



A 股策略周报 20250803

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：纪博文（执业 S1130525060006） 分析师：吴晓明（执业 S1130525060005）

mouyiling@gjzq.com.cn

jibowen@gjzq.com.cn

wu_xiaoming@gjzq.com.cn

当所有预期都回摆的时候

水牛是幻觉，盈利是主线

2000 年以来，全 A 非金融 ROE 水平共有 4 次出现趋势性触底回升，分别是 2006Q2、2009Q3、2016Q3 和 2020Q2。在每次 ROE 拐点确认之前的一个季度到半年时间内，市场往往会呈现出估值驱动占比上升、行业轮动速度加快的特征，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。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。差异在于政策侧重的行业不同，从钢铁、煤炭等传统行业转向以光伏为代表的部分产能过剩新兴制造业领域，中国资本与产能过剩的领域已经出现了较大转换。从 2016 年的市场经验来看，在供给侧改革领域，政策重点关注的煤炭、钢铁行业出现持续超额收益的时间节点反而晚于化工、建材行业。本周政治局会议后，市场出现调整且呈现出上周涨幅越大、本周跌幅越大的特征；但是值得注意的是，更依赖于强力政策发力预期的新能源相关行业和商品价格的跌幅并不靠前。这一现象也从侧面说明本周上、中游行业的普遍的调整更多是此前主题交易的回摆，而并非是市场对于供给出清这一长期趋势出现置疑。以上一轮产能出清行情看，基于政策预期的供给侧急涨急跌的主题行情在 2016 年 4 月也曾出现，但行情的回落不是结束，而是真正基本面行情的开始。

海外降息条件趋于成熟，衰退交易并不等于真正的衰退

美国 5、6 月新增非农就业数据大幅下修，引发市场的衰退交易。结合本周公布的就业和 GDP 数据来看，二季度美国确实出现了经济走弱的情况，消费和投资整体对经济的拉动作用下降。这为美联储开启降息提供了条件。不过，衰退交易并不等价于真正的衰退，7 月美国经济已经出现边际好转的迹象：美国劳工统计局 5、6 月修正后的新增非农就业人数明显向 ADP 口径统计的新增非农就业人数靠拢，7 月劳工统计局和 ADP 口径下美国新增就业人数都有回升，且平均时薪增速也有回升；美国 7 月制造业 PMI 读数虽略有下降，但主要原因在于物价和库存分项的影响，这实际上和 7 月以来美国贸易环境稳定相呼应，且 7 月新订单、产出分项好转。如果较差的读数换来了降息，而这可能会和正在形成的美国制造业投资趋势形成共振。因此当下的衰退交易并不是开始，可能只是扰动。

贸易问题或是潜在扰动，但影响可能不及 4 月初

本周中美第三轮贸易谈判结束，双方表态却存在分歧。考虑到白宫在 7 月 31 日发布的新税率表中对大多数国家的征税税率都在 15% 以上，中方想要维持关税税率在 10% 的水平可能有较大难度。未来贸易问题可能是市场扰动的来源，不过影响相比 4 月初要更小。一方面，本轮美国对其他国家加征关税的幅度相比 4 月幅度更低，且国家间差异较低，贸易不稳定性对全球经济预期的影响相比 4 月份或将更小；另一方面，目前美国和除中国外的大多数国家的关税水平已经确定，对于中国企业来说可能仍有进行转口贸易的空间。

调整过后，盈利回升仍是趋势

本周市场的调整更多反映的是交易尺度上的回摆，我们提出的中国企业盈利改善的长期趋势并没有发生变化。美国二季度劳动力市场走弱为美联储开启降息提供了条件；而 7 月以来美国对外贸易环境趋于稳定，经济领域边际好转的迹象已经出现，后续在美联储降息背景下海外制造业活动的修复同样值得期待。基于以上情况，我们给出的配置推荐如下：第一，同时受益于海外制造业修复、国内“反内卷”政策推进的上游资源品（铜、铝，石油石化）及资本品（工程机械、重卡、叉车），中间品（钢铁）。第二，未来股权将优于债权，保险的长期资产端将受益于资本回报的见底，建议关注非银金融；第三，国内政策主线围绕“民生”，建议关注红利型消费（食品饮料、家电）以及部分服务业消费（酒店餐饮、旅游休闲）。

风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么可能会对长期盈利趋势的改善造成影响。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



内容目录

1、水牛是幻觉，盈利是主线.....	3
2、海外：降息条件趋于成熟，衰退交易并不等于真正衰退.....	5
3、贸易问题或是潜在扰动，但影响可能不及4月初.....	7
4、调整过后，更应坚定长期主线.....	8
风险提示.....	8

图表目录

图表 1：历史上，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....	3
图表 2：在确认 ROE 触底回升前，估值对涨跌幅的贡献普遍有所提升.....	3
图表 3：在确认 ROE 触底回升前，常出现行业轮动速度加快的现象.....	3
图表 4：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.....	4
图表 5：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.....	4
图表 6：类似最近两周主题式急涨急跌行情在 2016 年也曾出现.....	4
图表 7：供给侧改革后，煤炭、钢铁行业超额收益持续扩张的时间节点晚于化工、建材行业.....	4
图表 8：股票市场中，前期涨幅较大的行业本周回撤居前.....	5
图表 9：最近两周商品市场同样出现较大波动，上周涨幅较大的品种本周跌幅居前.....	5
图表 10：美国 5 月、6 月新增非农就业人数合计下修超 25 万人.....	5
图表 11：8 月 1 日全球市场呈现衰退交易特征.....	5
图表 12：剔除掉库存和进出口的影响，消费和投资对 25Q2 美国经济增长的拉动走弱.....	6
图表 13：非农数据公布后投资者对美联储 9 月开始降息的概率大幅上升.....	6
图表 14：劳工部和 ADP 口径下 7 月美国新增就业人数均出现回升，同时非农时薪同比增速上行.....	6
图表 15：7 月美国制造业 PMI 产出、新订单等分项走高，整体读数下降的原因在于物价、库存相关分项走低.....	6
图表 16：相比于 4 月 2 日白宫公布的关税税率，7 月 31 日的税率普遍较低，且不同国家间差异更小.....	7



1、水牛是幻觉，盈利是主线

从过去的经验来看，在确认 A 股 ROE 见底回升前，市场往往会呈现出类似“水牛”的主题行情特征。2000 年以来，全 A 非金融 ROE 水平共有 4 次出现趋势性触底回升，分别是 2006Q2、2009Q3、2016Q3 和 2020Q2。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 1 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。

