

2025 年 08 月 16 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

当前流动性与预期好转驱动的牛市仍较为健康

报告摘要

核心观点：

- ◆ 8 月以来，美联储或将于 9 月的议息会议上重新开启降息并为全球注入大量流动性的共识不断被强化，已成为当前全球资本市场最核心焦点之一。近期全球资金风险偏好持续提升，全球主要股市多数上涨。国内资金风险偏好同样明显提升，沪指本周再创新高，并一度站上 3700 点。结构上，TMT 板块领涨，非银金融拉升。
- ◆ 本周公布的经济数据略不及预期，显示当前国内经济基本面持续向好的态势仍需稳固。但从中长期看，“反内卷”政策将推动落后产能有序退出，有望解决当前供给过剩问题，提升工业产能利用率和推动再通胀，是本轮经济转型的必备一环。因此，短期经济增速放缓不改变长期改善趋势，后续 A 股盈利能力也有望迎来拐点。
- ◆ 但另一方面，市场流动性持续提升。月度日均成交额占 A 股流通市值比例明显抬升，上升至 2015 年以来的 74.80% 百分位。近期杠杆资金加速进场，融资余额连续刷新年内高点，本周融资余额已突破两万亿，与 2015 年流动性好转驱动的牛市时期 2.27 万亿元的融资余额峰值较为接近，且周内持续冲高。
- ◆ 从数据来看，两融余额虽然接近历史高点，但当前 A 股流通市值也较 2015 年峰值提升超 50%。从两融余额占 A 股流通市值来看，本轮杠杆资金体量仍处于 2014 年以来 51% 的均值水平附近，当前流动性与预期好转驱动的牛市较为健康。
- ◆ 我们复盘发现，A 股近三轮有业绩支撑的牛市，即 2009-2010 年“四万亿”，2016-2017 年供给侧改革+棚改货币化以及 2019-2021 年中美缓和+流动性由紧转松，市场底均领先业绩底。在 A 股业绩

作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书：S0640520030001	
联系电话：010-59219572	
邮箱：liuqd@avicsec.com	
庞晨	研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009	
联系电话：	
邮箱：pangc@avicsec.com	
王警仪	研究助理
SAC 执业证书：S0640123090015	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	
杨子萌	研究助理
SAC 执业证书：S0640124060008	
联系电话：	
邮箱：yangzm@avicsec.com	

相关研究报告

中航策略周报：《新一轮“五年规划”下的市场择时——十五五系列专题（一）》

中航策略周报：《震荡调整是为了更稳步的突破》

中航策略周报：《“反内卷”行情将怎么演绎、如何配置》

中航策略周报：《政策和基本面共同提振市场预期，经济转型牛主升浪或已启动》

中航策略周报：《经济转型牛持续，军工和资源品有望成为三季度市场主线》

中航策略周报：《弱美元周期进程提速，经济转型牛主升浪渐进》

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

转好前，股市均先经历了一波由流动性与预期改善推动的牛市。从复盘经验来看，过去三轮市场领先于业绩出现拐点，背后推动往往源于重大政策刺激下催生 ROE 拐点预期。进一步看，近三轮从流动性与预期好转驱动的牛市转向 ROE 驱动牛期间，行业轮动速度先回落再提升，或由于随着基本面的实际改善和兑现，市场投资逻辑和风格发生转变，市场主线发生切换。

市场走势：



- ◆ 中航证券军工组认为，对军工行情的节奏判断如下：（1）填洼地：前期超跌、悲观预期充分体现的领域，如军工电子、军工材料；（2）塑权重：沪深 300 和 A500 等指数中的军工权重股；（3）“双击”：待到“十四五”末订单和业绩的逐步兑现，以及“十五五”计划的逐步明朗，将带来业绩和估值的“双击”；（4）行业特殊性溢价：并购重组、市值管理预期、地缘政治刺激、新质生产力和新质战斗力等带来的行业溢价。

