

策略周评 20250720

基于 ROE 触底逻辑下的市场上行

2025 年 07 月 20 日

近期指数上行突破，我们认为关键驱动在于“反内卷”政策强化了 ROE 的触底预期——市场对于盈利周期见底企稳的共识正在形成。这一共识的形成存在多重因素共振：政策层面“反内卷”举措构成最直接催化；国内宏观基本面处于低位且波动率走低为盈利预期企稳夯实基底；同时，美联储降息周期重启在即，带动全球流动性宽松预期进一步形成了支撑 ROE 的外部合力。

■ 政策催化：“反内卷”优化供给侧格局，催化 ROE 触底预期

从政策出台背景来看，2023Q2 以来，我国 GDP 平减指数转负，工业品及消费品价格水平表现承压。在总需求缺乏弹性、供给端产能重复建设的背景下，企业经历供需再平衡阵痛，自发性降价竞争等现象频出，其中新兴优质制造业矛盾突出，如光伏硅料、组件价格自 2023 年以来跌幅近 90%，碳酸锂跌至 6 万元/吨的成本线附近。全 A 两非 ROE 由 2021Q2 的 9.6% 回落至 2025Q1 的 6.5%，供给侧结构优化的迫切性增强。

在此背景下，本轮“反内卷”政策站位高、信号明确。从去年 7 月政治局会议首提“强化行业自律，畅通落后低效产能退出渠道”，到今年 7 月习总书记强调“依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出”，“反内卷”顶层设计逐步清晰，政策导向持续强化，显示出中央对系统治理内卷问题的高度重视与坚定决心。近日，从防范低空经济内卷，到监管“降温”过度竞争的外卖市场，进一步释放高层对于遏制无序竞争、优化发展生态的明确信号。

我们认为近期沪指突破并创下年内新高，定价的核心是政策端向基本面预期的正向传导。“反内卷”政策有助于优化行业竞争格局，推动过剩产能出清、抑制无效竞争，从而提升龙头企业市占率，带动行业整体盈利水平回升，成为市场对 ROE 触底预期升温的关键驱动因素。

往后看，重大工程加速落地与城市更新行动深化，有望加速推动 ROE 触底。一方面，近期中央城市工作会议召开，明确强调推进老旧小区改造等城市更新工作，此举有望释放住房需求，促进房地产行业向更高质量发展转型。另一方面，交通运输部、水利部等部门通报多个重大工程项目进展，7 月 19 日李强总理出席雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式，彰显国家层级的推进力度。地产基建领域协同发力，有望加速 ROE 的筑底回升进程。

■ 宏观基础：“低位+低波”基础上，政策维稳盈利预期

当前宏观环境为政策发力提供了重要催化条件。从基本面特征看，国内宏观经济的绝对位置已处于历史偏低位，且近年来宏观波动率持续收敛，从宏观数据的直观呈现来看，GDP 增速、社融规模、库存周期等走势曲线都趋于平坦，PPI 与 CPI 同比亦从 2023 年以来处于低位盘整。上市公司层面，2025Q1 全 A 两非的盈利增速有所改善，但整体 ROE 仍处于底部区间，盈利周期的修复动力尚未完全释放。

过去近一年的时间内，宏观数据的低波动特征与低位运行状态，使得市场对盈利周期实质性上行的信心偏弱，而“反内卷”的出现打破了盈利预期的“僵局”。近一年来，市场两轮指数突破的定价逻辑存在本质差异。924、926 政策驱动的突破行情更多聚焦于“政策基调转变”，交易的核心逻辑是“市场超跌后的估值修复”，这也解释了为什么在 924、926 一揽子政策驱动估值修复后，沪指仍长期在 3150-3450 区间内震荡，未能形成有效突破。而本轮年内突破的关键变化在于，在宏观基本面“低位+低波”的基础上，“反内卷”政策的出台打破了盈利预期的“僵局”，激发了市场对于盈利周期实质性企稳的预期，成为指数突破的核心驱动力。