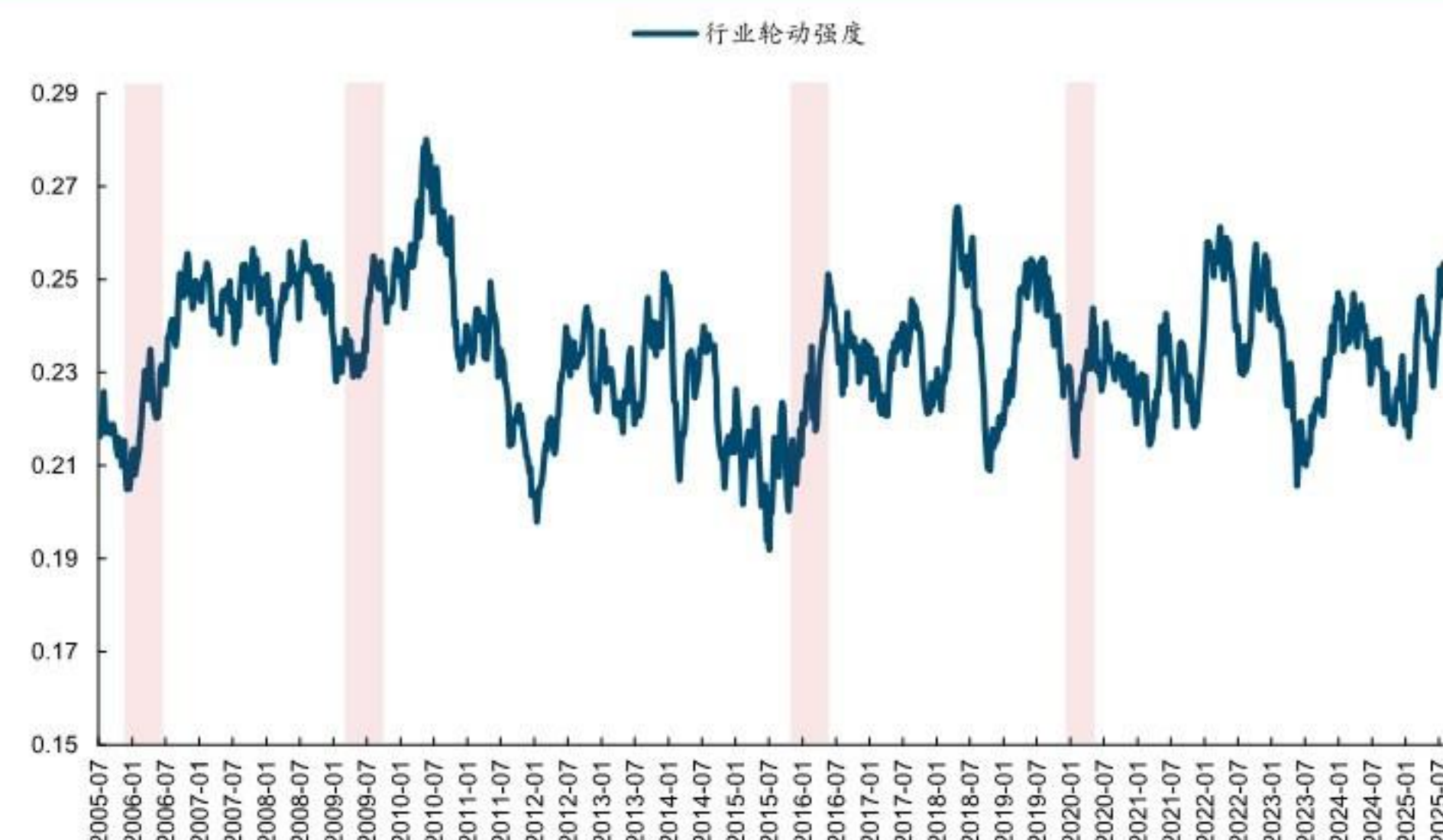
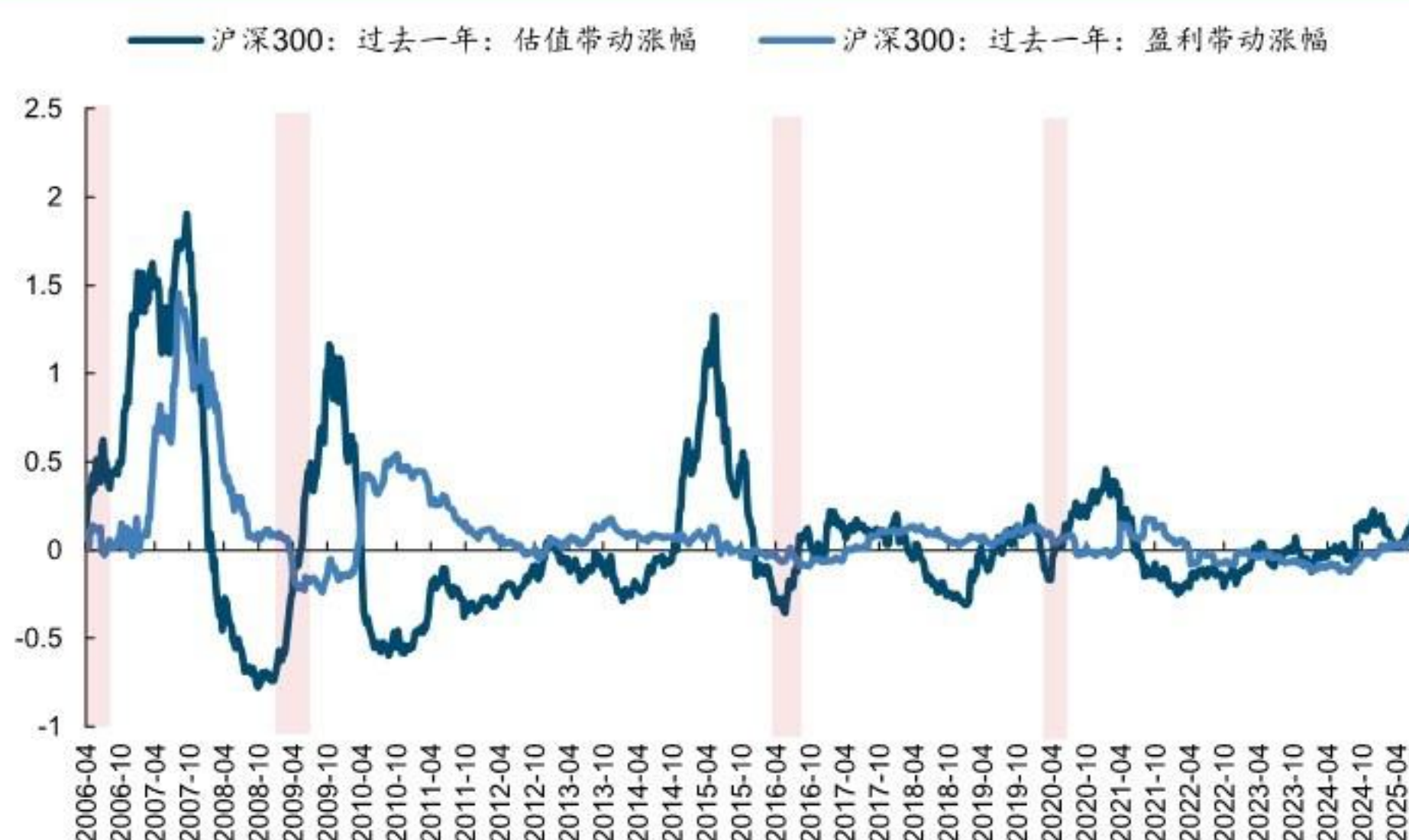
图表1：历史上，全 A 非金融 ROE 见底回升的节点共有 4 次，分别是 2006Q2、2009Q3、2016Q3 和 2020Q2



