



A 股策略周报 20250713

策略资讯周刊

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：方智勇（执业 S1130525070001） 分析师：吴晓明（执业 S1130525060005）
mouyiling@gjzq.com.cn fangzhiyong@gjzq.com.cn 9810025987@gjzq.com.cn

齿轮开始转动

中美股汇共振走强，资本回报的十字路口

历史上看无论是 A 股还是美股，市场走势基本都会领先 ROE 的趋势。而近期中美股市和汇率同时走强的背后，我们认为体现了各自市场的投资者对未来企业资本回报的乐观预期。只不过这一次的不同之处在于：**A 股定价的是处于历史低位的 ROE 企稳见底，而美股定价的是本就在历史高位的 ROE 能够继续像过去一样继续上行。**2021 年 Q4 以来，A 股在“去金融化、去地产化”和制造业不断升级、再投资的大趋势下，激烈的竞争导致资本回报不断下降；相反，美股在政府不断债务扩张去刺激需求但供给和杠杆率低位的背景下，享受到了比较高的 ROE。未来上述两个趋势都将发生转变：对于美股而言，无论是减税政策鼓励制造业投资还是跨国企业实现资本回流，中短期会对美国经济基本面形成支撑，但实际上长期反而构成了对高 ROE 的压制，不过市场短期定价将聚焦在前端的总量回升。而对于 A 股而言，反内卷、海外制造业活动>服务业以及债务停止收缩这三个因素有可能成为资本回报企稳回升的来源，尽管短期国内需求较弱，但中期上升趋势反而明确。历史上看，美股和 A 股的 PB 估值差和 ROE 的差距存在 8 个月左右的时滞，在 ROE 差距收敛的趋势下中美股票市场的估值理论上也会收敛。

未来 A 股资本回报企稳回升的三大来源：反内卷、海外制造业>服务业、债务不再收缩

未来能够让 A 股资本回报企稳回升的三大催化：（1）反内卷，让过去受制于资本过度扩张的行业的资本回报逐步见底企稳。以水泥行业为例，当前磨机运转率处于 2019 年以来的同期最低，水泥的产量自 2022 年之后便持续下降，价格指数在 2024 年下半年以来有所反弹。上市公司的 ROE 在 2024 年 Q2 企稳回升。（2）海外制造业>服务业继续带来对国内资本品和中间品的需求。以挖掘机为例，6 月挖掘机的整体销量、国内销量以及出口数量都出现了反弹，尤其是出口数量同比增速回到了近两年以来的高点。（3）上市公司视角，资金逐渐出现脱需向实的迹象，本轮债务偿还周期可能正在步入尾声。2023 年 Q1 过后上市公司步入债务偿还周期，至今已达 8 个季度，仅次于 2014 年至 2016 年。而随着 2024 年 Q4 以来反内卷与财政兜底政策的密集出台，截至 2025 年 Q1 企业经营现金流与 M1 均已实现正向增长。

考虑到长期盈利修复，本轮 A 股 PB 修复幅度属于正常水平，但需要给节奏的不确定性以缓冲空间

当前市场定价的状态是：短期股价明显抢跑 ROE，这和历史周期见底特征一致，PB 绝对水平看抢跑程度看并不极端（仍有 20% 最大空间），但是由于当下 ROE 的绝对水平偏低，其回升的弹性和节奏仍会影响 PB 的修复。我们更关注其结构上的分化：当前全 A 所有个股中 PB 历史分位数在 20% 以下的占比已经大幅下降至 2017 年 Q1 以来的最低水平，低 PB 个股占比较低的行业主要集中于 TMT+高端制造+银行，正是“哑铃策略”的聚集地，未来可能修复空间有限。相反，以煤炭、石油石化、钢铁、交运、电力及公用事业、房地产和非银金融为代表的传统行业，它们内部的低 PB 分位数个股占比仍有 40% 及以上。我们认为，未来市场里，哑铃策略的相对优势将进一步减弱，原因是在 ROE 逐步修复过程中，其 PB 的弹性已经被其他因素所透支。

中美镜像下：资本回报的齿轮开始转动

未来国内资本回报下降、海外资本回报维持高位的状态将会被扭转：在国内反内卷、债务停止收缩+海外发展制造业的组合下，国内制造业企业的资本回报将会逐步企稳回升，而海外企业的资本回报反而可能因此下降。在上述过程中，A 股相较于其他市场将更具优势和性价比。哑铃策略的一枝独秀或许将在未来半年彻底逆转，我们对于当前资产配置的推荐如下：第一，同时受益于海外实物资产需求上升、国内“反内卷”政策推进的上游资源品（铜、铝、油）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，消费上，量比价格重要：酒店餐饮、旅游休闲、品牌服饰、专营连锁，新消费的个股机会仍值得挖掘。