■ 海外共振：美联储降息重启在即，全球需求有望回升

此外，货币政策松紧对于全球需求，尤其是制造业需求，具有重要影响。过去几年在欧美高利率环境下，全球制造业景气上行受阻。疫情期间美国

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 蒋琚逸

执业证书：S0600525040004

jiangjiy@dwzq.com.cn

相关研究

《积极寻找科技成长配置机会——
ETF 主观配置策略月报（六）》

2025-07-17

《并购重组跟踪（二十七）》

2025-07-15

政府对于居民端的大规模转移支付，形成了服务业、制造业“一盛一衰”的格局：财政补贴推升消费服务景气→通胀韧性→降息推迟、利率高企→制造业在金融条件收紧下需求承压。向后看，随着美元走弱叠加联储降息窗口临近，金融条件的边际改善有望推动全球需求修复，为制造型企业产能利用率与 ROE 的修复提供外部需求侧支撑。

■ 历史上全 A ROE 反转阶段复盘

从过去几轮 ROE 回升阶段来看，A 股大级别的 ROE 回升发生在 09-10 年“四万亿”刺激阶段、16-17 年棚改、供改期间以及 20-21 年疫后全球财政扩张阶段。

2009-2010 年：08 年全球金融环境急剧恶化对我国经济造成冲击，11 月“四万亿”政策出台，经济总量的复苏预期升温，带动 A 股止跌回稳。宽财政刺激下全 A 两非 ROE 于 09 年中见底，滞后股价变动约 7 个月。

2016-2017 年：2011Q3 起 GDP 平减指数从高位 8.67%一路下滑，至 2015Q4 仅有 0.12%。15 年中棚改货币化启动需求侧发力，同年 11 月供给侧改革定调产能出清，2016 年 1 月方案细则落地。受 15 年股市异常波动影响，A 股于 16 年 1 月见底，供需两侧共同刺激下 ROE 拐点同样发生在 16Q1。

2020-2021 年：20 年疫情冲击下，全球财政扩张，我国发行特别国债 1 万亿，预算赤字率突破 3%。全球供给弱势形成供需缺口，中国凭借有效产能稀缺性，出口增速大幅提升，A 股指数与两非 ROE 拐点均发生于 20Q1。

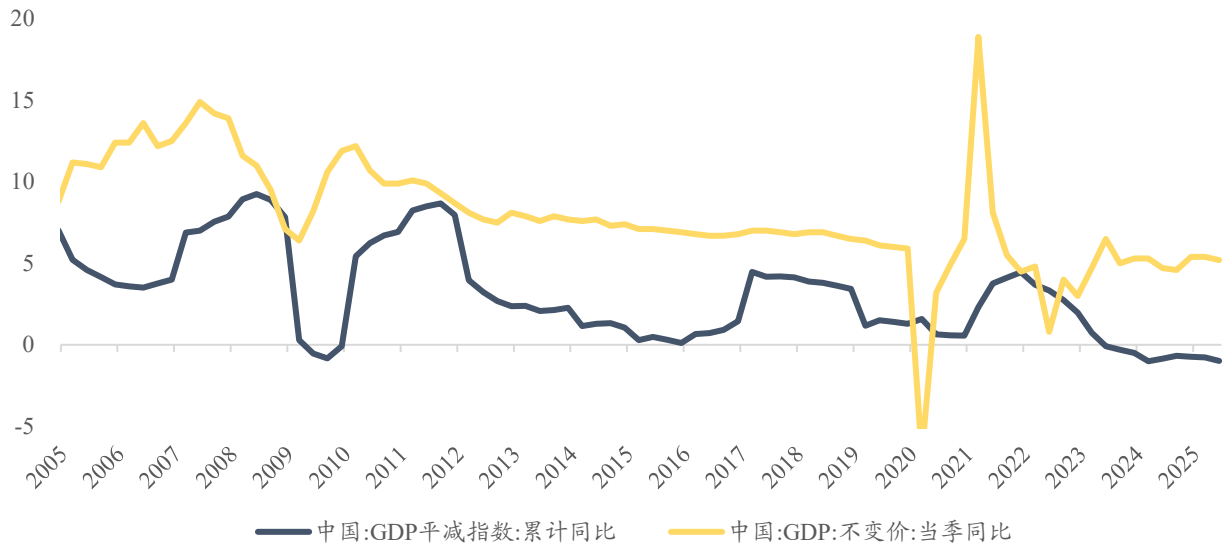
因此从历史规律总结来看，明确的政策信号是触发市场对 ROE 反转预判的关键导火索，而 ROE 的实际拐点往往滞后出现。当前对标 2016 年，“反内卷”政策与供改逻辑相似，但更侧重市场化出清，且需求侧政策的出台尚待观察，因此我们预计本轮 ROE 的实际修复斜率或更平缓但持续性更优。

