



A 股策略周报 20250706

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：纪博文（执业 S1130525060006）

jibowen@gjzq.com.cn

脱虚向实，新的开始

全球制造或将复苏：实物需求的新一轮上升周期

过去的几年中，海外发达经济体更加重视资本回报但对实体经济的重视程度相对不足，这体现为美国和欧元区上市公司 ROE 中枢水平抬升和企业部门杠杆率的下降。但近期海外对于实体经济的重视程度正在提升：德国政府在上周提交的 2025 年预算草案中提出在 2025 年投资 1200 亿欧元用于基础设施建设，同时大幅增加国防领域开支，2025 至 2029 年赤字规模扩张 8000 亿欧元，占德国 GDP 比重约 20%；美国方面，鼓励制造业回流是特朗普第二任期内重要的施政方针之一，在刚刚签署的《大美丽法案》也有诸多条目用于鼓励制造业投资，将先进制造业投资可用于税收抵免的额度由 25% 提升至 35%，以制造生产为目的购置的固定资产可以在投入使用当年按 100% 折旧进行抵扣。此外，《大美丽法案》大幅提高了美国政府债务上限，由于当前美联储隔夜逆回购工具余额相比前两轮美国财政部补充 TGA 账户时要更低，这可能意味着未来全球美元流动性可能会面临一定的冲击。6 月开始主要经济体制造业 PMI 处于共振修复的过程中，这对于资产定价的意义是：有利于制造业大国的中国的资本品出口从而拉动总需求；制造业强于服务业时，单位 GDP 的实物消耗强度往往会有上升，更有利于资源品、资本品的表现。

“反内卷”：也应顺势而为

近期政策端对“反内卷”关注度上升，背景是 2025 年以来，工业的投入项的用电量持续快于产出项的工业增加值的同比增速，自发性“反内卷”可能已经在进行中。“反内卷”政策的具体影响可能会因行业而异：本轮过剩产能很大一部分集中在光伏、锂电、新能源车等中高端制造业领域，全球视角下属于优质产能和先进产能，未来仍面对需求增长，直接出清的概率较低，“反内卷”政策在上述领域中的效果可能会相对较弱；而对于传统产能占比相对更高、产能利用率较高且产品价格处于低位的行业，“反内卷”政策效果通过产能利用率的限制就能对企业盈利起到明显作用。如果以 2016 年以来产能利用率和 PPI 同比分位数作为筛选标准石油和天然气开采行业、化学纤维制造、黑色金属冶炼与压延行业的产能利用率分位数处于历史高位，同时目前的价格水平相对偏弱。

脱虚向实：流动性是冲击，基本面是机会。

2022 年以来，中国企业在 ROIC 下行时增加资本开支，增加了国家竞争力和完成了产业升级，代价是资本回报的持续下降，而当下开始进入资本回报的修复期，传统部门的回报率回升概率更大；相反，欧美经济体在过去对于资本回报的过度关注导致了实体经济发展的不足，对于安全性和社会稳定性的重视让其重新关注实体经济的发展，政府正通过赤字率方式撬动实体投资，全球制造业活动的回升已经开始。在过去国内大力发展中游制造时，实物资产机会更多集中在国内主导的上游，而当下当全球制造业向上而国内开启“反内卷”时，对于中国投资者而言实物资产的领域将更为广阔，而中国经济在海外需求回升下形成生产-消费的良性循环的概率更大。当然，由于全球脱虚向实开启，金融市场的流动性冲击反而可能成为阶段性风险，近期应该关注美元的反弹（债务上限提高后，财政部发债带来的冲击）。因此，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、化纤）；第二，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；第三，从长期视角看人民币国际化下的大金融板块的重估会继续，但是未来股权将优于债权人，建议关注非银金融。

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

全球制造或将复苏：实物需求的新一轮上升周期.....	3
“反内卷”也应顺势而为.....	5
脱虚向实，流动性是冲击，基本面是机会.....	7
风险提示.....	7