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，那么量价循环体系适用性可能会下降。

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

中美股汇共振走强：相信各自市场的资本回报.....	3
未来 A 股资本回报企稳回升的三大来源：反内卷、海外制造业>服务业、债务不再收缩.....	5
从市场定价来看，短期股价明显抢跑 ROE，需要给节奏的不确定性以缓冲空间.....	8
中美镜像下：资本回报的齿轮开始转动.....	10
风险提示.....	10

图表目录

图表 1：中美股市共振走强，A 股已经达到近 3 年的高点.....	3
图表 2：7 月以来美元反弹，人民币也在继续升值.....	3
图表 3：这一轮 A 股抢跑的是 ROE 企稳见底.....	3
图表 4：美股定价的是过去的 ROE 上行趋势不变.....	3
图表 5：7 月以来美股和制造业相关的板块涨幅居前.....	4
图表 6：历史上来看，中美股票市场 PB 估值差异的收敛将领先于 ROE 差距的收敛 8 个月左右.....	4
图表 7：当前磨机运转率为 2019 年以来的同期最低.....	5
图表 8：水泥产量持续下降，而价格指数有所反弹.....	5
图表 9：类似 2015-2016 年，水泥的资本开支同比增速始终处于负区间，而 ROE 触底回升.....	5
图表 10：6 月挖掘机销量重新反弹，尤其是出口.....	6
图表 11：2025 年以来钢铁出口数量同比增速回升，化学品及有关产品下行斜率有所放缓.....	6
图表 12：本轮债务偿还周期（体现在偿还债务的现金与取得借款的现金之比趋势向上）至今已达 8 个季度，可能正在步入尾声.....	6
图表 13：截至 2025 年 Q1 企业经营现金流与 M1 均已实现正向增长.....	7
图表 14：当前全 A 的 PB 历史分位数与 ROE 接近，但相比之下 ROE 历史分位数处于 2004 年以来新低.....	8
图表 15：在当前相同 ROE 的水平下对应的最高 PB 实际上可以接近 2 倍，而当前 PB 隐含的 ROE 要达到 9.30%.....	8
图表 16：当前全 A 所有个股中 PB 历史分位数在 20% 以下的占比大幅下降，在 80% 以上分位数的占比大幅上升.....	8
图表 17：行业上看，本轮个股的 PB 估值修复集中于 TMT+高端制造+银行，而很多传统行业低 PB 分位数个股占比仍较高.....	8
图表 18：对比历史上股价抢跑 ROE 底部的阶段，这一轮定价并不算极致.....	9

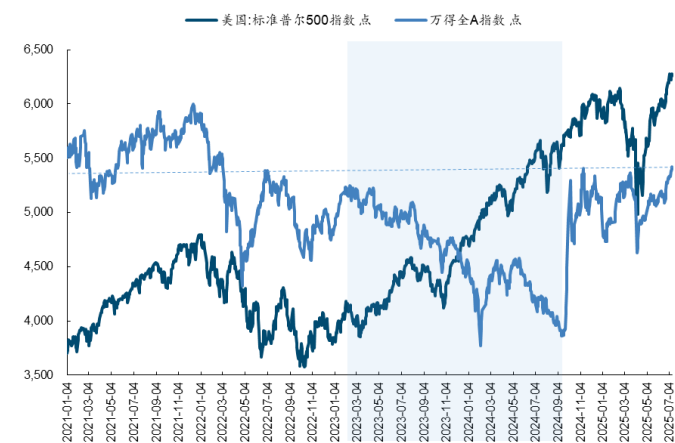


中美股汇共振走强：相信各自市场的资本回报

近期中美股市和汇率同时走强的背后，我们认为各自市场的投资者基于对未来企业资本回报的乐观预期带来的。可以看到4月关税一次性冲击之后，美股和A股一同触底反弹，都已经超过了年内新高；而近期美元指数也开始出现反弹，人民币在美元反弹的背景下也并未贬值，而是继续升值。