投资建议：

- ◆ 往后看，美国就业市场明显放缓，9 月美联储降息概率较高，或将为全球释放较大流动性。全球资金风险偏好已提前改善，短期内人工智能、券商、创新药或将成为 A 股阶段性主线。后续仍存在“九三阅兵”以及四中全会等重要催化，关注国内反内卷政策推进情况和“十五五”规划政策线索。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场整体上涨，上证指数（1.70%）、深证成指（4.55%）、沪深 300（2.37%）、科创 50（5.53%）、创业板指（8.58%）、中证 500（3.88%）、中证 1000（4.09%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 5.04%；稳定风格表现较弱，下跌 0.67%。分行业来看，申万一级行业中通信、电子、非银金融表现较强，分别上涨 7.66%、7.02%、6.48%；银行、钢铁、纺织服饰表现较弱，分别下跌 3.19%、2.04%、1.37%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 21018.92 亿元，较上周增加 4054.82 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 21.14 倍，较上周上涨 1.99%。

正文：

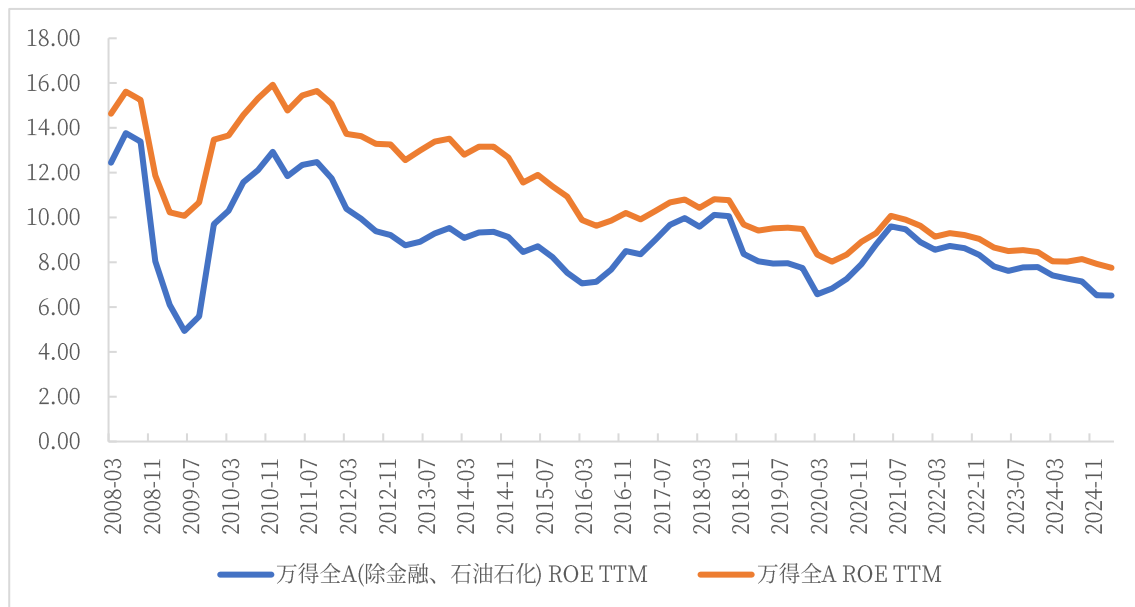
8 月以来，美联储或将于 9 月的议息会议上重新开启降息并为全球注入大量流动性的共识不断被强化，已成为当前全球资本市场最核心焦点之一。近期全球资金风险偏好持续提升，全球主要股市多数上涨。在近期美国和各国的关税政策不确定性陆续下降的背景下，8 月 1 日美国公布的就业数据明显走弱并大幅下修 5、6 月数据，市场预期 9 月美联储降息的概率已大幅提升。8 月 12 日公布的美国 7 月 CPI 数据较为温和，进一步强化了美联储即将开启降息的共识，根据 CME 美联储观察工具显示，本周市场预期美联储 9 月降息概率一度高达 100%。