来源：wind，国金证券研究所

图表2：在确认 ROE 触底回升前，估值对涨跌幅的贡献普遍有所提升

图表3：在确认 ROE 触底回升前，常出现行业轮动速度加快的现象



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

本轮反内卷与 2016 年供给侧改革的相似性在于：在相关政策落地前，经济中自发性反内卷已经开启。在此前的报告中我们曾指出，工业增加值增速与用电量增速之差、大企业与小企业 PMI 的差异可以用于表征自发反内卷的程度。工业增加值增速高于用电量增速且两者差异持续扩大，这可能意味着单位投入带来的产出正在上升；而大企业 PMI 相比于小企业更强，指向部分低效率、规模经济较差的小企业出清进程已经开始。从 2014 年下半年开始，工业增加值增速持续高于工业用电量增速，且两者间差值持续走阔，这和 2024 年初以来的情况较为类似；此外，2015 年 6 月和本轮反内卷政策集中出台前，都出现国内大企业制造业 PMI 相对中小企业表现更强的现象。

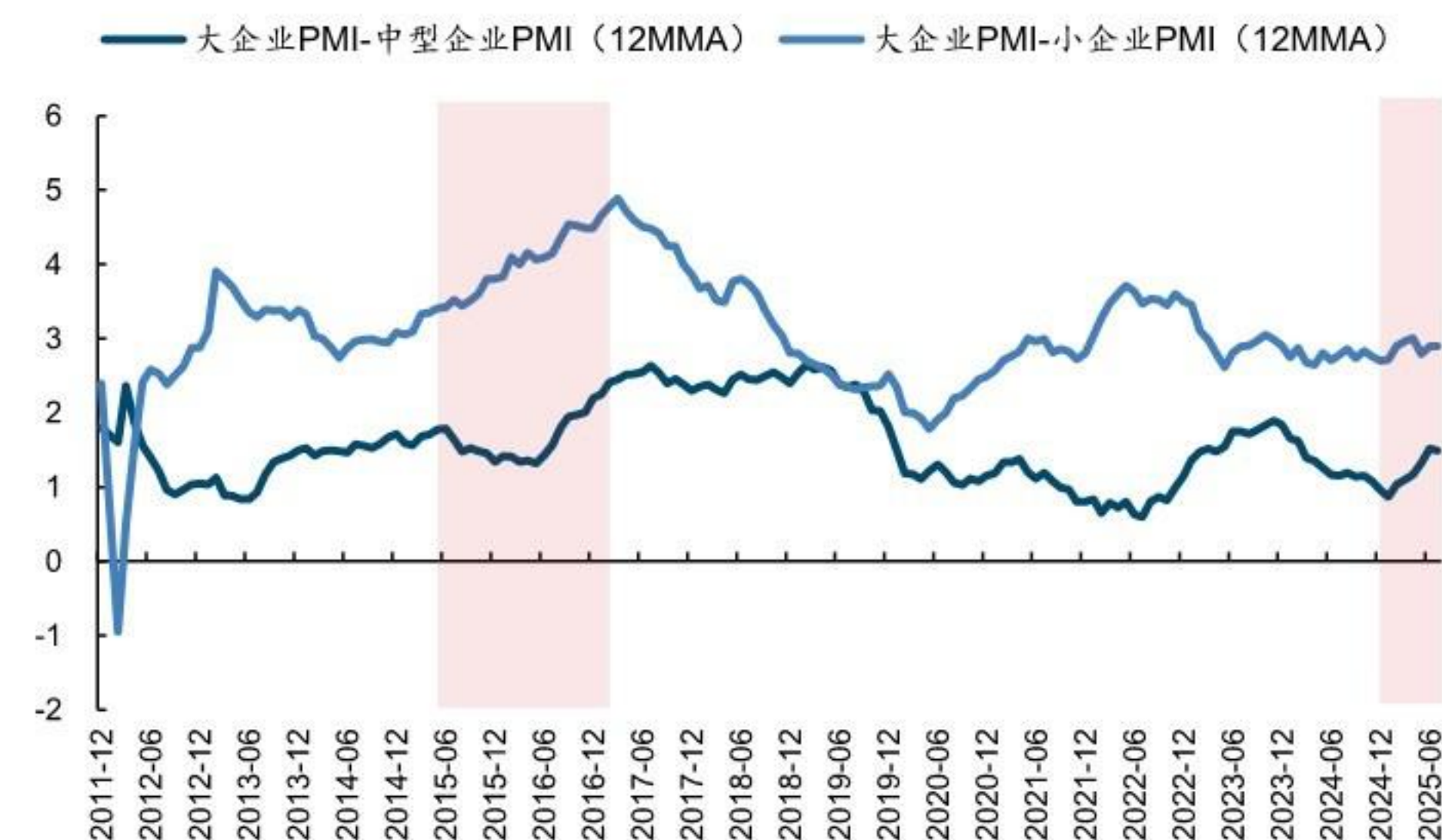


图表4: 在供给侧改革和本轮反内卷之前, 工增增速相对用电量增速扩大的现象已经出现



来源: wind, 国金证券研究所

图表5: 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



来源: wind, 国金证券研究所

本轮反内卷和 2016 年供给侧改革的差异在于政策端的侧重点存在不同, 政策只是顺应了经济与产业趋势并进行助推。2016 年供给侧改革政策的聚焦点在于传统行业, 而本轮反内卷政策的聚焦点在于光伏为代表的部分产能过剩新兴制造业领域。这种差异的背后, 反映的是资本过剩的领域发生了变化, 低产能利用率、低利润率同时产能扩张压力较大的领域由十年前的钢铁、煤炭转变为当前的光伏等行业。

参考 2016 年供给侧改革时期市场的经验, 政策重点关注行业出现持续超额收益的时间节点反而可能更晚。类似于上周和本周基于政策预期对供给侧行业题材进行主体性炒作的情况在 2016 年也有发生: 2016 年 4 月商品市场中焦煤、螺纹钢价格快速上行, 带动 A 股钢铁、煤炭行业在 10 天内涨幅接近 15%, 之后在监管层加大对期货市场的监管力度后在月下旬出现了明显的下跌。而在此之后, 供给侧改革板块中政策端着墨较少的化工、建材行业从 5 月开始持续获得超额收益, 煤炭、钢铁则分别在 6 月和 8 月才开始持续取得相对市场的超额收益。

上周投资者对反内卷概念形成了主题式炒作, 特别是在雅砻江下游水电站开工等事件的催化下, A 股市场当中上游相关行业、以及商品市场中黑色、建材、电新相关品种出现大幅上涨。本周政治局会议后市场出现调整, 无论是 A 股市场还是商品市场, 都呈现出上周涨幅越大、本周跌幅越大的特征。但是值得注意的是, 更依赖于强力政策发力预期的新能源相关行业和商品价格的跌幅并不靠前。这一现象也从侧面说明本周上、中游行业的普遍的调整更多是此前主题交易的回摆, 而并非是市场对于供给出清这一长期趋势出现置疑。