图表1：中美股市共振走强，A股已经达到近3年的高点

图表2：7月以来美元反弹，人民币也在继续升值



来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

历史上看无论是A股还是美股，市场走势基本都会领先ROE的趋势。只不过这一次中美的不同之处在于：A股投资者的预期是ROE的企稳见底，而美股投资者的预期可能是未来的美股资本回报能够继续像过去一样持续上行。2021年Q4以来，A股在“去金融化、去地产化”和制造业不断升级、再投资的大趋势下，激烈的竞争导致股票的资本回报不断下降；相反，美股在政府不断债务扩张去刺激需求但供给和企业杠杆率低位的背景下，享受到了比较高的ROE。

图表3：这一轮A股抢跑的是ROE企稳见底

图表4：美股定价的是过去的ROE上行趋势不变



来源：wind，国金证券研究所

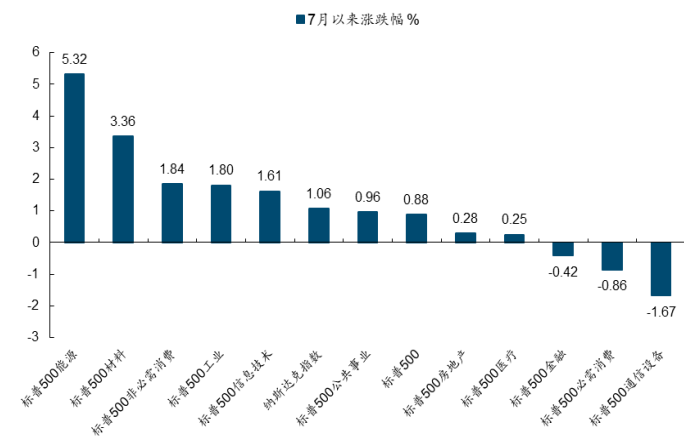


来源：wind，国金证券研究所

未来上述两个趋势都将发生转变，而这也影响中美资本市场的走势，带来分化。对于美股而言，无论是未来的减税政策鼓励制造业投资还是跨国企业实现资本回流，实际上都可能对此前的高ROE造成压制。我们曾在中期策略《新的循环》中提到，制造业国家的增加值率是明显要低于以美国为代表的消费国，而如果未来美国要发展制造业，实际上就会导致增加值率下降，从而损害资本回报，但似乎当前美股投资者并不这么看：7月以来美股和制造业相关的材料和工业板块涨幅居前；对于跨国企业而言，资本回流美国本土将可能面临更高的人力成本和更低的总资产收益率。而对于A股而言，反内卷已经逐步展开，这可能带来企业利润率的企稳；而海外制造业活动强于服务业活动将带来中国制造业出口的需求支撑；与此同时企业的债务收缩可能也接近尾声。上述三个因素都有可能成为未来A股资本回报企稳回升的来源，我们将在下一章节详细讨论。如果未来美股ROE下行和A股ROE企稳回升，二者之间的差异收敛，那么理论上A股和美股的估值差异也将收敛。历史上看，基本上美股和A股的PB估值差和ROE的差距存在8个月左右的时滞，即PB估值差异的收敛将领先于ROE差距的收敛8个月左右。