国内资金风险偏好同样明显提升，沪指本周再创新高，并一度站上 3700 点。结构上，TMT 板块领涨，非银金融拉升。

本周公布的经济数据中部分略不及预期，显示当前国内经济基本面持续向好的态势仍需稳固。从中长期看，“反内卷”政策将推动落后产能有序退出，有望解决当前供给过剩问题，提升工业产能利用率和推动再通胀，是本轮经济转型的必备一环。因此，短期经济增速放缓不改变长期改善趋势。8 月 15 日公布的 7 月经济数据有部分小幅好转，但城镇调查失业率录得 5.2%，较前值上升 0.2pct，固投累计同比 1.6%，较前值下降 1.2pcts，社零同比 3.7%，较前值下降 1.1pcts，工业增加值同比 5.7%，较前值下降 1.1pcts。国房景气指数 93.34，较前值下降 0.25，商品房销售面积累计同比-4.0%，较前值下降 0.5pcts，商品房销售额累计同比-6.50%，较前值下降 1.0pct，但商品住宅价格指数同比-3.4%，降幅缩窄 0.3pct。

股市层面看，当前 A 股 ROE 仍在磨底。后续“反内卷”等政策持续见效后，A 股盈利能力也有望迎来拐点。2025 年一季度万得全 A ROE 连续 2 个季度下降并位于 2008 年以来的最低值，万得全 A 除金融、石油石化 ROE 连续 5 个季度下降并位于 2008 年以来历史百分位 4.41%。再通胀仍在路上，7 月 CPI 同比 0%，较前值下降 0.1pct，PPI 同比-3.6%，与前值持平，显示消费端、生产端供给仍然不平衡。

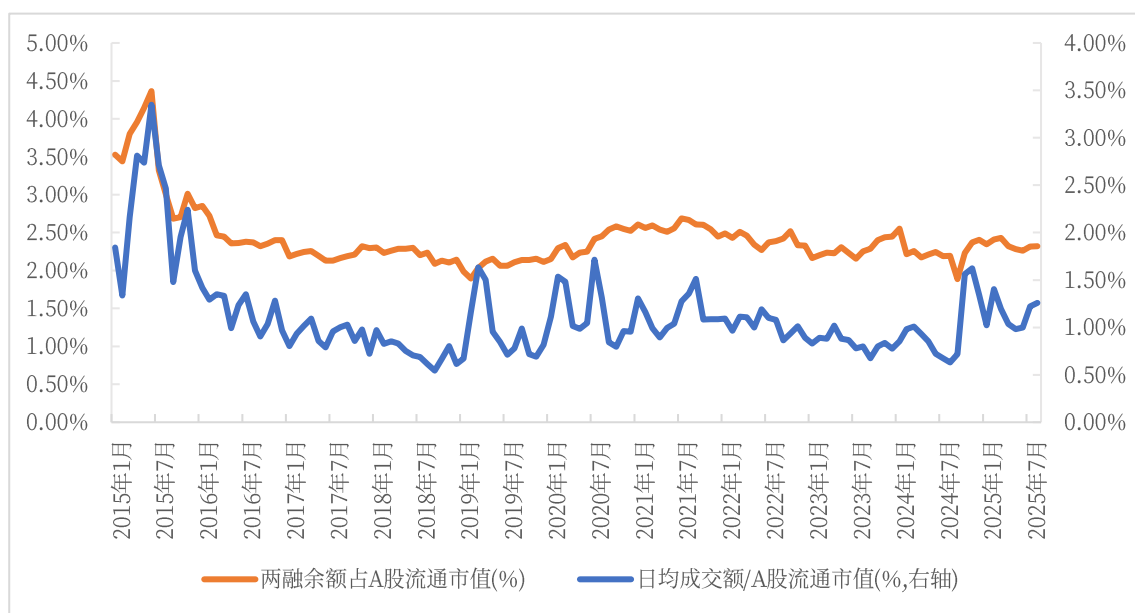
图1 盈利能力拐点尚需等待 (单位: %)



资料来源: Wind, 中航证券研究所 (注: 截至 2025 年一季度)