图表目录

图表 1： 2021 年以来，美国企业部门杠杆率下降，资本回报率抬升.....	3
图表 2： 2021 年后，欧洲同样出现企业部门杠杆率下降，净资产回报率中枢提升的现象.....	3
图表 3： 《大美丽法案》当中促进美国国内投资部分的主要内容.....	3
图表 4： 2025-2029 年间德国联邦政府新增赤字规模在 8000 亿欧元以上.....	3
图表 5： 2025 年 1 月美国联邦政府债务余额已经触及法定债务上限.....	4
图表 6： 与前两次美国财政部快速补充 TGA 账户时期相比，目前可作为流动性缓冲垫的 ONRRP 余额更少.....	4
图表 7： 目前来看全球制造业呈现出共振向上修复状态.....	4
图表 8： 当制造业活动偏强时，全球实物消耗强度更高.....	4
图表 9： 5 月工业企业口径下利润增速和利润率均有放缓.....	5
图表 10： 5 月用电量、工业增加值、PPI 同比增速均有放缓，工增增速高于用电量增速的现象持续.....	5
图表 11： 与此前几轮供给侧改革的不同之处在于，本轮部分过剩产能在全球视角下属于优质产能或先进产能.....	5
图表 12： 石油和天然气开采、化学纤维制造及黑色金属冶炼及压延行业的产能利用率分位数处于高位同时价格水平处于低位.....	6



全球制造或将复苏：实物需求的新一轮上升周期

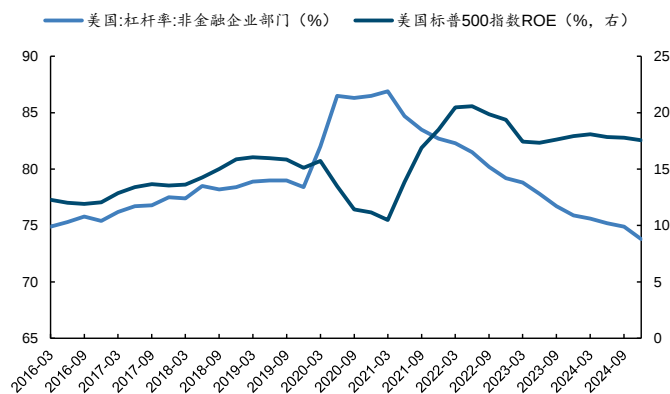
在过去的几年中，海外发达经济体更加重视资本回报，但是对实体经济扩张的重视程度相对不足。自 2021 年下半年以来，无论美国还是欧元区，企业的盈利能力整体上均有提升，美国标普 500 指数和欧洲 STOXX 600 指数 ROE 中枢水平相比于 2020 年以前均有抬升。然而，非金融企业部门的杠杆率却均出现了明显的回落。这一现象说明，欧美发达经济体在微观层面上通过减少量的增长，维持自身资本回报水平。

不过在最近一段时间中，欧美经济体也开始重视以制造业为代表的实体经济增长情况：

欧洲方面，在今年初德国议会解除预算刹车机制打开政府财政扩张的空间后，德国联邦政府在上周二（6 月 24 日）提交的 2025 年预算草案中提出了较为激进的财政刺激计划。其中包括 2025 年投资 1200 亿欧元用于基础设施建设，同时大幅增加国防领域开支。根据巴黎银行的测算，2025 年至 2029 年间德国联邦政府累计新增赤字规模将超过 8000 亿欧元，约占当前德国 GDP 比重的 20%。

