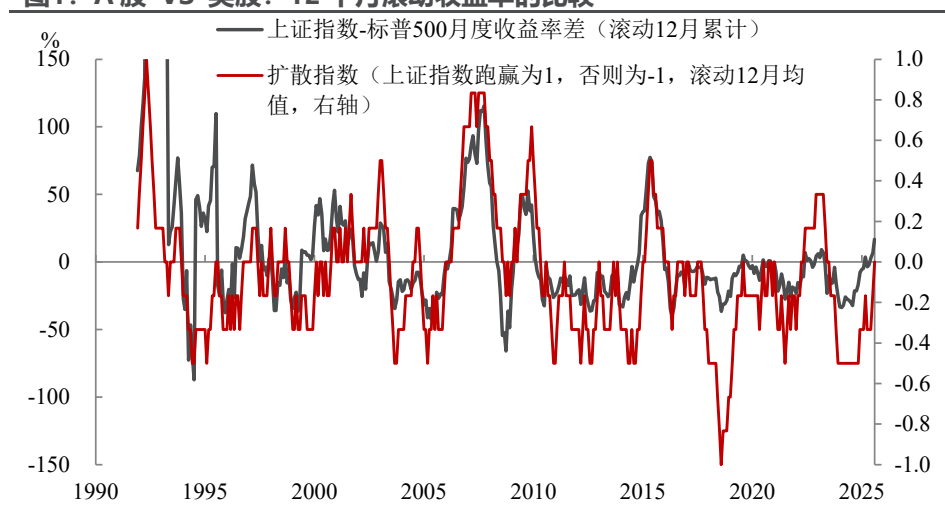
1. 2025 年 7 月财政数据点评：财政收入增速年内新高的背后-2025/08/19
2. 美国经济研究：保税区库存，美企避税的最后自留地-2025/08/18
3. 海外市场追踪：Hibor 上涨：噪音还是隐忧？-2025/08/17
4. 美国经济研究：美国通胀：PPI 会如何“搅局”？-2025/08/17
5. 地缘政治研究：“破冰”几何？美俄会晤的可能影响-2025/08/16

目录

1 什么情况下更容易出现 A 股跑赢美股？	3
2 跑赢区间，股市变动的主要因素是什么？	6
3 “跑赢”：如何开始？如何结束？	8
4 后续会如何演绎？	9
5 风险提示	10
插图目录	11

在美股有些“恐高”的当下，A股还在“突破自我”。在跑赢了GDP之后，下半年以来A股（上证指数）也跑赢了曾经的市场“宠儿”美股（标普500），按照我们的标准（滚动12个月累计收益），相对美国的超额收益已经超过15%，创下2015年以来的新高。有趣的是，在当前的宏观叙事下，人们谈美股，往往谈的是“政策”，是“风险”，而论及A股，关键词更多的是空间，是规划……股市成为今年中美“攻守之势异也”最直接和集中的体现。那么未来，我们如何看待这一行情的持续性，以及要继续需要怎样的条件？