但另一方面, 市场流动性持续提升。月度日均成交额占 A 股流通市值比例明显抬升, 上升至 2015 年以来的 74.80% 百分位。截至 8 月 15 日已连续 3 日成交额站在 2 万亿元之上, 月度日均成交额占 A 股流通市值比例明显抬升, 上升至 2015 年以来的 74.80% 百分位, 同时, 两融余额占 A 股流通市值比例由底部回升。但主动偏股型公募基金较年初份额下降 1161.56 亿元, 净值上升 434.06 亿元, 或显示本轮流动性牛市加仓主力为散户资金。

图2 当前 A 股量能高企 (单位: %)

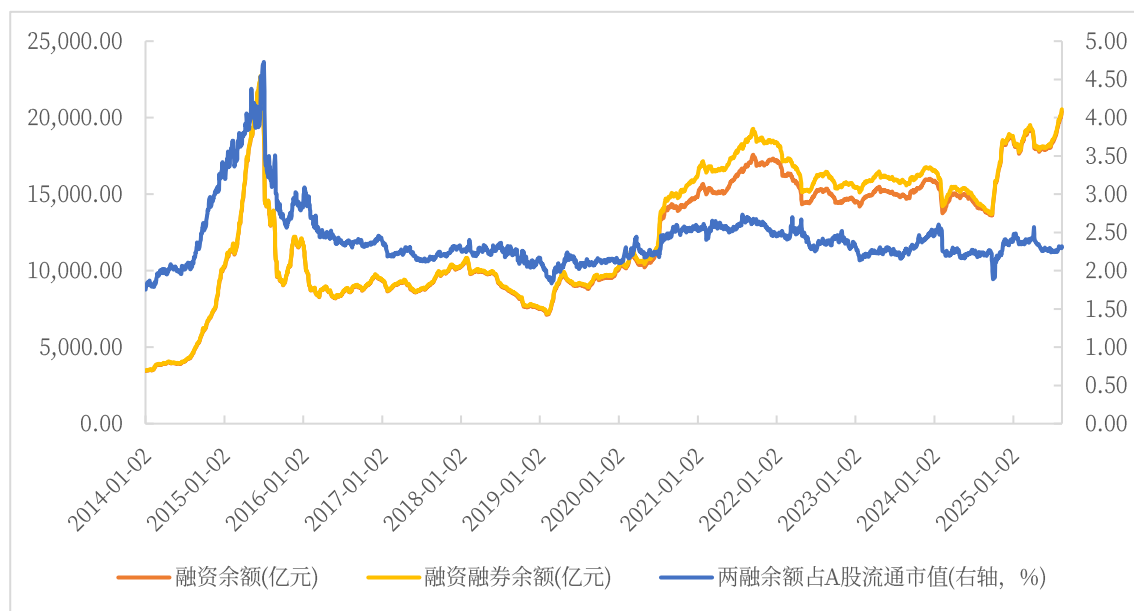


资料来源: Wind, 中航证券研究所

近期杠杆资金加速进场，融资余额连续刷新年内高点，本周融资余额已突破两万亿，与 2015 年流动性牛市时期 2.27 万亿元的融资余额峰值较为接近，且周内持续冲高。

从数据来看，两融余额虽然接近历史高点，但当前 A 股流通市值也较 2015 年峰值提升超 50%。从两融余额占 A 股流通市值来看，本轮杠杆资金体量仍处于 2014 年以来 51% 的均值水平附近，未来还有较大提升空间。截至 8 月 14 日，两融余额虽创阶段新高，但占流通市值的比例仅为 2.3%，远低于 2015 年高峰时期的 4.7%，从占比历史分位数看，处于 2014 年以来的 51%，尚处于中游水平。一方面由于出近十年 A 股整体市值出现显著扩张，另一方面，或反映出本轮杠杆资金参与空间尚有上升空间。

图3 两融余额、两融余额占 A 股流通市值比例



资料来源：Wind，中航证券研究所（注：数据截至 2025 年 8 月 14 日）

我们复盘发现，A 股近三轮有业绩支撑的牛市，即 2009-2010 年“四万亿”，2016-2017 年供给侧改革+棚改货币化以及 2019-2021 年中美缓和+流动性由紧转松，市场底均领先盈利底。在 A 股业绩转好前，股市均先经历了一波预期改善的流动性驱动牛市，然后牛市才迎来基本面改善。

