

A 股“跑赢”行情的新高度

2025 年 08 月 13 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoliang@mszq.com

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@mszq.com

➤ 随着沪指翻过去年 10 月 8 日盘中创下的 3674 高点，A 股在继续着自己“跑赢”纪录：

➤ 跑赢“自己”，经过数年的“卧薪尝胆”和关税的“洗礼”，似乎完成了蜕变，透露出成熟市场的从容自信，也不乏新兴市场的积极和活力。

➤ 跑赢“GDP”，截至二季度，股市同比增速已连续四个季度跑赢经济增长，这也是自 2021 年下半年以来首次。

➤ 如果我们回顾今年以来面临的国内外环境的诸多压力，无疑会有感于 A 股这一逆势突围的“难能可贵”，以及“稳定和活跃资本市场”的含金量。那么如何看待 A 股的“跑赢”行情的前景？

➤ 我们在报告《股市跑赢 GDP：分析框架和中外镜鉴》中，引入实际 GDP 和通胀的二维框架，在“量升价降”的变革时期或者“量价齐升”的上升时期，股市上涨的概率更大，也更容易跑赢 GDP 增长。而国内股市行情若想持续，通常路径有两条：一是走“量升价降”的科技新质“慢牛”路线；二是加速走出通胀疲软期，走经济复苏、风格切换路线。具体来看：

➤ 我们构建以一个简单的框架，将名义 GDP 分解成实际 GDP 和 GDP 平减指数两个方面，分别对应着经济中的实际产出和通胀因素，理论上二者的不同组合对应着不同的经济情景（详见报告《股市跑赢 GDP：分析框架和中外镜鉴》），我们发现：

➤ 当出现实际经济增速上行，GDP 平减指数下行或者保持的低位的时候，股市跑赢的概率更大、持续的时间也更长。比较典型的是美国 20 世纪 90 年代信息技术大发展的阶段，创下了美国历史上最长的股市连续跑赢纪录，又如 21 世纪初日本的小泉改革，供给端推进民营化、推动科技和知识产权立国，金融端集中处理不良资产，虽然通胀不强，但是依靠出海等渠道，经济增长企稳反弹，股市也持续跑赢经济。

➤ 但当出现经济处于供需双弱或者类滞胀的阶段，股市相对经济跑出超额的难度大幅上升。这一点从欧洲、日本的经验中可以看出。

➤ 当然中国股票市场有一定的特殊性，在相对不长的历史里，经济减速、通胀偏弱的阶段不时会出现股市异军突起的行情。比较典型的是 1999 年至 2001 年（以下简称 1999 年），以及 2014 年至 2015 年（以下简称 2015 年）。

➤ 两者在宏观上最大不同之一是前者逐步走出了通胀疲软期——2000 年开始，GDP 平减指数转正，股市行情得以切换和延续；而后者经济下行的压力进一步释放——经济增速在 2015 年第四季度破 7，平减指数转负，股市最终回落。作为当前的参考，前者可能是正面案例，后者则提供一定的经验教训。