图表6: 类似最近两周主题式急涨急跌行情在 2016 年也曾出现



来源: wind, 国金证券研究所

图表7: 供给侧改革后, 煤炭、钢铁行业超额收益持续扩张的时间节点晚于化工、建材行业

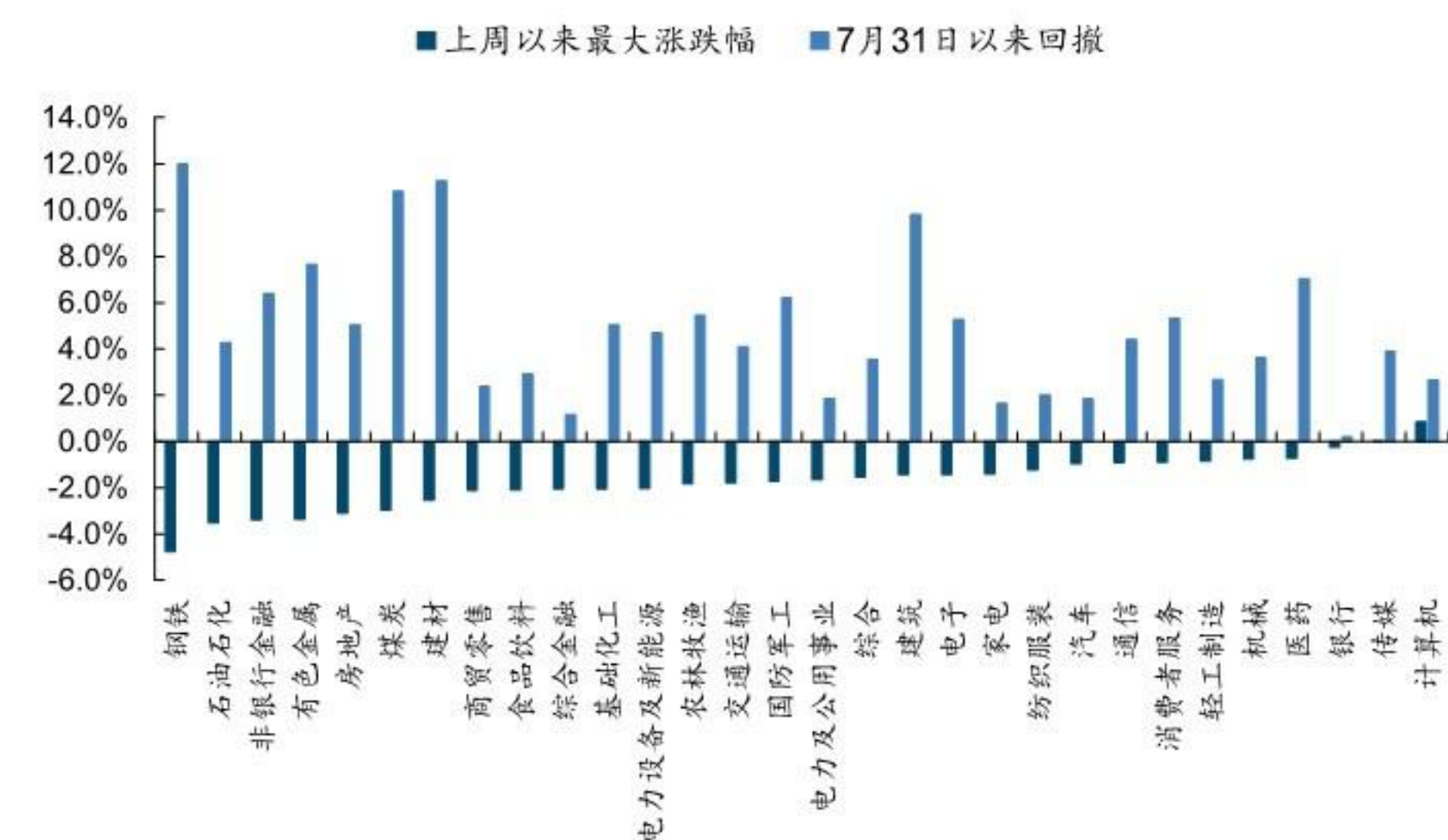


来源: wind, 国金证券研究所

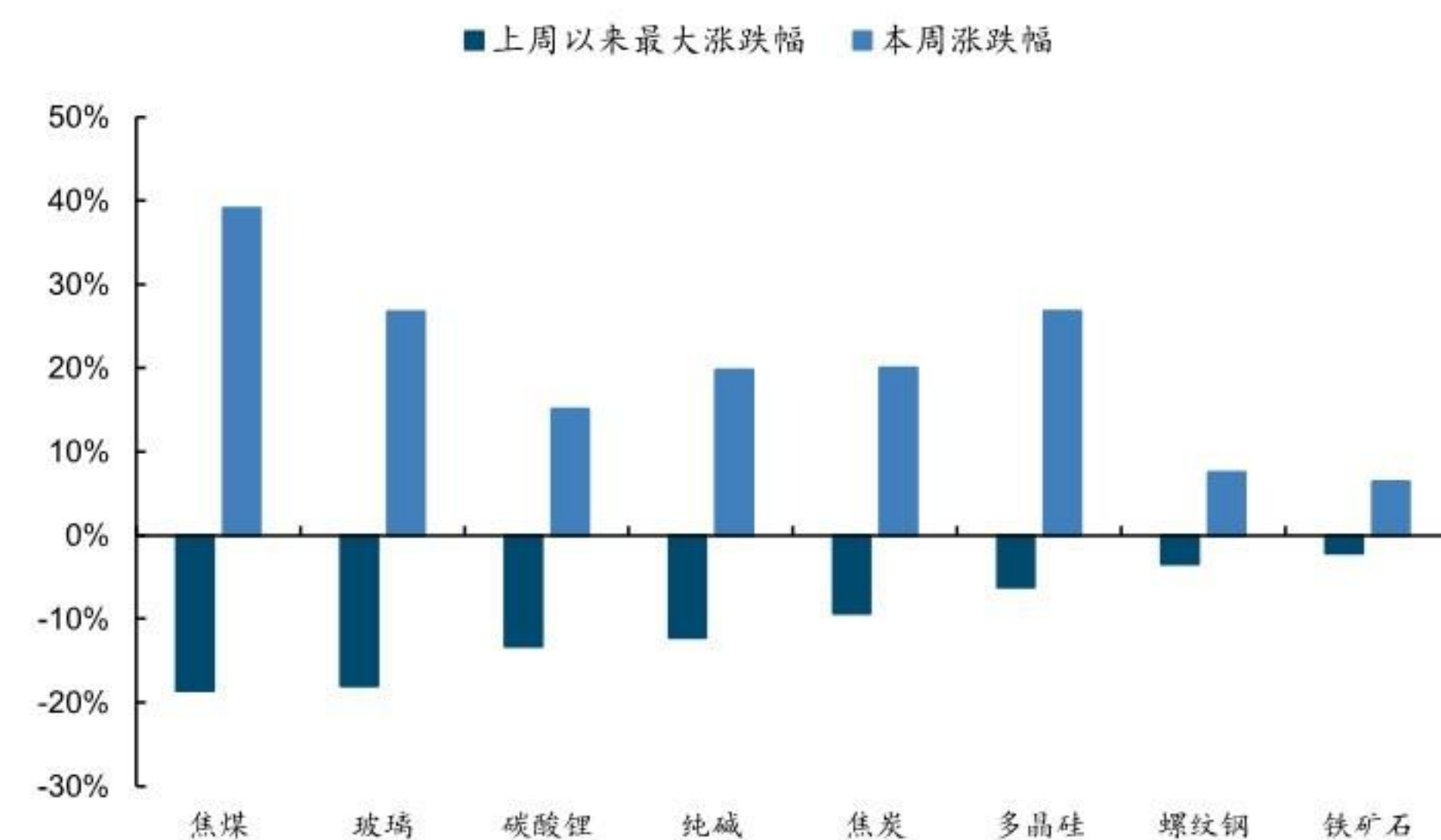


图表8：股票市场中，前期涨幅较大的行业本周回撤居前

图表9：最近两周商品市场同样出现较大波动，上周涨幅较大的品种本周跌幅居前



来源：wind，国金证券研究所



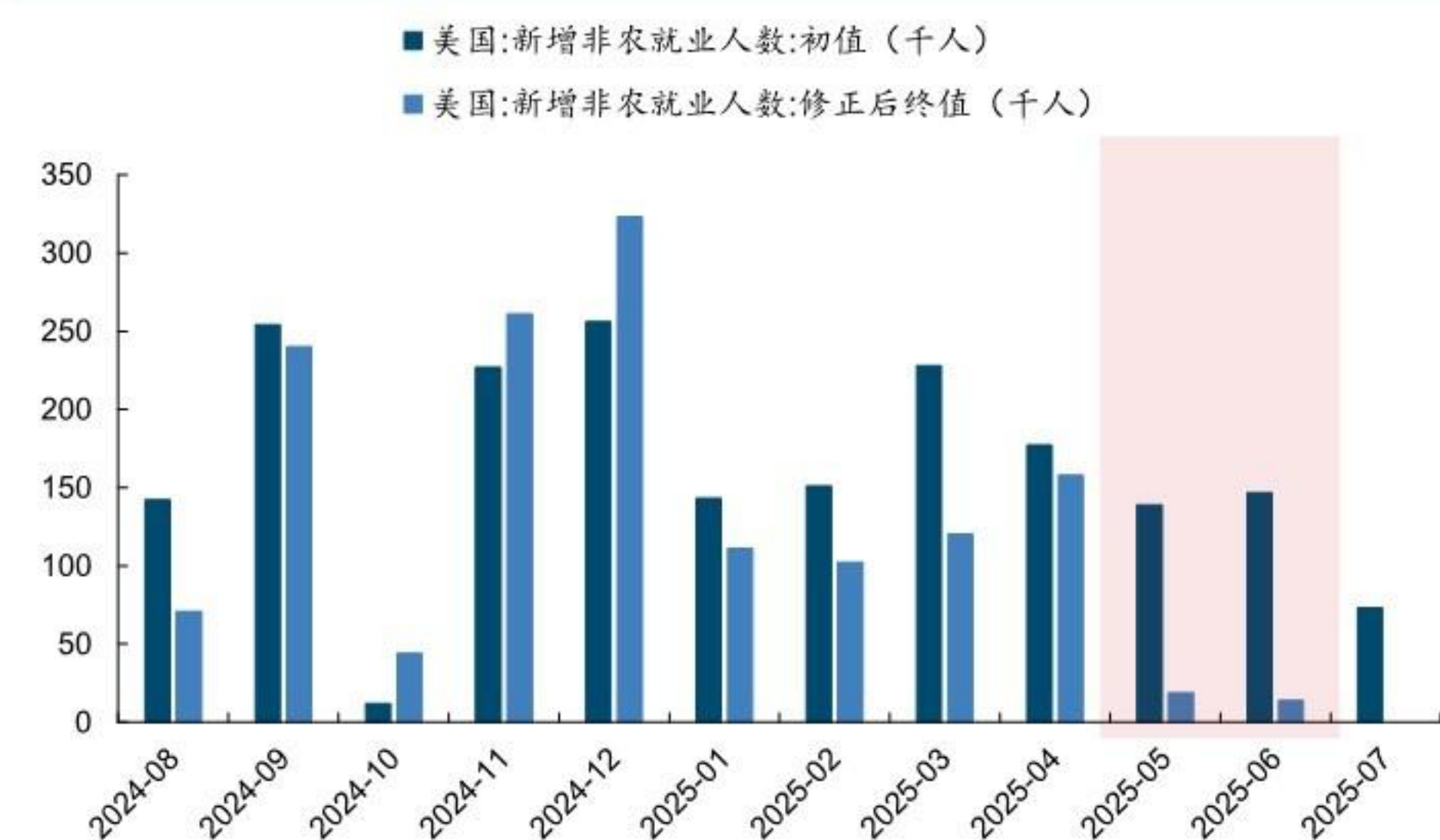