图4 ROE 转好前，A 股均先经历流动性与预期改善推升的牛市（单位：点，%）



资料来源：Wind，中航证券研究所（注：图中指标分别为万得全 A（除金融、石油石化）的月度收盘价和 ROE TTM；阴影为三轮流动性与预期推升的牛市区间，2008 年 11 月-2009 年 6 月、2016 年 2 月-2016 年 3 月、2019 年 1 月-2020 年 3 月）

从复盘经验来看，过去三次市场领先于业绩出现拐点，背后推动往往源于重大政策刺激下催生 ROE 拐点预期。

2008 年全球经济危机蔓延，我国经济遭受冲击日益显现的背景下，11 月，宏观调控政策做出重大调整，实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并推出“四万亿”计划，强力启动内需，促进经济稳定增长。政策刺激下市场对经济企稳回升的预期明显升温，配合宽松流动性，市场触底反弹。之后，万得全 A（除金融、石油石化）ROE TTM 在 2009 年中期触底回升。

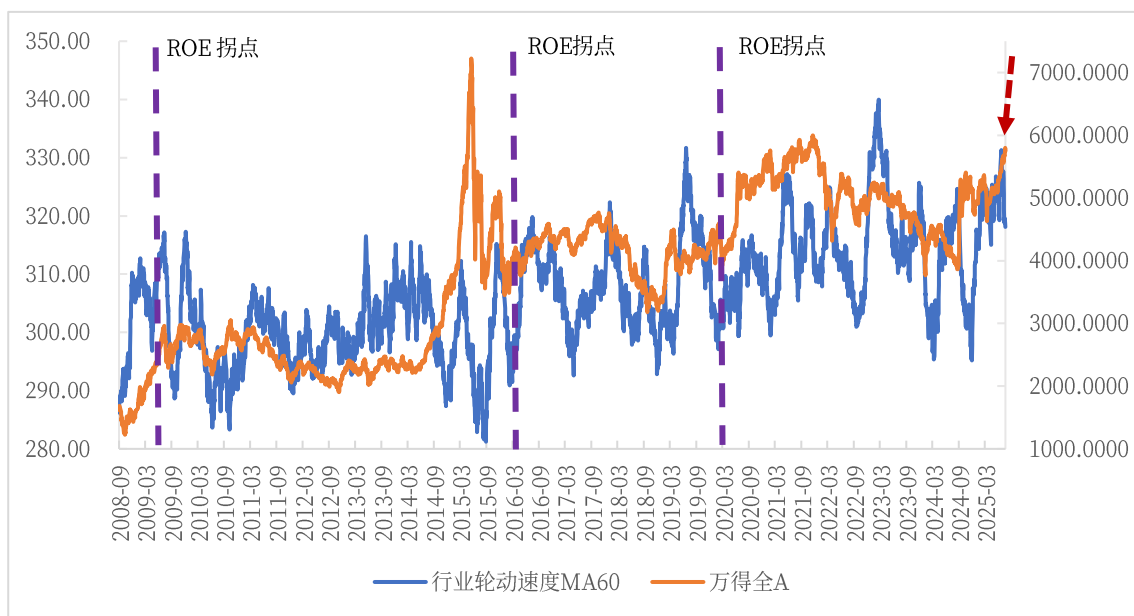
2015 年，我国在经济增长放缓、房地产库存高企问题下，2015 年 11 月中央财经领导小组会议首次提出供给侧结构性改革，年底中央经济工作会议强调抓好“三去一降一补”五大任务，2016 年初中央财经领导小组第十二次会议提出供给侧改革方案需要五个“搞清楚”明确供给侧改革方案基本路径，以及 2 月初钢铁、煤炭等行业改革文件发布，市场对政策力度带来的经济改善预期开始发酵，市场自 1 月末触底反弹，此后开启震荡上行，ROE 也自一季度后重回上行趋势。