图1：A股 VS 美股：12个月滚动收益率的比较



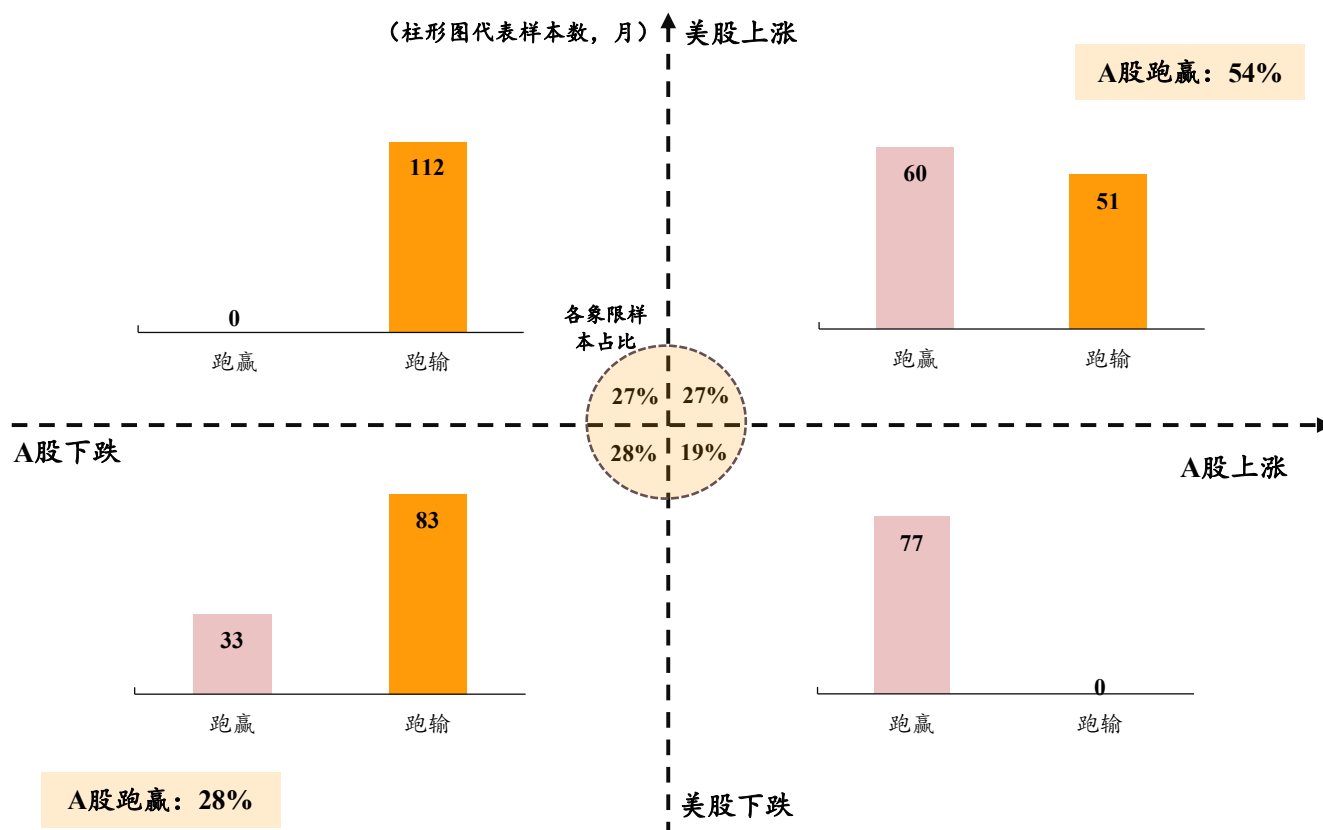
资料来源：ifind，民生证券研究院

1 什么情况下更容易出现A股跑赢美股？

整体而言，A股（上证指数，下同）的稳定性略逊于美股（标普500，下同），从20世纪90年代以来，A股跑赢美股的月份占比约为41%。其中，A股单方面上涨（A股上涨，美国下跌）的场景占比约为18.5%。

A股、美股共赢的条件下，A股跑赢的概率更大。如图2所示，剔除“A股下跌、美股上涨”的情景，**A股和美股同涨同跌的情况“平分秋色”**，其中在同涨情况下，A股跑赢概率约为54%；同跌情况下，这一概率则只有约28%。

图2：A股跑赢美股：什么情况下可能性更大？



资料来源: ifind, 民生证券研究院整理

注: A股为上证指数, 美股为标普500。

为了更好、更平稳地衡量A股相对美股的历史表现, 我们使用两个维度的度量方式: 一是过去12个月上证综指相对标普500指数的累计“超额”收益率; 二是使用扩散指数来衡量过去12个月A股“跑赢”美股的情况 (大于0说明过去12个月中A股跑赢的月数更多)。我们把上述超额收益率大于0且在上涨, 扩散指数处于上升状态的阶段定义为A股“跑赢”美股的阶段。

按上述标准, 从20世纪90年代初以来, 比较典型A股跑赢美股的阶段主要有10段 (包含今年, 持续时间不小于3个月)。从历史上看, 剔除掉1991年和1994年这些早期噪音较大的阶段, 平均来看, “跑赢”行情的7个阶段的持续时间为10个月左右, 上证指数相对标普500的滚动12月累计“超额”收益率最高达到58%左右, 其中, “超额”收益率最高时对应的上证指数滚动12月累计收益率为60%。

图3：A股跑赢美股区间一览

A股跑赢美股阶段（以上证-标普滚动12月累计收益率差正增界定）								
转正日期	高点日期	结束日期	开始到高点时长（月）	开始到结束时长（月）	区间内扩散指数高点日期	上证-标普滚动12月累计收益率差最高值（%）	其中，最高值时上证指数滚动12月累计收益率（%）	其中，最高值时标普500滚动12月累计收益率（%）
2025/6						16.8	30.0	13.2
2022/12	2023/3	2023/4	4	5	2023/3	9.2	2.1	-7.1
2014/11	2015/5	2015/12	7	14	2015/5	77.5	87.0	9.5
2009/3	2009/10	2010/2	8	12	2009/12	52.6	62.0	9.4
2006/3	2007/10	2008/5	20	27	2007/10	115.6	127.7	12.1
2002/7	2003/1	2003/5	7	11	2003/1	28.8	3.3	-25.5
1999/6	2000/12	2001/10	19	29	2001/9	53.0	43.7	-9.3
1996/6	1997/3	1997/8	10	15	1997/3	71.7	88.5	16.8
1994/8	1995/7	1995/7	12	12	1995/7	109.9	130.9	20.9
1991/12	1992/5	1993/12	6	25	1992/5	316.8	324.2	7.4