来源：wind，国金证券研究所

2、海外：降息条件趋于成熟，衰退交易并不等于真正衰退

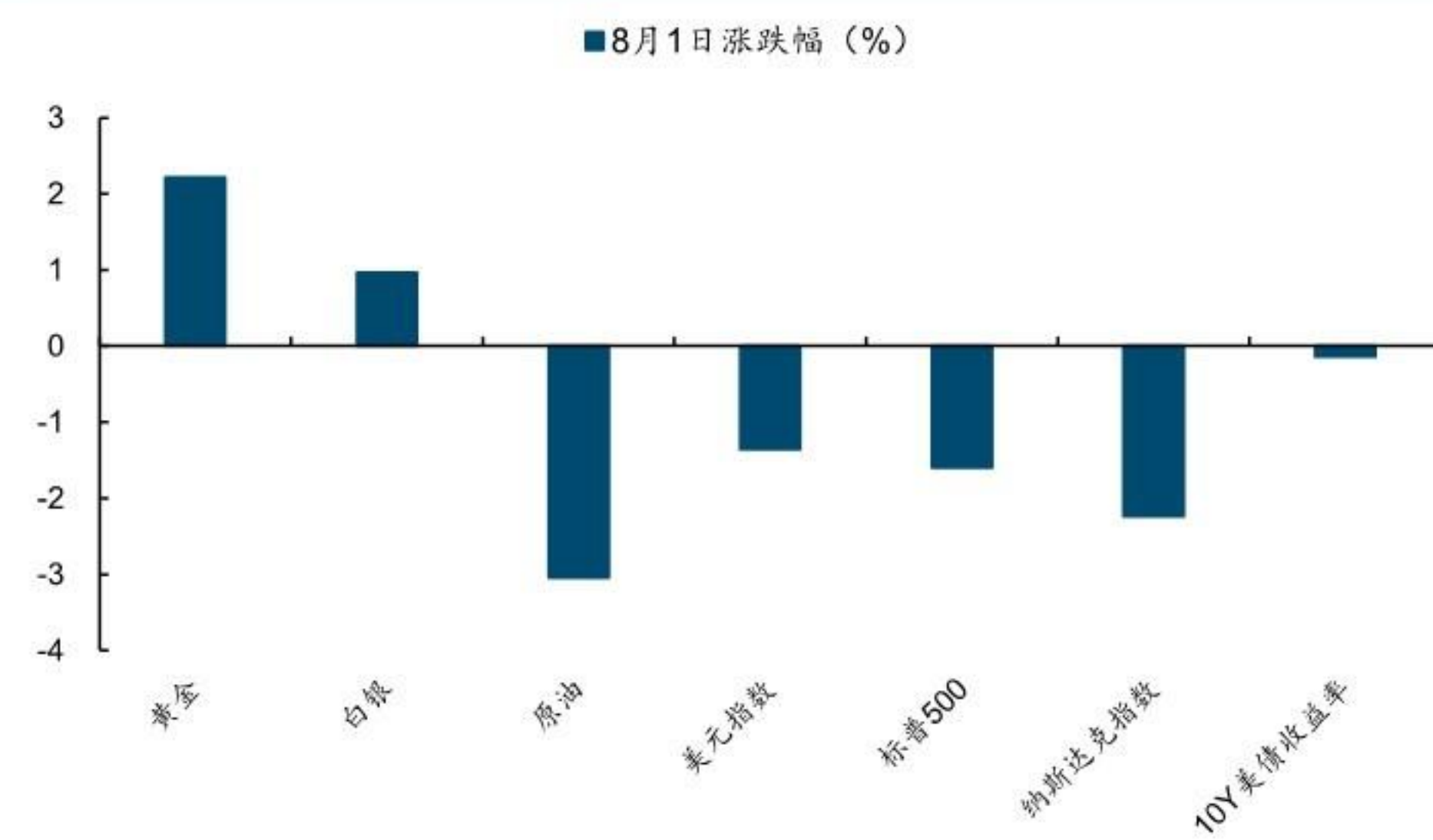
8月1日美国劳工统计局公布了7月季调后美国新增非农部门就业数据，同时大幅度下修此前公布的5月、6月的新增非农就业数据初值。5月新增非农就业人数由13.9万人下修至1.9万人，6月新增非农就业人数由14.7万人下修至1.4万人，累计下修幅度达25.3万人。由此引发市场对美国经济走弱的担忧，8月1日海外市场呈现出明显的衰退交易特征：贵金属涨幅明显，美国10Y国债收益率下降15BP，美股和原油价格出现明显下行。