■ 总结与展望

总结而言，我们认为近期市场突破的关键在于“反内卷”政策强化了 ROE 的触底预期，其背后存在多重因素共振：1) “反内卷”政策的直接催化；2) 宏观基本面“低波+低位”夯实基底；3) 美联储降息重启在即，全球需求有望回升。展望后市，高层对于本轮“反内卷”高度重视、决心坚定，近期政策信号持续强化。我们判断本轮 ROE 的实际修复斜率或相较于 16-17 年较为平缓，但伴随多重因素的触底，包括重大工程加速落地与城市更新行动的深化，ROE 企稳逻辑本身难被打破，且持续性更优，中长期维度下有望支撑沪指进一步向上。

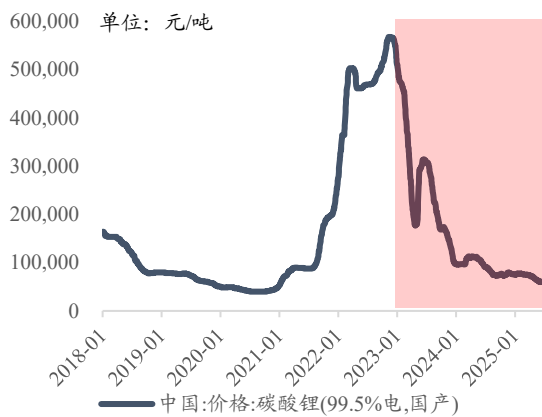
■ **风险提示：**经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外降息节奏及特朗普政府关税政策不确定性风险等

图1：2023Q2 以来，我国 GDP 平减指数转负（单位：%）



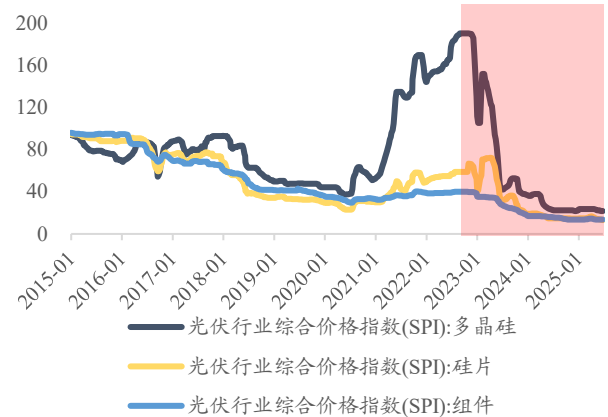
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2023 年以来碳酸锂价格持续承压



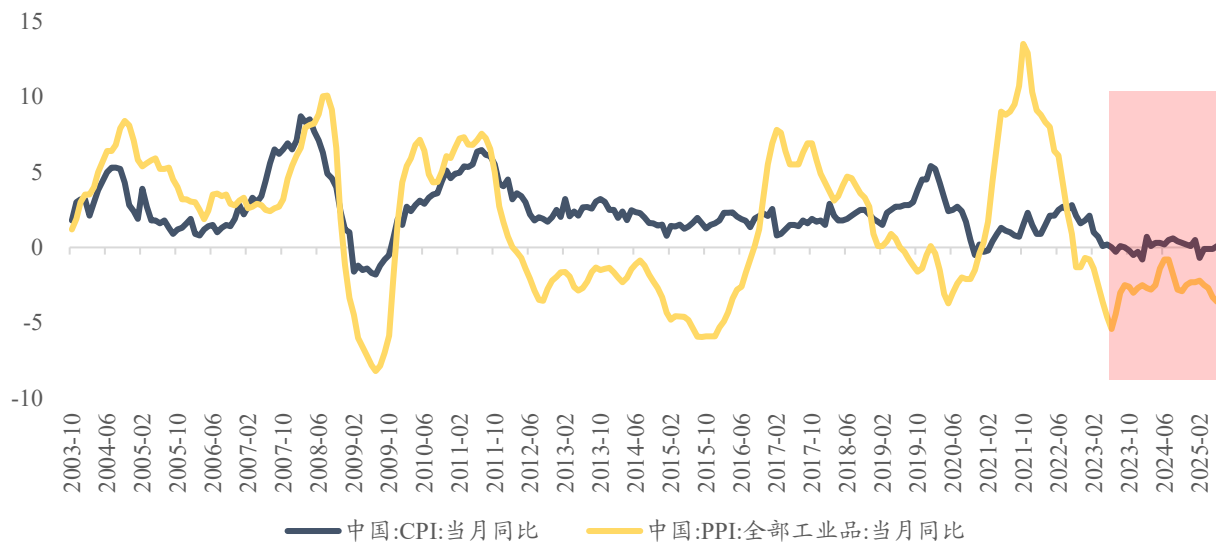
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2023 年以来光伏硅料、组件价格持续下跌