资料来源：ifind，民生证券研究院

注：本轮截止日暂时按照 2025 年 8 月 20 日统计，不代表实际高点情况。

2 跑赢区间，股市变动的主要因素是什么？

估值盈利贡献上，我们将 A 股收益率拆分为 PE 和 EPS，从过去经验来看，估值变动在 A 股涨跌中的贡献相对更大，起到主导作用。这与我们在此前《“股市跑赢 GDP”：分析框架和中外镜鉴》中提到的基本一致：与国外股市相比，A 股在跑赢 GDP 过程中，估值发挥更重要的作用。

图4：跑赢区间，股市变动主要靠估值

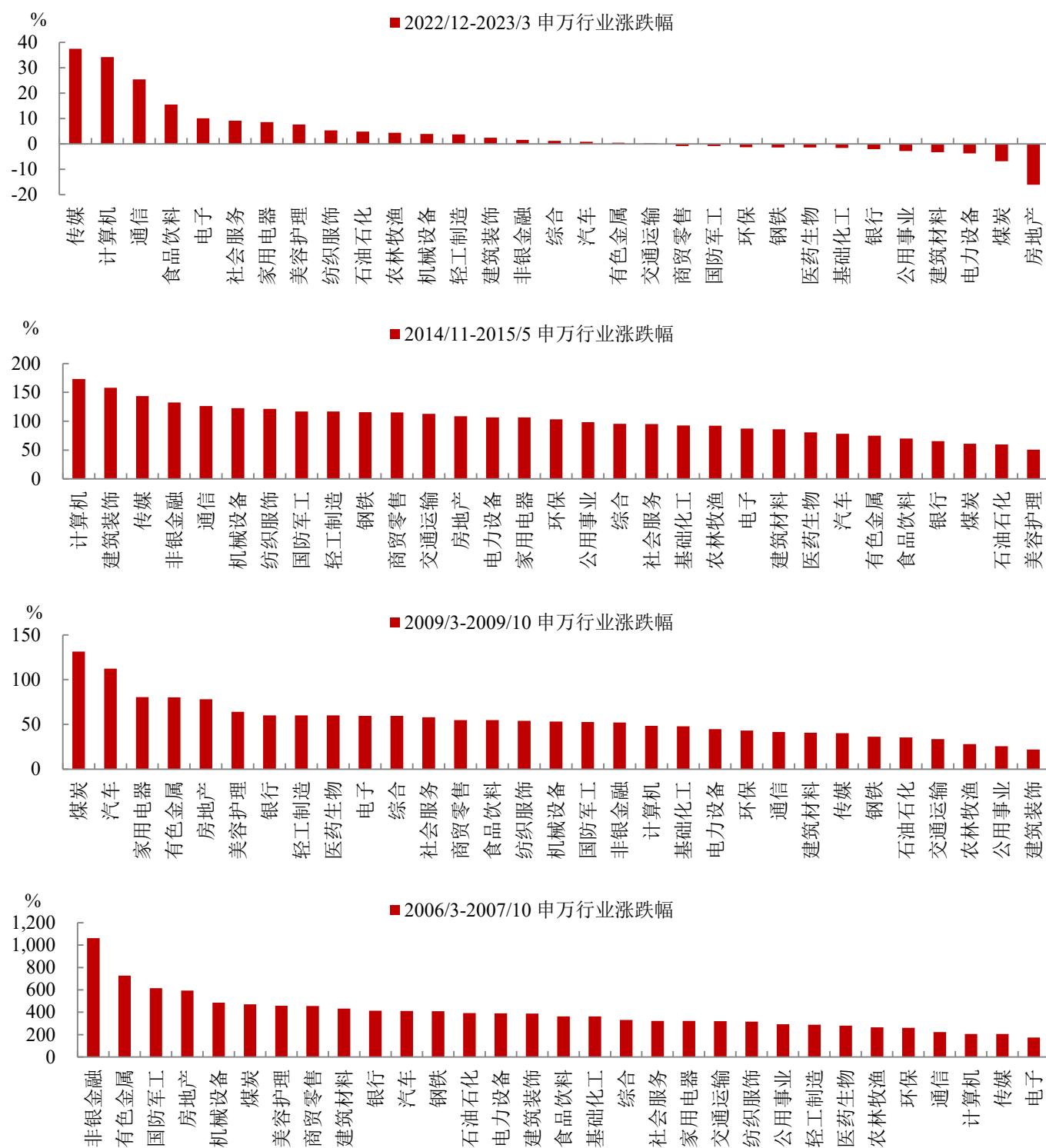
上证-标普滚动12月累计收益率转正至最高值区间内A股表现					
转正日期	高点日期	上证-标普滚动12月累计收益率差最高值 (%)	上证指数区间收益率 (转正至高点, %)	其中, PE贡献 (%)	其中, EPS贡献 (%)
2025/6		16.8	12.7	11.8	0.8
2022/12	2023/3	9.2	3.9	3.8	0.0
2014/11	2015/5	77.5	90.6	100.7	-5.0
2009/3	2009/10	52.6	43.8	74.1	-17.4
2006/3	2007/10	115.6	358.4	127.0	102.0
2002/7	2003/1	28.8	-13.4	-14.2	0.8
1999/6	2000/12	53.0	62.1		
1996/6	1997/3	71.7	91.8		
1994/8	1995/7	109.9	108.3		
1991/12	1992/5	316.8	375.6		