图表10：美国5月、6月新增非农就业人数合计下修超25万人

图表11：8月1日全球市场呈现衰退交易特征



来源：wind，国金证券研究所



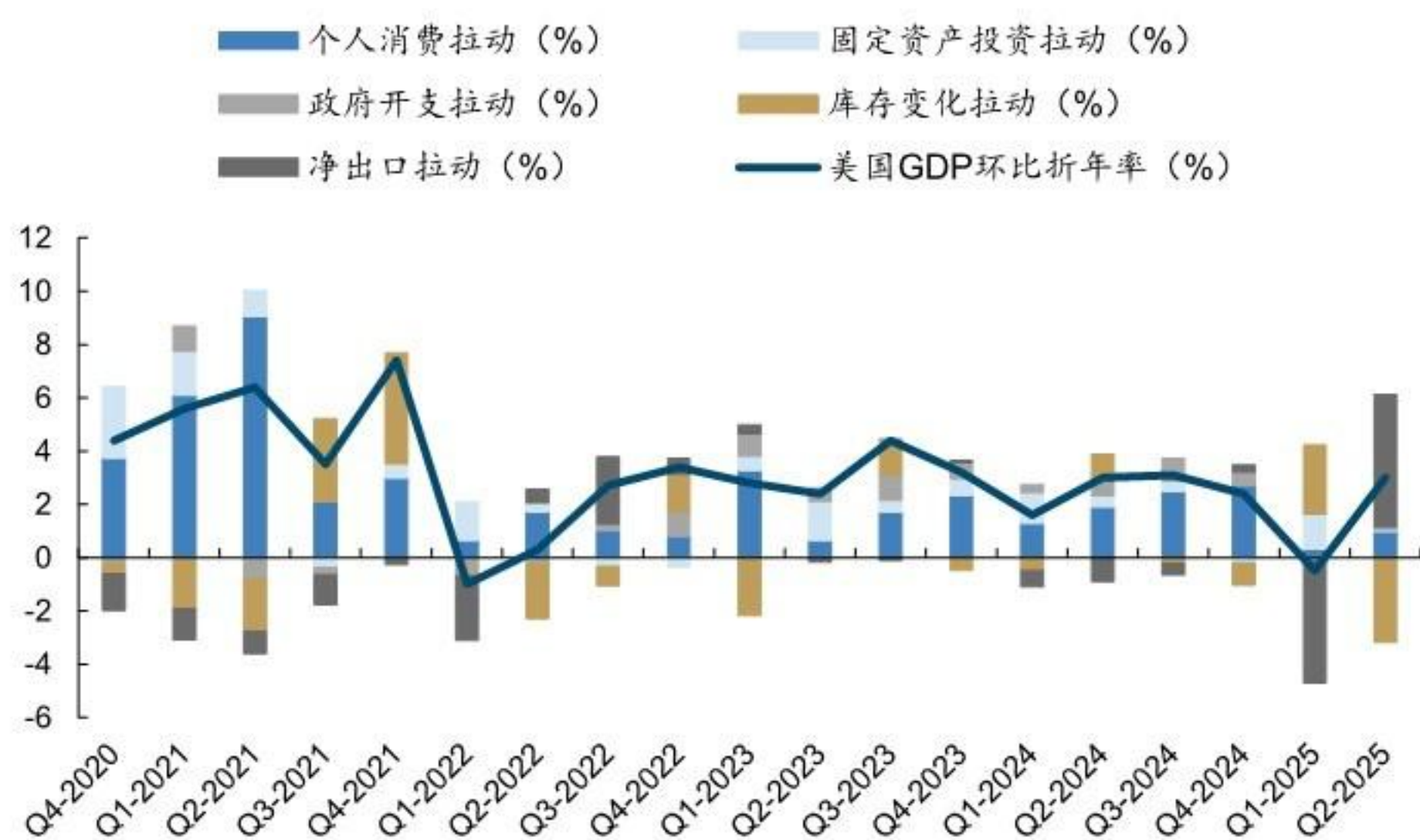
来源：wind，国金证券研究所

从本周公布的美国经济数据来看，美国政府的贸易政策扰动确实使得美国经济的运行造成了较大的扰动：2025Q1美国私人部门大量进口、补充库存以应对潜在关税威胁；2025Q2则出现与之相反的情况，进口额减少同时大规模去库存。虽然2025Q2美国实际GDP环比折年率上行至3.0%，但拆分来看主要来自于进口减少的贡献。剔除净出口、库存两个受贸易冲突影响较明显的分项来看，消费和投资对美国经济增长相比一季度有所缩减。

结合就业数据来看，二季度美国确实出现了经济走弱的情况，而这也使得美联储的降息条件趋于成熟。在7月31日结束的美联储议息会议中，已经有沃勒和鲍曼两位票委在投票环节对不降息的决定投反对票。美联储主席鲍威尔在议息会议后发布会上发言的态度虽整体偏鹰，但也强调会密切关注劳动力市场是否出现疲软的迹象。在二季度美国经济走弱、同时修正后的新增就业显著放缓的情境对美联储开启降息更为有利。