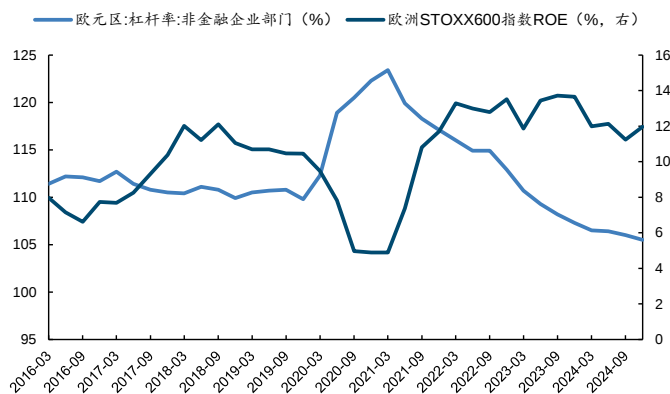
美国方面，鼓励制造业回流是特朗普第二任期内重要的施政方针之一。特朗普在美国时间 7 月 4 日刚刚签署的《大美丽法案》（The One Big Beautiful Bill Act）中，也提出要通过给予税收优惠的方式促进美国制造业发展。在“美国商业税收永久性改革及促进国内投资”章节中，明确对先进制造业投资可用于税收抵免的额度由 25% 提升至 35%；同时购置或建造用于生产、制造、精炼的厂房等固定资产，可以在投入使用当年按 100% 进行抵扣。

图表1：2021 年以来，美国企业部门杠杆率下降，资本回报率抬升



来源：wind，国金证券研究所

图表2：2021 年后，欧洲同样出现企业部门杠杆率下降，净资产回报率中枢提升的现象



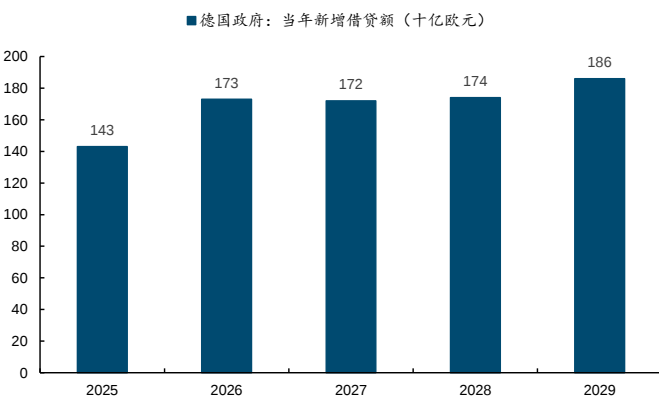
来源：wind，国金证券研究所

图表3：《大美丽法案》当中促进美国国内投资部分的主要内容

章节	主要内容
SEC. 70302	在美国国内进行的科研及实验支出可全部费用化用于税收抵扣
SEC. 70306	提高部分资产折旧可用于抵扣的计提上限额度
SEC. 70307	购置或建造用于生产、制造或提炼用途的厂房，可以在使用当年按100%进行抵扣
SEC. 70308	将先进制造业投资的税收抵免幅度由25%上调至35%
SEC. 70309	同建造机场一样，建造航天飞机发射场可通过发行税收地面债券融资

来源：US Congress，国金证券研究所

图表4：2025-2029 年间德国联邦政府新增赤字规模在 8000 亿欧元以上



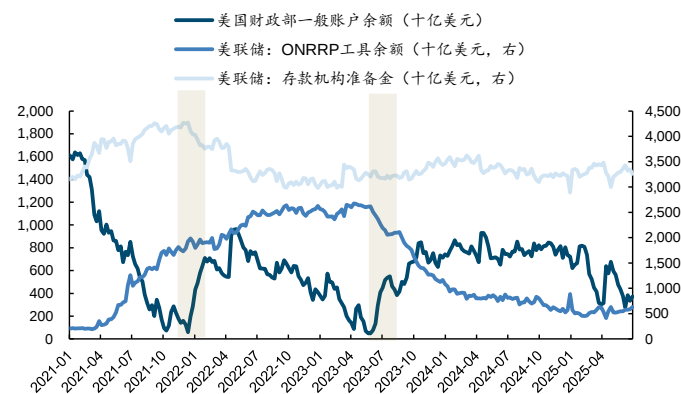
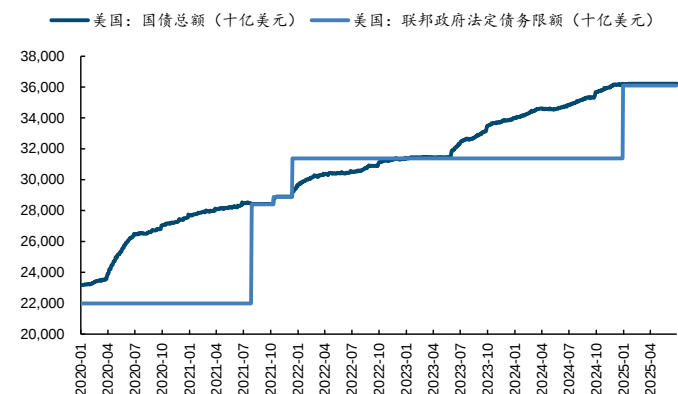
来源：BNP Paribas，国金证券研究所