资料来源：ifind，彭博，民生证券研究院

注：盈利为过去 12 个月持续经营摊薄每股收益，数据来源于彭博计算；2000 年以前估值数据缺失，故不予统计；本轮数据统计暂时截止至 8 月 20 日，不代表实际高点情况。

行业上，我们对 2000 年以来 A 股各个跑赢区间内行业进行涨幅排序（使用申万行业分类），总体来看，机械、金融、军工、计算机等行业更容易跑出较好表现。但具体到各个阶段有所差异，2000 年、2006 年、2009 年受益于经济的改善，有色、煤炭、建筑建材、石油石化等周期性行业表现更为出色，2014 年、2022 年更多是流动性推动，科技行业以及小盘股涨幅更加显著。

图5：跑赢区间，A股行业表现



资料来源：ifind，民生证券研究院整理

3 “跑赢”：如何开始？如何结束？

大多数情况下跑赢区间开始于 A 股短期内的快速上行，在跑赢区间开始的初期，A 股往往受益于货币政策的转向（降息降准）、财政带来的盈利预期改善、外部风险的释放等因素快速反弹和修复，从而较美股明显走出超额收益。

当然也有例外，其中 2022 年、2002 年 A 股跑赢美股更多是源于美股的剧烈回调，其中前者主因美联储激进加息带来资金面收紧；而后者则是受到 2001 年年底以来“安然事件”、“泰科公司丑闻”、安达信解体等事件的接连爆发，引发市场风险偏好明显回调，美股重新回到下跌通道。

而跑赢行情结束或来自于 A 股涨幅的走弱（可能原因包括中国国内政策效应的退坡或流动性收紧等），或来自于风险偏好的修复下美股的反弹，从而导致 A 股相对美股的超额收益有所减弱。