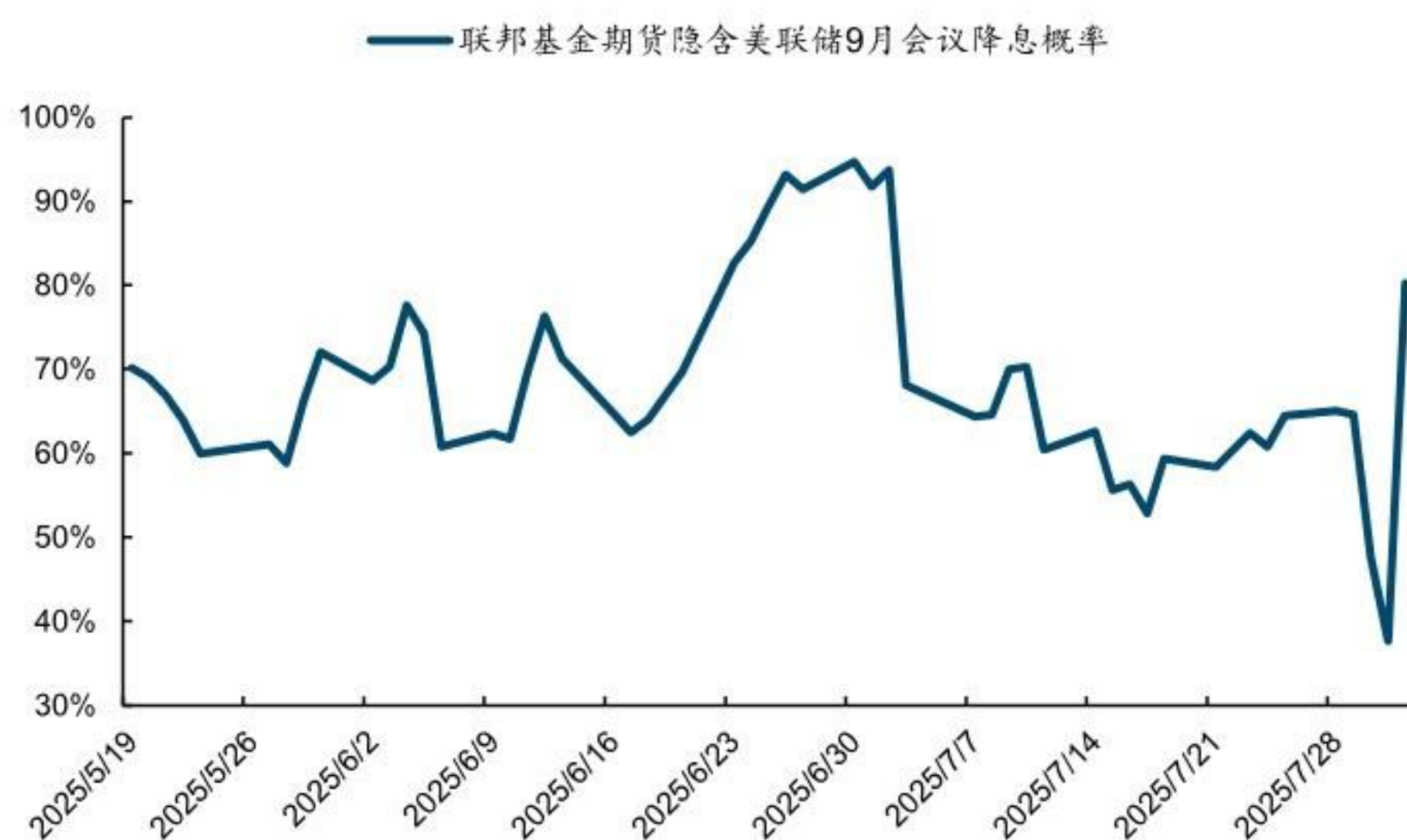


图表12: 剔除掉库存和进出口的影响, 消费和投资对25Q2美国经济增长的拉动走弱



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表13: 非农数据公布后投资者对美联储9月开始降息的概率大幅上升



来源: CME, 国金证券研究所

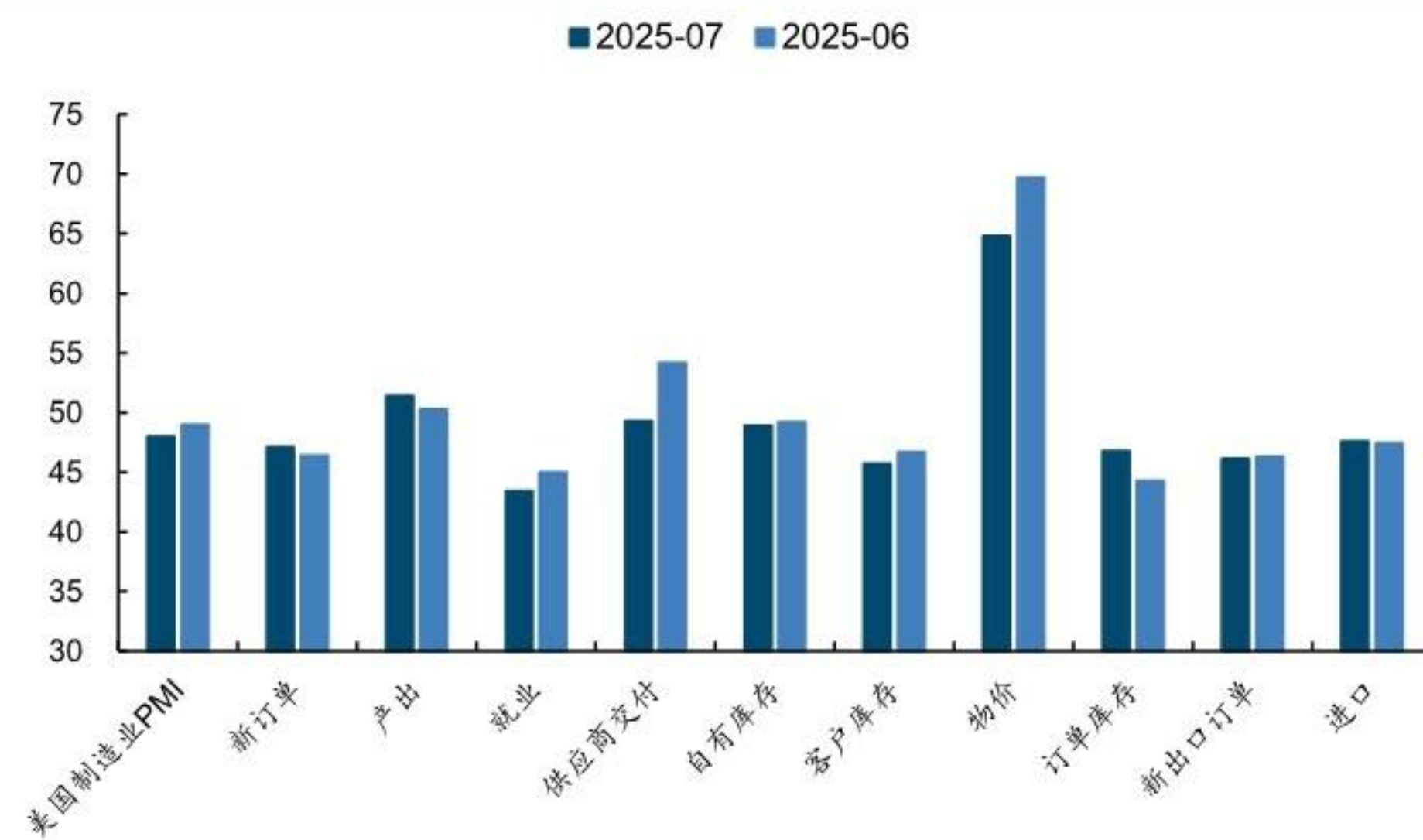
但值得注意的是, 衰退交易并不等价于真正的衰退, 从目前的数据来看7月美国经济已经出现边际好转的迹象。从就业角度来看, 美国劳工统计局5、6月修正后的新增非农就业人数明显向ADP口径统计的新增非农就业人数靠拢。反映出现阶段ADP口径的新增非农就业统计可能有着更好准确性和季调模型精度。7月, 无论是劳工统计局口径还是ADP口径, 美国新增非农就业人数都出现了回升, 且ADP口径下7月新增非农就业人数超过了二季度的总和, 同时美国非农平均时薪增速在7月也有回升。除此之外, 美国7月制造业PMI数据结构也反映出边际美国经济边际向好的特征: 虽然整体读数由49下降至48, 但拆分细分项来看, 主要是物价和库存分项拉低美国制造业PMI的整体读数, 这实际上和7月份以来美国接连和其他国家达成贸易协定、贸易环境稳定后微观部门对物价上行的担忧减弱相对应; 而7月新订单、产出分项反而出现了好转。如果较差的读数换来了降息, 而这可能会和正在形成的美国制造业投资趋势形成共振。因此当下的衰退交易并不是开始, 可能只是扰动。