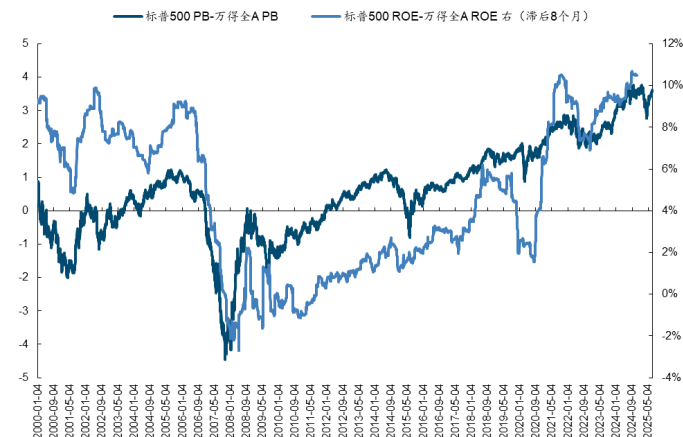


图表5: 7月以来美股和制造业相关的板块涨幅居前



来源: wind, 国金证券研究所

图表6: 历史上来看, 中美股票市场PB估值差异的收敛将领先于ROE差距的收敛8个月左右



来源: wind, 国金证券研究所



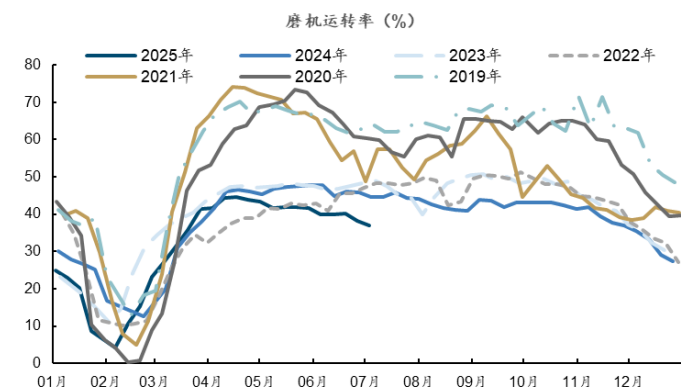
未来 A 股资本回报企稳回升的三大来源：反内卷、海外制造业 > 服务业、债务不再收缩

未来能够让 A 股资本回报企稳回升的三大催化分别是：反内卷、海外制造业活动优于服务业带来的国内制造业需求以及债务收缩接近尾声。

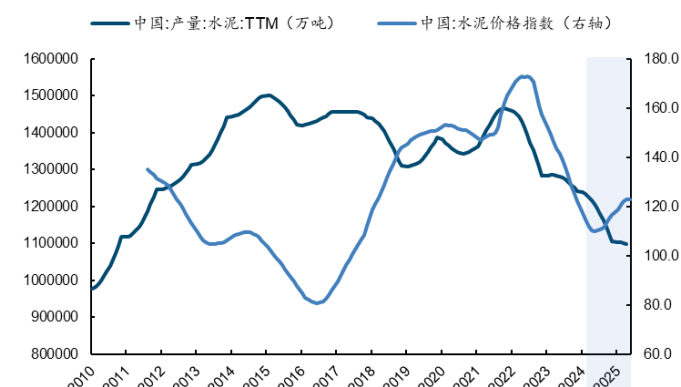
(1) 以水泥行业为例，反内卷的政策可能会让其资本回报继续回升。可以看到当前代表水泥开工率的磨机运转率处于 2019 年以来的同期最低；水泥的产量自 2022 年之后便持续下降，价格指数在 2024 年下半年以来有所反弹。从上市公司的视角看，类似 2015-2016 年，自 2023 年以来资本开支增速一直处于负值区间，而 ROE 在 2024 年 Q2 企稳回升。未来反内卷可能会继续强化这种趋势，而对于其他行业也是类似的，资本回报的底部可能会逐步出现。