➤ 不同宏观环境下的行业板块的表现不尽相同。1999 年整体经济还处于 CPI

相关研究

1. 美国经济研究：美国通胀：“不担心”的三个理由 - 2025/08/11

2. 资产价格研究：股市跑赢 GDP：分析框架和中外镜鉴 - 2025/08/08

3. 2025 年 7 月贸易点评：出口加速：7 月外贸的三个“意外” - 2025/08/07

4. 2025 年 7 月服务业 PMI 点评：两个服务业景气指标为何大幅背离？ - 2025/08/06

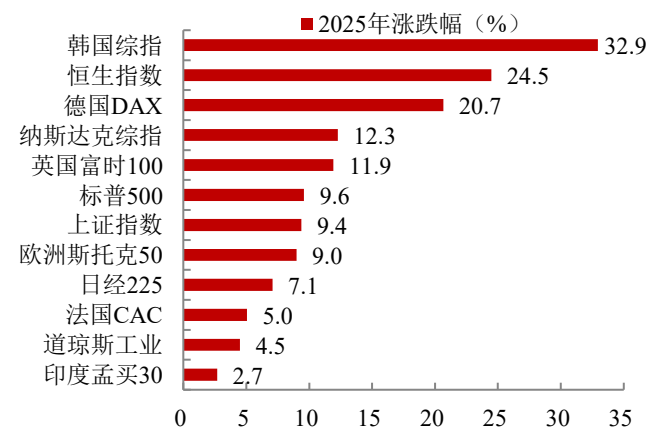
5. 美国经济研究：美国经济成色究竟如何？ - 2025/08/06

同比为负的情况下，比较典型的是“519”行情，表现最好的是金融服务板块，其次是“科技股”集中行业，包括信息设备、信息服务、电子等。而到了2000年经济出现企稳反弹，表现最好的板块是建材、石油石化、农林牧渔、休闲服务和有色金属。相较而言，2015年是普涨行情，排名前列的板块既有计算机、传媒等，也有建筑装饰、非银金融等传统行业。

➤ **回到当前，未来行情持续的两种可能性：**

- 一是实际GDP回升、通胀保持低位的**科技创新路线**。借AI和新质生产力的东风，效仿20世纪90年代的美国和21世纪初的日本，走供给侧和科技慢牛路线。
- 二是实际GDP和通胀同时回升的**周期复苏路线**。宏观政策大发力，1年内再通胀压力明显缓解，板块从成长逐步切换至周期价值。
- **今年上半年，中国经济其实出现了“量增价降”的苗头**——尽管通胀偏弱，但上半年经济增速企稳。而从当前的政策倾向和节奏来看，第一种情形可能更符合未来产业发展的方向。

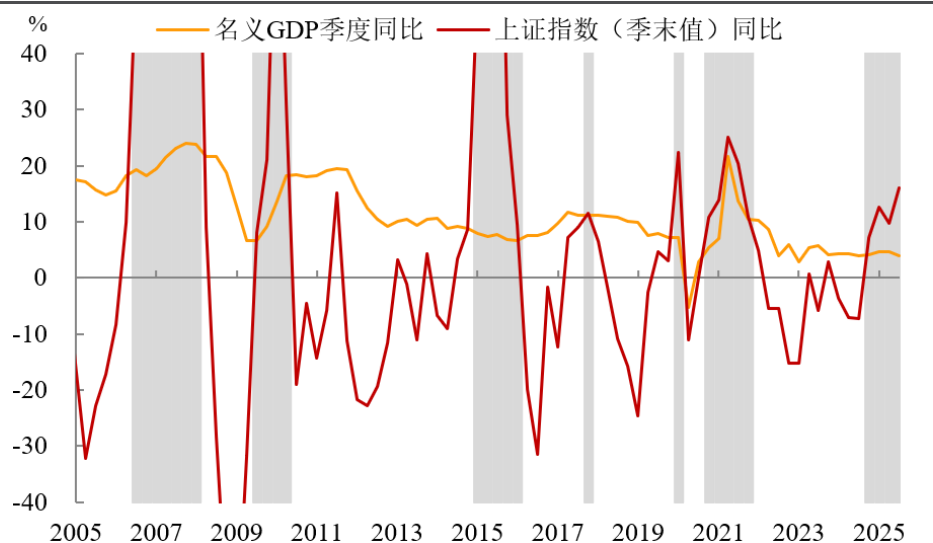
➤ **风险提示：**未来政策推动不及预期；国内外经济形势变化超预期；外部风险扰动下资产波动加大。