图表14: 劳工部和ADP口径下7月美国新增就业人数均出现回升, 同时非农时薪同比增速上行



来源: wind, 国金证券研究所

图表15: 7月美国制造业PMI产出、新订单等分项走高, 整体读数下降的原因在于物价、库存相关分项走低



来源: wind, 国金证券研究所



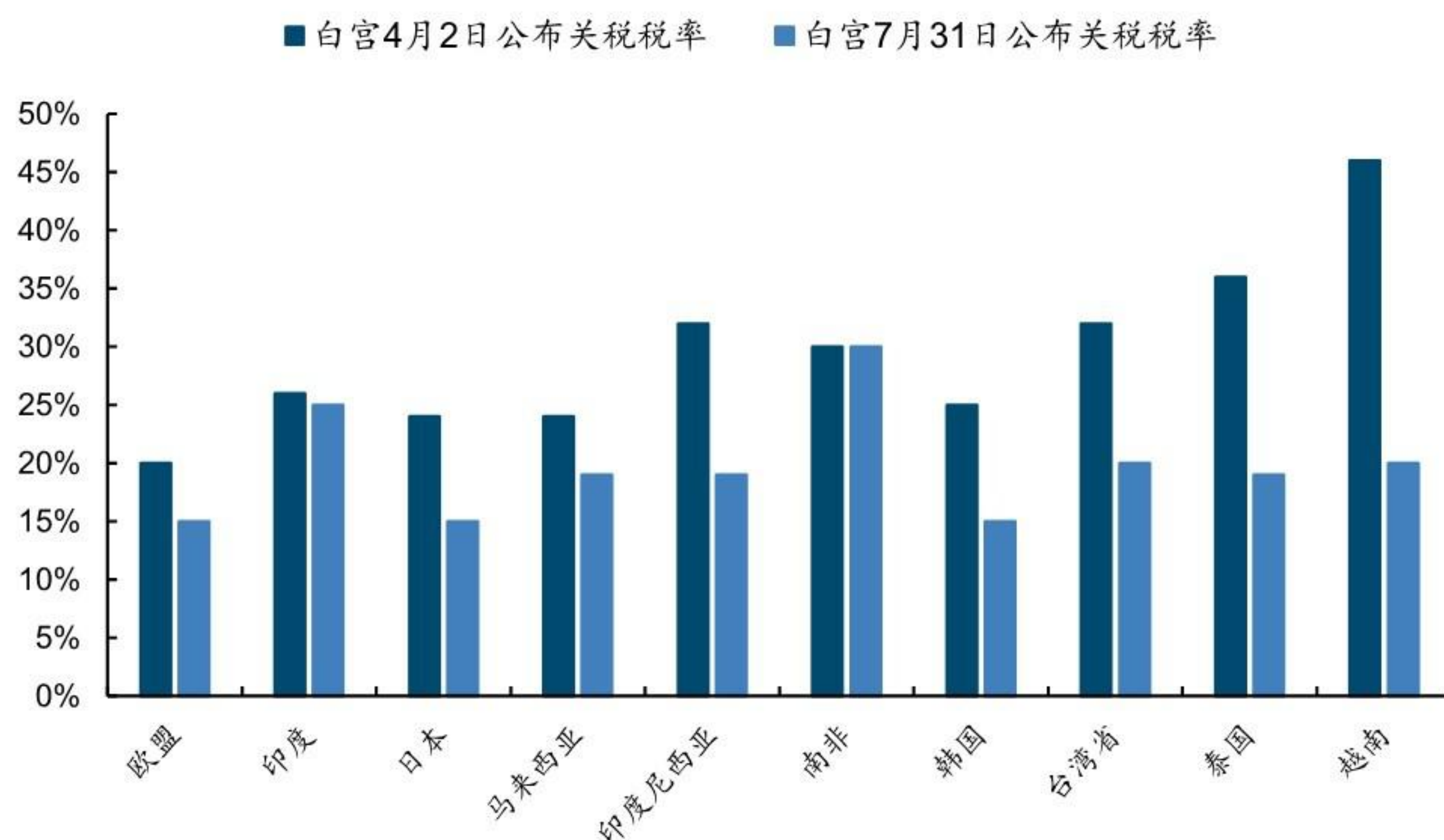
3、贸易问题或是潜在扰动，但影响可能不及4月初

本周中美在斯德哥尔摩进行的第三轮贸易谈判结束，中美双方并没有宣布达成贸易协定，且双方表态存在分歧。中国方面，中国商务部国际贸易谈判代表李成钢明确表示要“继续推动美方已暂停的对等关税 24% 部分以及中方反制措施如期展期”，即维持美国对中国加征对等关税的幅度在 10% 不变；而美国方面，美国财政部长贝森特则表示，若中美未能达成协议，则关税水平将会达到 2025 年 4 月初的水平。

与此同时，美国白宫在 7 月 31 日发布的总统行政令中，公布了美国对部分国家征税对等关税的税率。这份新税率表的特征是针对大多数国家的征税税率都在 15% 以上，在此背景下中国方面想要推动将对等关税维持在 10% 的水平可能有较大难度。如果未来中美贸易谈判不顺利的话，可能会对市场形成一定的扰动。

不过，即使贸易问题真的对市场形成扰动，其影响幅度大概率不及 4 月初的关税冲击。一方面，贸易不稳定性对全球经济预期的影响相比 4 月份或将更小，原因在于白宫 7 月 31 日公布的关税税率相比 4 月 2 日的版本普遍都要更低，且不同国家之间关税水平的差异也明显收敛。另一方面，目前美国和除中国外的大多数国家的关税水平已经确定，对于中国企业来说可能仍有进行转口贸易的空间。

图表16：相比于4月2日白宫公布的关税税率，7月31日的税率普遍较低，且不同国家间差异更小



来源：wind，国金证券研究所



4、调整过后，更应坚定长期主线

本周市场的调整更多反映的是交易尺度上的回摆，我们提出中国企业盈利改善的长期趋势并没有发生变化。美国二季度劳动力市场走弱为美联储开启降息提供了条件；而7月以来美国对外贸易环境趋于稳定，经济领域边际好转的迹象已经出现，后续在美联储降息背景下海外制造业活动的修复同样值得期待。基于以上情况，我们给出的配置推荐如下：

第一，同时受益于海外制造业修复、国内“反内卷”政策推进的上游资源品（铜、铝，石油石化）及资本品（工程机械、重卡、叉车），中间品（钢铁）。

第二，未来股权将优于债权，保险的长期资产端将受益于资本回报的见底，建议关注非银金融；

第三，国内政策主线围绕“民生”，建议关注红利型消费（食品饮料、家电）以及部分服务业消费（酒店餐饮、旅游休闲）。

风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么可能会对长期盈利趋势的改善造成影响。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



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。

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