经历了 2018 年外部贸易摩擦和美联储连续加息，内部去杠杆背景下，2018 年底至 2019 年初，经济层面的多重压制因素先后缓和。2018 年 12 月 3 日国家主席习近平应邀同美国总统特朗普在布宜诺斯艾利斯共进晚餐并举行会晤，中美关系大幅缓和，虽然此后仍非一帆风顺，但是整个过程中的重要转折点之一。2019 年 1 月 4 日，美联储主席态度转鸽，表示将保持耐心实

施灵活的货币政策，时刻准备着调整政策立场。2018 年 11 月 1 日习近平主持召开民营企业座谈会并发表重要讲话。同时，2018 年下半年至 2019 年初，央行连续降准。2019 年 1 月，A 股快速反弹。2019 年 12 月，中美第一阶段经贸协议文本达成一致，并于次年 1 月 15 日签署。但因 2020 年初疫情的原因中断了国内经济回升势头，A 股 ROE 于 2020 年二季度才快速改善。

进一步看，从流动性改善驱动的牛市转向 ROE 驱动牛期间，行业轮动速度先回落再提升，或由于随着基本面的实际改善和兑现，市场投资逻辑和风格发生转变，市场主线发生切换。2008 年 11 月-2009 年 6 月、2016 年 2 月-2016 年 3 月、2019 年 1 月-2020 年 3 月三次 ROE 驱动牛市前的流动性改善驱动的牛市，均出现万得全 A 走高伴随结构上的行业轮动速度先回落再提升，或由于随着基本面的实际改善和兑现，市场投资逻辑和风格发生转变，并生成新的主线轮动领涨。而当前市场情绪高涨、量能充足，流动性改善牛市走势已基本确认，同时结构上行业轮动速度短暂回落后快速走高，当前截至 8 月 14 日已位于 2008 年 9 月底以来的 87.95%，待 ROE 拐点确认后有望转为 ROE 牛市，并开启下一轮行情。

图5 流动性改善驱动的牛市转 ROE 驱动牛期间，A 股均出现行业轮动先减速再加速



资料来源：Wind，中航证券研究所（注：行业轮动速度计算方法为 31 个申万一级行业的日涨跌幅排名日环比变化的绝对值之和）

中航证券军工组认为，截至 2025 年 7 月末，军工板块出现 22 年 8 月以来首次、“十四五”以来第三次月线三连阳（含 21 年一次四连阳）。从行情驱动逻辑看，本次三连阳与前两次存在本质差异：2021 年 5-8 月四连阳系 2021 年 1-4 月四连阴后的估值修复行情，2022 年 5-7 月三连阳则为 2022 年 1-4 月累计跌幅达 37%后的超跌反弹。而本次三连阳前，军工板块整体运行态势相对平稳，其行情触发因素并非前期调整后的修复需求，而是源于“九



三阅兵”、“十四五”收官、“十五五规划”前夕等关键时间节点临近所带来的行业发展预期确定性增强。

7月国防军工板块月成交额首次突破1万4千亿，达到15272亿元，为历史最高，同时军工板块月成交额占中证全指成交额比例首次连续三月超过4%，军工板块近三月放量增长趋势明显。同时，随着相关个股大涨或者创新高，资金开始寻找洼地，轮动补涨逻辑或将出现。从市场角度看，在连续上涨后，部分资金或将短期获利了结、资金落袋为安，板块短期内或将面临一定的波动压力。

对军工行情的节奏判断如下：（1）填洼地：前期超跌、悲观预期充分体现的领域，如军工电子、军工材料；（2）塑权重：沪深300和A500等指数中的军工权重股；（3）“双击”：待到“十四五”末订单和业绩的逐步兑现，以及“十五五”计划的逐步明朗，将带来业绩和估值的“双击”；（4）行业特殊性溢价：并购重组、市值管理预期、地缘政治刺激、新质生产力和新质战斗力等带来的行业溢价。

投资建议：

往后看，美国就业市场明显放缓，9月美联储降息概率较高，或将为全球释放较大流动性。全球资金风险偏好已提前改善，短期内人工智能、券商、创新药或将成为A股阶段性主线。后续仍存在“九三阅兵”以及四中全会等重要催化，关注国内反内卷政策推进情况和“十五五”规划政策线索。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637