图表7：当前磨机运转率为 2019 年以来的同期最低

图表8：水泥产量持续下降，而价格指数有所反弹

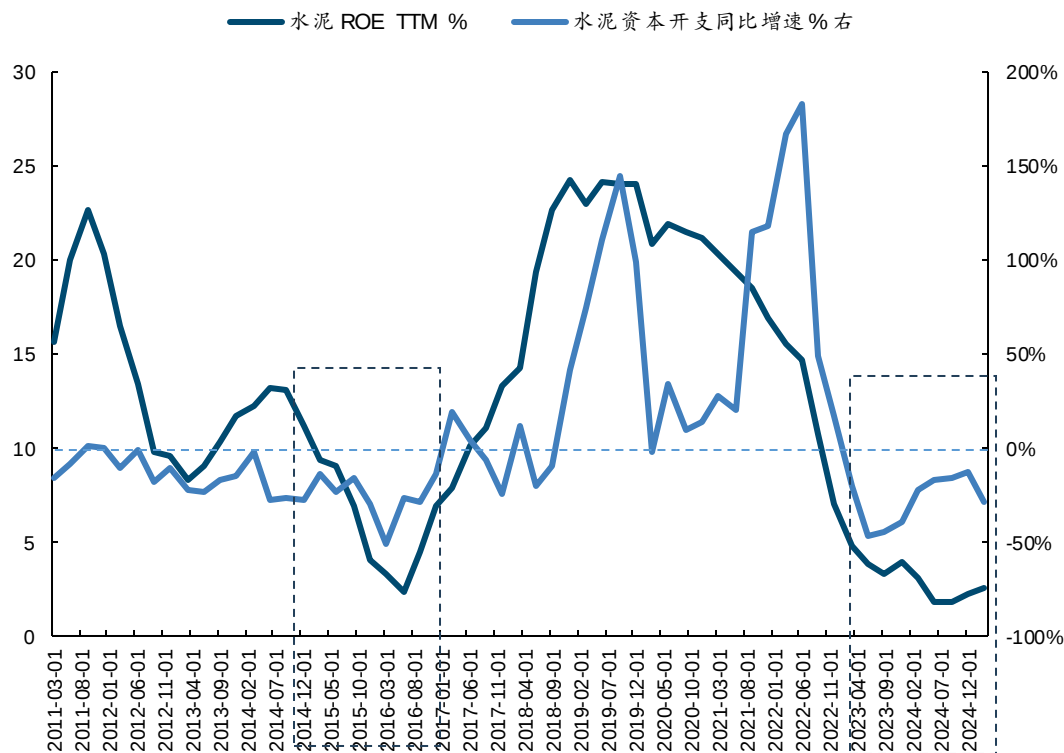


来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

图表9：类似 2015-2016 年，水泥的资本开支同比增速始终处于负区间，而 ROE 触底回升

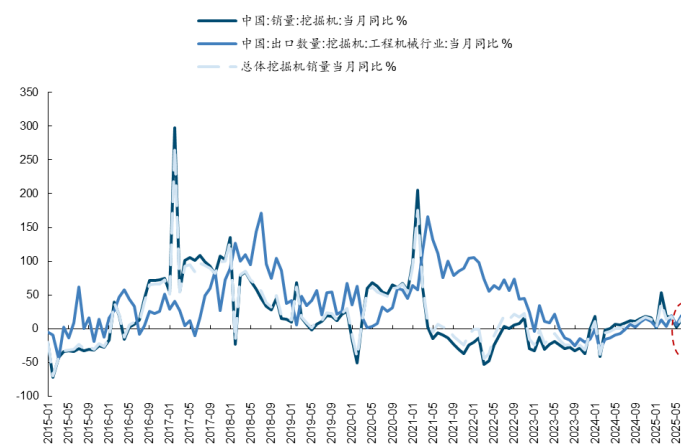


来源：wind，国金证券研究所

(2) 海外制造业活动优于服务业活动将持续带来对国内资本品和中间品的需求。资本品以挖掘机为例，可以看到 6 月挖掘机的整体销量、国内销量以及出口数量都出现了反弹，尤其是出口数量同比增速回到了近两年以来的高点。中间品以钢铁和化工品为例，2025 年 1-5 月钢铁的出口数量指数明显反弹，化学品及有关产品下行斜率有所放缓。

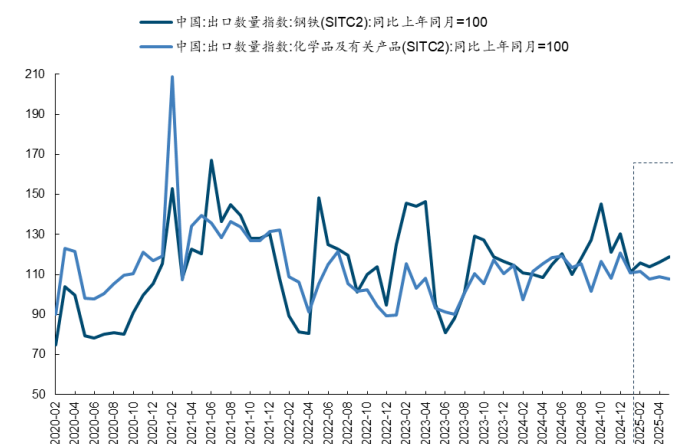


图表10: 6月挖掘机销量重新反弹, 尤其是出口



来源: wind, 国金证券研究所

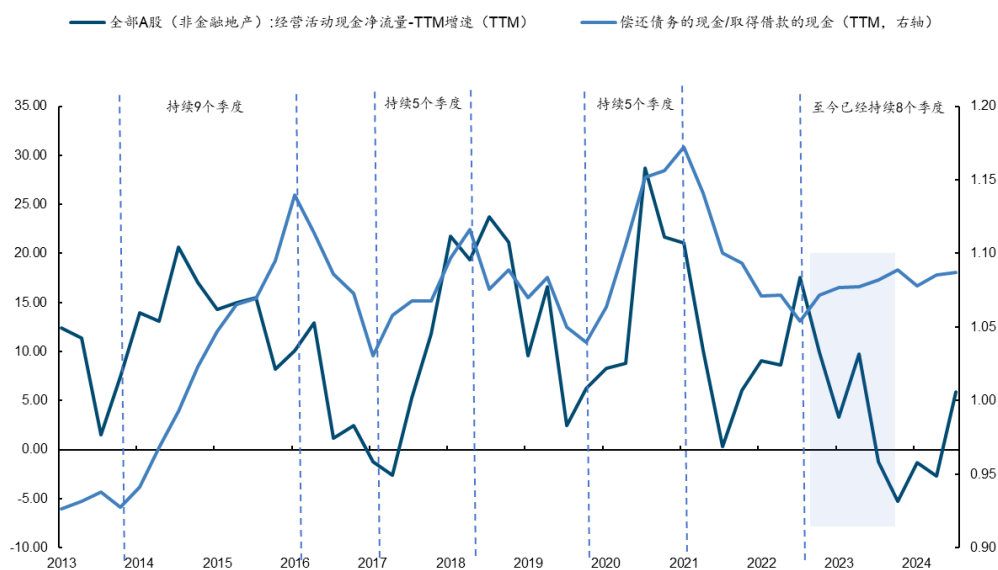
图表11: 2025年以来钢铁出口数量同比增速回升, 化学品及有关产品下行斜率有所放缓