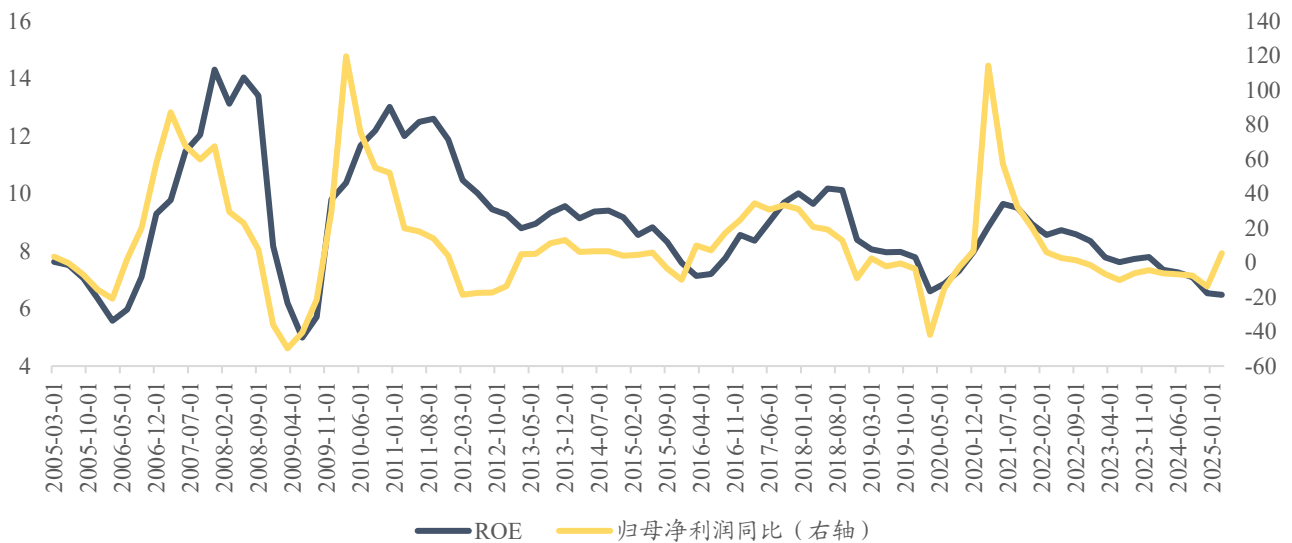
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4: PPI 与 CPI 从 2023 年以来处于低位盘整 (单位: %)