此外,《大美丽法案》也将美国联邦政府债务上限额度提高了5万亿美元,在解除美国政府进一步财政扩张制约的同时,也有可能在未来对全球美元流动性造成一定程度的扰动。在今年年初,美国国债总额触及联邦政府法定债务上限,美国财政部消耗财政一般账户(TGA账户)余额维持正常运行;在法定债务上限大幅提高后,美国财政部需要通过发债的方式重新补充TGA账户。与2022年初和2023年中两次补充TGA账户时相比,当前可作为流动性缓冲的美联储隔夜逆回购(ONRRP)工具余额明显更少。与市场一致预期不同的是:流动性是风险,基本面才是机会。不过美国财政部长贝森特在接受采访时表示会更多通过发行短期国债的方式补充TGA账户,考虑到美国的稳定币提供商可能需要合适的短久期资产作为储备资产以应对潜在的监管要求,这可能在一定程度上有助于缓解流动性冲击的幅度。

图表5: 2025年1月美国联邦政府债务余额已经触及法定债务上限

图表6: 与前两次美国财政部快速补充TGA账户时期相比,目前可作为流动性缓冲垫的ONRRP余额更少



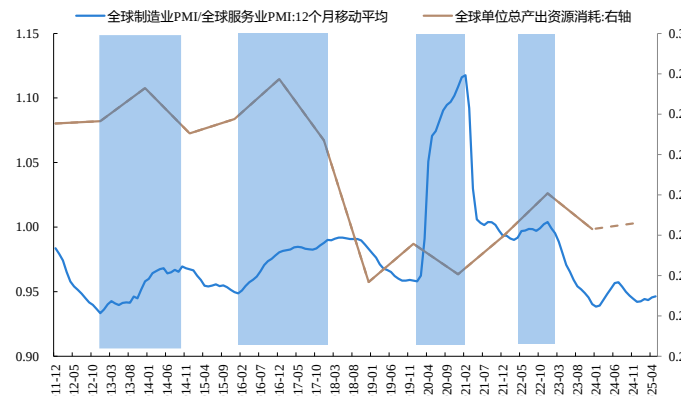
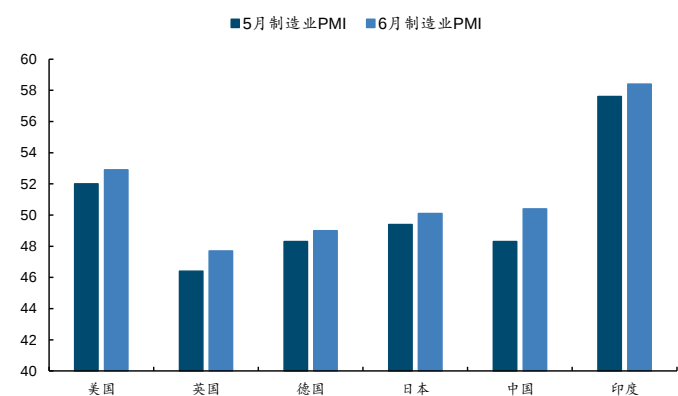
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