图6：跑赢区间 A 股、美股各月涨跌幅

历史A股跑赢美股区间A股、美股单月收益率一览（%，跑赢区间以A股-美股滚动12月累计收益率划分）																																
时间		市场	T-19	T-18	T-17	T-16	T-15	T-14	T-13	T-12	T-11	T-10	T-9	T-8	T-7	T-6	T-5	T-4	T-3	T-2	T-1	T0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9	T+10
①	1996年	A股											25.0	2.3	-1.5	8.1	11.6	5.8	-11.2	5.2	7.8	18.7	12.9	-7.8	-2.7	-4.8	2.6					
		美股											0.2	-4.6	1.9	5.4	2.6	7.3	-2.2	6.1	0.6	-4.3	5.8	5.9	4.3	7.8	-5.7					
②	1999年	A股		32.1	-5.2	1.6	-3.5	-4.2	-4.6	-4.8	12.3	11.7	5.0	2.0	3.2	1.8	4.9	-0.1	-5.5	2.7	5.6	0.1	-0.4	-5.2	7.8	0.3	4.5	0.2	-13.4	-4.5	-3.8	-4.3
		美股		5.4	-3.2	-0.6	-2.9	6.3	1.9	5.8	-5.1	-2.0	9.7	-3.1	-2.2	2.4	-1.6	6.1	-5.3	-0.5	-8.0	0.4	3.5	-9.2	-6.4	7.7	0.5	-2.5	-1.1	-6.4	-8.2	1.8
③	2002年	A股														-4.7	0.9	-5.1	-4.7	-4.9	-5.3	10.5	0.8	-0.1	0.7	3.6						
		美股														-7.9	0.5	-11.0	8.6	5.7	-6.0	-2.7	-1.7	0.8	8.1	5.1						
④	2006年	A股	-0.1	10.9	14.0	1.9	-3.6	2.8	5.7	4.9	14.2	27.4	4.1	3.4	10.5	20.6	7.0	-7.0	17.0	16.7	6.4	7.2	-18.2	8.0	-16.7	-0.8	-20.1	6.3	-7.0			
		美股	1.1	1.2	-3.1	0.0	0.5	2.1	2.5	3.2	1.6	1.3	1.4	-2.2	1.0	4.3	3.3	-1.8	-3.2	1.3	3.6	1.5	-4.4	-0.9	-6.1	-3.5	-0.6	4.8	1.1			
⑤	2009年	A股														13.9	4.4	6.3	12.4	15.3	-21.8	4.2	7.8	6.7	2.6	-8.8	2.1					
		美股													8.5	9.4	5.3	0.0	7.4	3.4	3.6	-2.0	5.7	1.8	-3.7	2.9						
⑥	2014年	A股														10.9	20.6	-0.8	3.1	13.2	18.5	3.8	-7.3	-14.3	-12.5	-4.8	10.8	1.9	2.7			
		美股													2.5	-0.4	-3.1	5.5	-1.7	0.9	1.0	-2.1	2.0	-6.3	-2.6	8.3	0.1	-1.8				
⑦	2022年	A股																	-2.0	5.4	0.7	-0.2	1.5									
		美股																	-5.9	6.2	-2.6	3.5	1.5									
本轮		A股										2.9	3.7	4.3									最高点									
		美股										5.0	2.2	1.7																		
历史均值												明年两会										历史均值										

资料来源：ifind，民生证券研究院整理

注：T0 为上证-标普滚动 12 月累计收益率差到达区间内高点的时期；本轮转正日期按照过去 7 次转正日期距 T0 的平均时间间隔（约为 10 个月）计算，故为 T-10。

4 后续会如何演绎？

按照我们的标准，本轮 A 股跑赢美国起始于 2025 年 6 月，中美元首通话使得中美关系上升到新的阶段，但是值得注意的是此时我们的“跑赢”扩散指数仍为负；直到 8 月，这一指数才上升至 0（过去 12 个月中 A 股仅 6 个月跑赢 A 股）。这意味着 A 股跑赢美国更多是依靠个别月份 A 股大涨或者美股大跌，也意味着 **A 股跑赢行情触碰到了关键的关口**：2015 年之后，除了 2022 年美股大跌带来的被动行情外，A 股“跑赢扩散指数”没有站上过 0，**接下来的 9 月和第四季度十分重要。**

我们倾向于认为本轮 A 股的上涨以及“跑赢”行情并没有结束。一方面，政治局会议明确表示要“增强国内资本市场的吸引力和包容性”，吸引力背后相对收益和稳定性很重要；此外，国内政策仍有空间，经过过去几年的“磨砺”，高层对政策节奏的把控会更加娴熟；另一方面，特朗普“既要又要”的政策矛盾没有找到具有说服力的答案，市场会来回在“宽松”和“通胀”之间反复摇摆。

接下来跑赢的持续主要有两种情形：**一是共同进入降温或调整，但美股调整的幅度更大；二是继续高歌猛进。**目前看前一种情形概率更大。9 月国内阅兵、美联储降息落定后，“慢牛”诉求下行情很可能进入盘整阶段。我们倾向于认为，美国的问题是在降息之后，而第四季度关税对于通胀的传导会进一步加剧，从目前来看，美股对于这一点明显是更加敏感。

5 风险提示

1)国内经济增长和政策推进不及预期：消费、投资、房地产修复不及预期，外需受全球贸易摩擦及关税冲击加剧，经济内生增长动能不足；货币、财政政策不及预期，导致经济复苏不及预期。

2)关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓：关税超预期扩散导致全球供应链风险明显上升，贸易和经济增长大幅放缓。

3)地缘政治风险升温导致资产价格波动加大：俄乌、中东局势升温导致“黑天鹅”事件频发，避险情绪升温，资金外流，放大市场资产波动。

插图目录

图 1: A 股 VS 美股: 12 个月滚动收益率的比较	3
图 2: A 股跑赢美股: 什么情况下可能性更大?	4
图 3: A 股跑赢美股区间一览	5
图 4: 跑赢区间, 股市变动主要靠估值	6
图 5: 跑赢区间, A 股行业表现	7
图 6: 跑赢区间 A 股、美股各月涨跌幅	8

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048