来源: wind, 国金证券研究所

(3) 从上市公司的财务数据来看, 资金逐渐出现脱需向实的迹象, 本轮债务偿还周期可能正在步入尾声。2023年Q1过后上市公司(剔除金融地产)步入债务偿还周期(体现在偿还债务的现金与取得借款的现金之比趋势向上), 至今已8个季度, 仅次于2014年至2016年。而随着2024年Q4以来反内卷与财政兜底政策的密集出台, 截至2025年Q1企业经营现金流与M1均已实现正向增长, 实体经济经营活跃度正在缓慢回升, 资金逐渐出现脱需向实的迹象, 本轮债务偿还周期可能正在步入尾声。

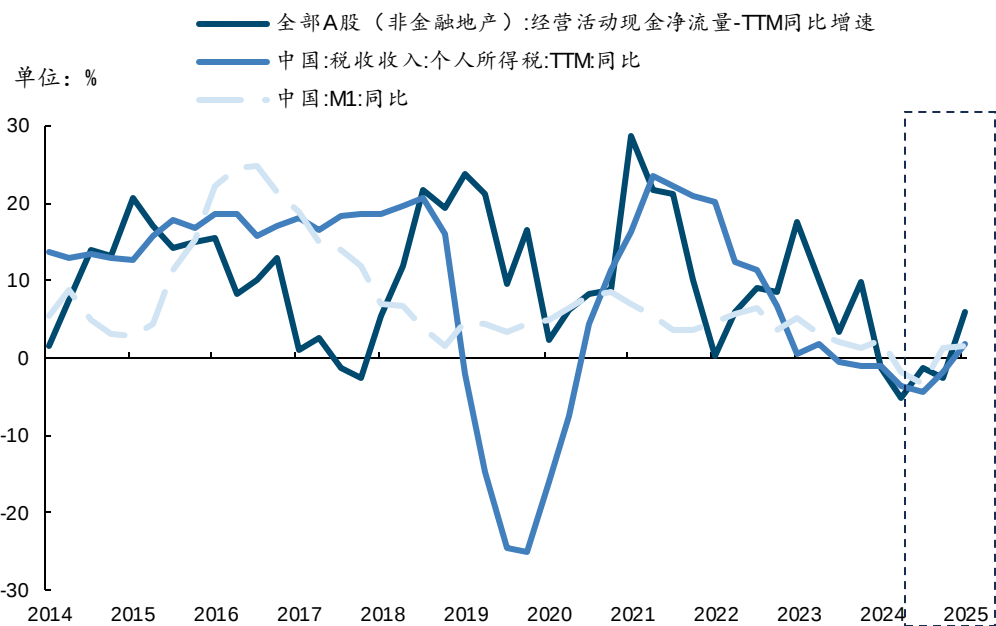
图表12: 本轮债务偿还周期(体现在偿还债务的现金与取得借款的现金之比趋势向上)至今已8个季度, 可能正在步入尾声