目前全球制造业处于共振修复的过程中,历史经验表明制造业活动偏强时全球的实物消耗强度将会上升。美国、中国、德国等全球主要经济体制造业PMI读数相比于5月份均有不同程度的提升,表明全球制造业共振向上的情况仍在持续。这对于资产定价的意义是在于:有利于制造业大国的中国资本品出口从而拉动总需求从过往的历史经验来看,当全球制造业活动相比于服务业更强时,全球单位产出对应的实物资源消耗量多有提升。在当前海外经济体对制造业及基础设施建设为代表的实体经济有着更高重视程度的背景下,未来全球制造业修复的趋势或将持续,全球对资源品、资本品等实物资产的需求也会有所提升。

图表7: 目前来看全球制造业呈现出共振向上修复状态

图表8: 当制造业活动偏强时,全球实物消耗强度更高



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, ADB, 国金证券研究所



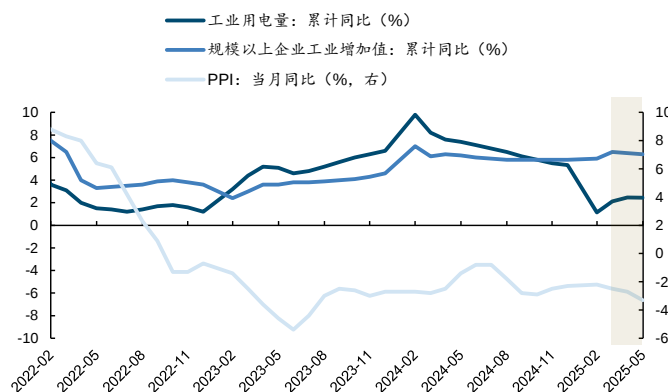
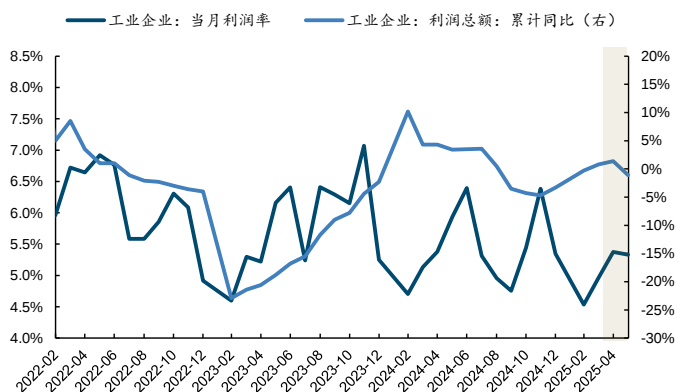
“反内卷”也应顺势而为

近期，政策端对“反内卷”的重视程度有所提升，本周召开的中央财经委员会第六次会议中就特别强调要依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出；此外，本周召开的第十五次制造业企业座谈会上也提出要整治光伏行业低价无序竞争，水泥协会也发布文件推动行业“反内卷”、高质量发展。

近期“反内卷”政策频出的背景是国内的量价循环阶段性遇到瓶颈，同时生产端自发性反内卷已经开始出现。5月份国内用电量、工业增加值累计同比增速均有所回落，PPI 同比增速下行，同时工业企业利润率、利润总额同比增速均出现走弱的迹象，指向当前国内量价循环过程可能处于阶段性的瓶颈期。在经济增长阶段性放缓时期，政策端可能对反内卷给予更高的关注度，如 2024 年 7 月政治局会议中首提防止“内卷式”恶性竞争时经济增速正处于阶段性底部。同时值得注意的是，国内生产端自发性“反内卷”可能已经在进行中，这体现为今年以来工业增加值的同比增速持续高于用电量同比增速，侧面说明部分高耗能低产出的落后产能逐步有序退出。