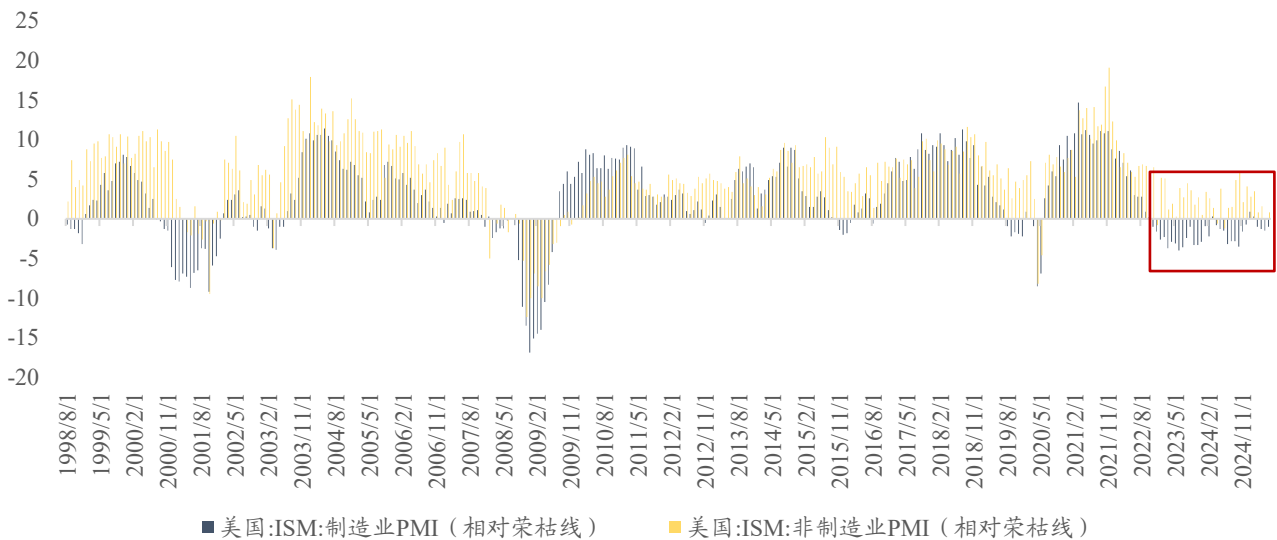
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2025Q1 全 A 两非的盈利增速有所改善, 但整体 ROE 仍处于底部区间 (单位: %)



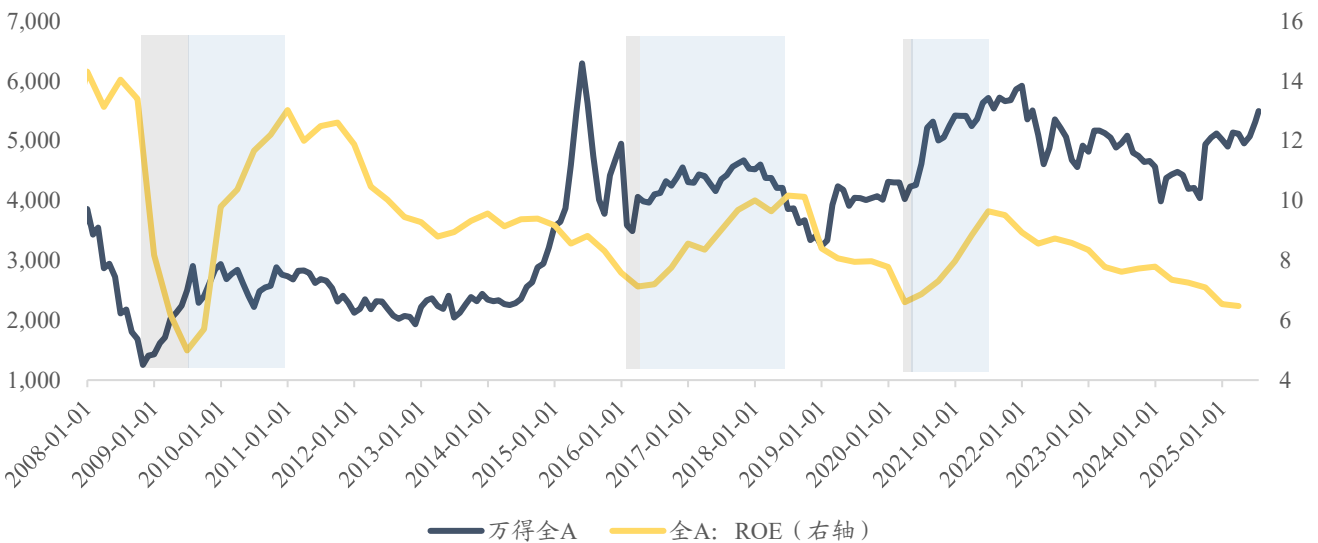
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 过去几年欧美高利率环境下, 美国形成了服务业、制造业“一盛一衰”的格局 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 历史上, 政策催化下, 指数拐点往往先于 ROE 拐点 (单位: 点; %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>