来源: wind, 国金证券研究所



图表13: 截至 2025 年 Q1 企业经营现金流与 M1 均已实现正向增长



来源: wind, 国金证券研究所

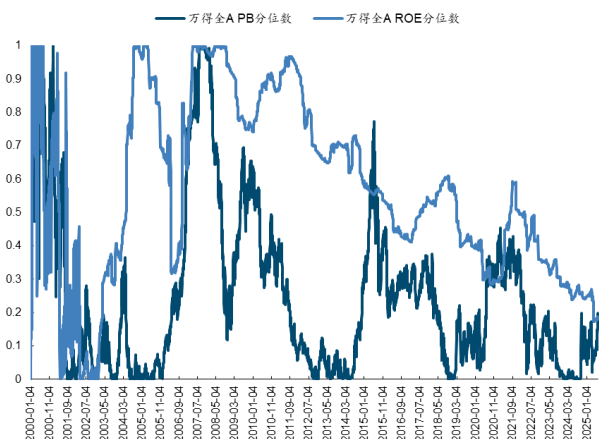


从市场定价来看，短期股价明显抢跑 ROE，需要给节奏的不确定性以缓冲空间

上述分析都是基于中长期的宏观场景进行的基本面分析，而回归到市场定价本身，当前的状态是：短期股价明显抢跑 ROE，内部行业结构分化的问题比市场整体更值得关注。

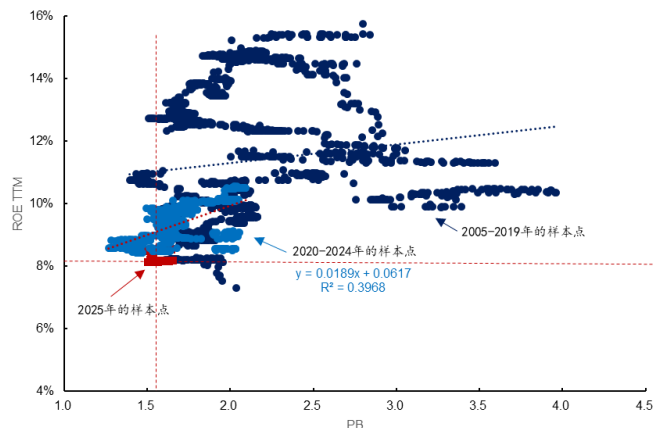
从市场当前整体的定价来看，拉长周期来看，当前全 A 的 2000 年以来的 PB 历史分位数与 ROE 历史分位数接近，但相比之下 PB 历史分位数处于近 3 年高位，而 ROE 则是 2004 年以来新低，核心就在于在 ROE 见底之前 PB 抢跑了 ROE。如果我们认为 ROE 上行周期和 ROE 周期对应的 PB 是不同的：参考历史上 ROE 下行周期时的 PB 的相对水平，那么在当前相同 ROE 的水平下对应的最高 PB 实际上可以接近 2 倍（截至 2025-07-11 为 1.66 倍），当前的定价实际上对比历史上的抢跑时期的定价并不算贵；只不过对于未来 ROE 的回升提出了要求：以 2020-2024 年样本点的趋势线作为参考，那么当前的 PB 水平隐含的 ROE 要达到 9.30%。

图表14：当前全 A 的 PB 历史分位数与 ROE 接近，但相比之下 ROE 历史分位数处于 2004 年以来新低



来源：wind，国金证券研究所

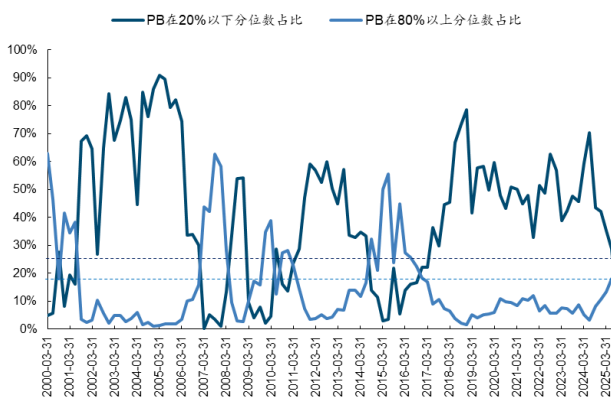
图表15：在当前相同 ROE 的水平下对应的最高 PB 实际上可以接近 2 倍，而当前 PB 隐含的 ROE 要达到 9.30%



来源：wind，国金证券研究所

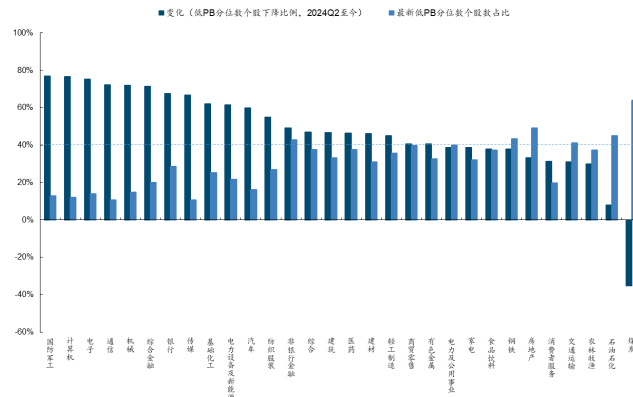
但如果从个股的视角来看，当前全 A 所有个股中 PB 历史分位数在 20% 以下的占比已经大幅下降至 2017 年 Q1 以来的最低水平，比 2021 年年底市场顶点对应的水平还要低；同样地 PB 历史分位数在 80% 以上的占比也已经接近 2017 年以来的最高水平。分行业来看，这一轮“消灭低 PB 个股”的行业集中于 TMT+高端制造+银行，而这些行业目前 PB 历史分位数在 20% 以下的个股数占比大多已经低于 20%。相反，以煤炭、石油石化、钢铁、交运、电力及公用事业、房地产和非银金融为代表的传统行业，它们内部的低 PB 分位数个股占比仍有 40% 及以上。