图1：2025 年全球股指涨跌幅一览


资料来源：彭博，民生证券研究院
 注：数据截止至 2025 年 8 月 12 日；

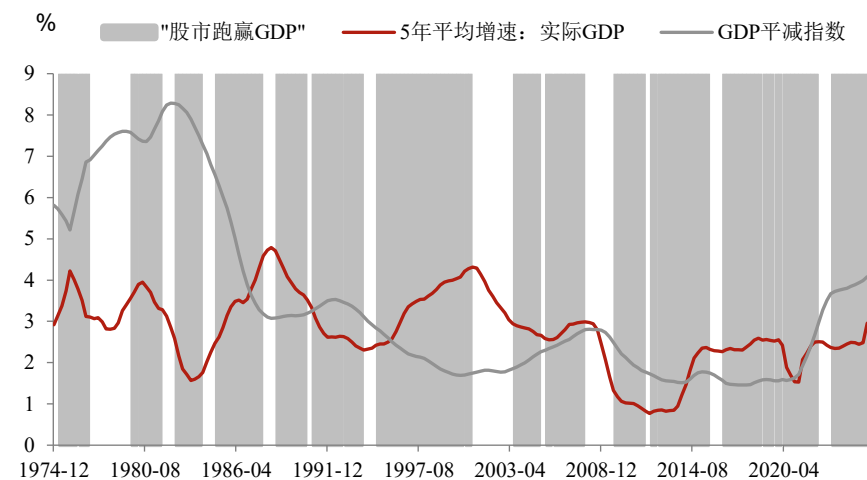
图2：上证指数突破前高


资料来源：iFind，民生证券研究院
 注：数据截止至 2025 年 8 月 12 日；

图3：中国股市增速连续四个季度超过名义 GDP


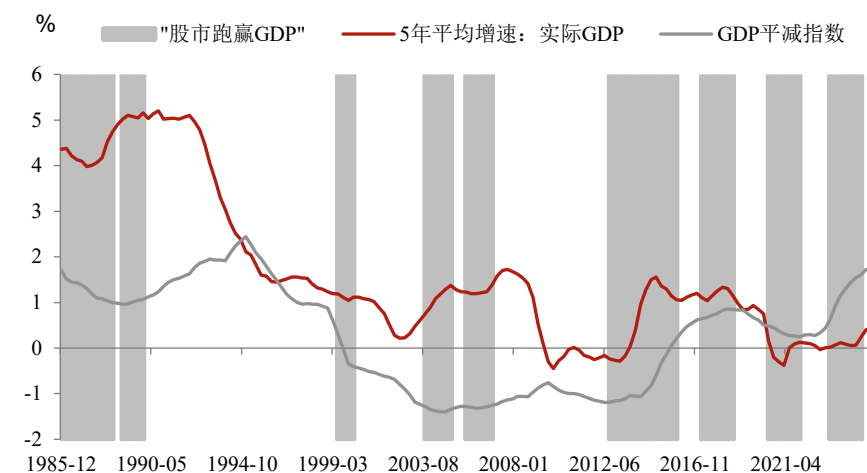
资料来源：iFind，民生证券研究院
 注：数据截止至 2025 年 Q2，阴影部分为股市增速超过名义 GDP 增速的区间。