图表16：当前全 A 所有个股中 PB 历史分位数在 20% 以下的占比大幅下降，在 80% 以上分位数的占比大幅上升



来源：wind，国金证券研究所

图表17：行业上看，本轮个股的 PB 估值修复集中于 TMT+高端制造+银行，而很多传统行业低 PB 分位数个股占比仍较高



来源：wind，国金证券研究所

进一步地，我们复盘了历史上股价抢跑 ROE 底部的阶段：

(1) 间隔时长最长的是 2016 年的 1 月至 2017 年的 2 月，历时 377 天，而这一轮从 2024 年 9 月 13 日至 2025 年 7 月 13 日已经过去了 303 天；

(2) 从股价底部到 ROE 底部区间内，区间涨跌幅最大的是 2008 年-2009 年那一轮，最低的是 2018 年 10 月至 2019 年



5月那一轮，这一轮的区间涨跌幅属于中等，接近历史均值，并不算很极致；从最大涨幅来看，这一轮与2018年10月至2019年5月相近，低于历史均值，接近历史中位数水平；

(3) 从区间最大回撤来看，平均在13%左右，这一轮最大回撤也有14%。

所以总结来看，这一轮股价抢跑ROE底部，最大涨幅、区间涨跌幅属于历史中枢水平，并不算很极致，但后续需要验证ROE的底部是否如期出现。

图表18：对比历史上股价抢跑ROE底部的阶段，这一轮定价并不算极致

股价底部	ROE底部	间隔时长（天）	最大涨幅	最大回撤	区间涨跌幅
2005-07-18	2006-05-08	294	58.64%	-14.02%	52.13%
2008-11-04	2009-09-10	310	145.74%	-22.62%	103.34%
2012-12-03	2013-05-21	169	27.89%	-9.51%	23.94%
2016-01-28	2017-02-08	377	34.34%	-12.27%	20.48%
2018-10-18	2019-05-06	200	44.45%	-13.17%	19.49%
2020-03-23	2020-10-09	200	38.41%	-7.85%	25.76%
2024-09-13	?	至2025-07-13有303	44.27%	-14.41%	39.29%
历史均值（不算本轮）		258	58.24%	-13.24%	40.86%
历史中位数（不算本轮）		247	41.43%	-12.72%	24.85%

来源：wind，国金证券研究所

中美镜像下：资本回报的齿轮开始转动

近期中美资产表现强势的背后是投资者对于各自市场企业的资本回报的信心，但其中美股是基于过去的高 ROE、高估值水平的线性外推，认为过去的趋势能够延续，而 A 股实际上是在经历了多年的经济转型之后开始定价资本回报的潜在拐点。二者所依赖的宏观环境假设并不相同。在逆全球化的背景下，以欧美为代表的过去的消费国都开始重视对制造业产能的建设，过去他们享受到了来自我们制造业的产能优势，因此也获得了更高的资本回报，而我们为了保证全球制造业的竞争力也牺牲了我们的资本回报，未来上述趋势将会被扭转：在国内反内卷、债务停止收缩+海外发展制造业的组合下，国内制造业企业的资本回报将会逐步企稳回升，而海外企业的资本回报反而可能因此下降。在上述过程中，A 股相较于其他市场将更具优势和性价比，哑铃策略的一枝独秀或许将在未来半年彻底逆转。基于上述分析，我们对于当前资产配置的推荐如下：

第一，同时受益于海外实物资产需求上升、国内“反内卷”政策推进的上游资源品（铜、铝，油）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，消费上，量比价格重要：酒店餐饮、旅游休闲、品牌服饰、专营连锁，新消费的个股机会仍值得挖掘。

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，那么文中对于企业资本回报企稳回升的假设也就不适用。

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。

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：北京市东城区建国内大街 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