图4：美国：20 世纪 90 年代创下了最长的股市连续跑赢纪录



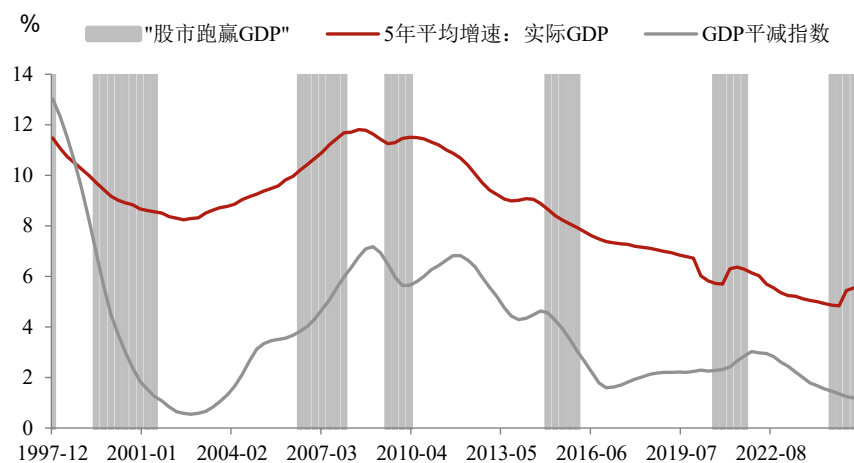
资料来源：ifind，彭博，民生证券研究院

图5：日本：增长和通胀都弱的情况下股市表现也一般



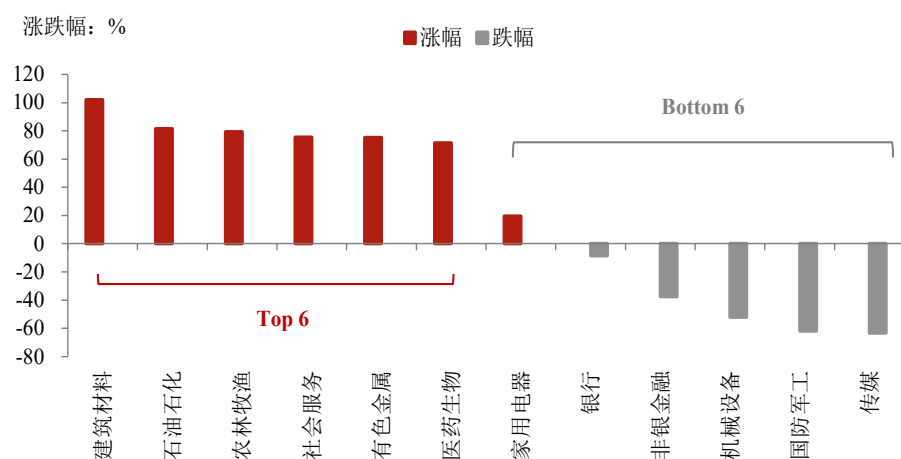
资料来源：ifind，彭博，民生证券研究院

图6：中国：经济不能完全解释 A 股牛市



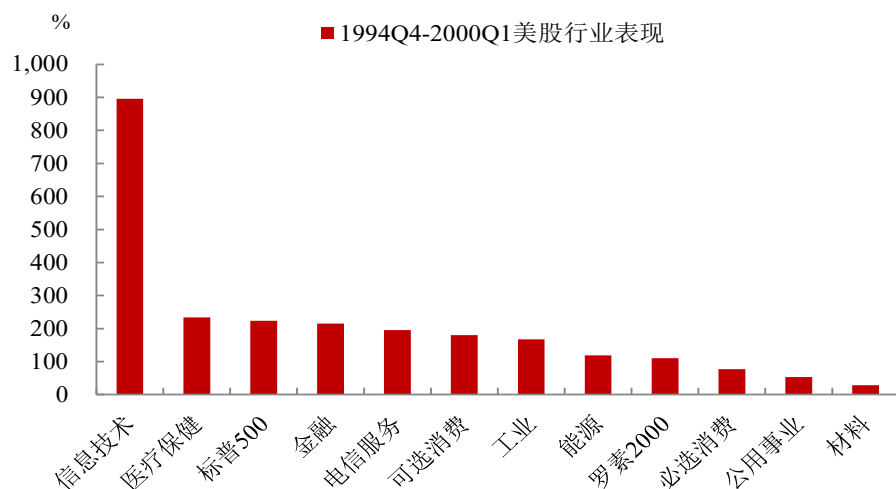
资料来源：ifind，彭博，民生证券研究院

图7：A 股板块表现：2000 年



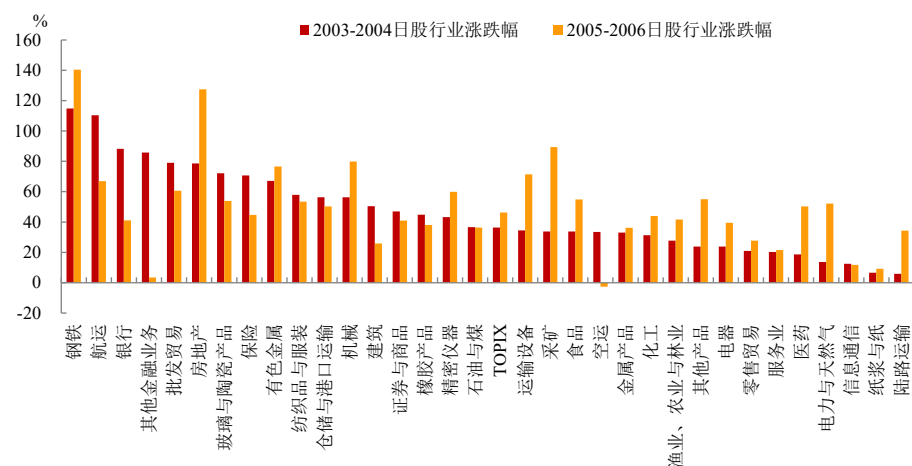
资料来源：ifind，彭博，民生证券研究院

图8：90 年代美股信息技术涨幅领先



资料来源：ifind，彭博，民生证券研究院

图9：21 世纪初日股行业表现



资料来源：彭博，民生证券研究院

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