图表9：5月工业企业口径下利润增速和利润率均有放缓

图表10：5月用电量、工业增加值、PPI 同比增速均有放缓，工增增速高于用电量增速的现象持续



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

“反内卷”政策的具体影响可能会因行业而异。在中期策略报告《新的循环》中，我们曾指出本轮化解供给侧产能过剩压力和此前供给侧改革的不同之处在于，本轮过剩产能很大一部分集中在光伏、锂电、新能源车等中高端制造业领域，全球视角下属于优质产能和先进产能，未来仍会面临需求增长，这些优质产能直接出清的概率较低，因此“反内卷”政策在上述领域中的效果可能会相对较弱。而对于传统产能占比相对更高、产能利用率较高且产品价格水平相对较低的行业，“反内卷”政策效果通过产能利用率的限制就能对企业盈利起到明显作用。

图表11：与此前几轮供给侧改革的不同之处在于，本轮部分过剩产能在全球视角下属于优质产能或先进产能

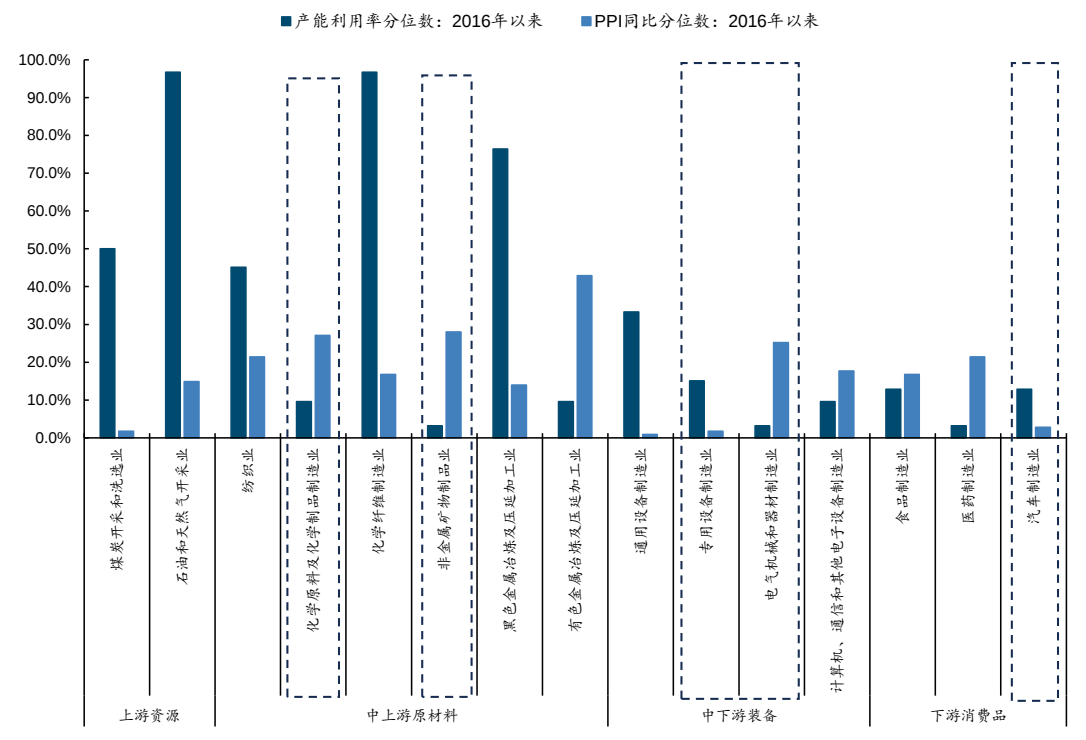
产能过剩阶段	过剩领域与细分行业	产能过剩核心特征	政府治理
上世纪90年代中后期	纺织、家电等轻工业	重复建设严重，聚焦于中低端过剩	供给侧：通过强制关停、兼并重组等方式去产能；金融纾困；需求侧：推动房地产市场化改革，加快入世进程，加大基础设施投入。
2003年至2005年	电解铝、钢铁、水泥等基础工业，汽车等新兴产业	生产技术落后，存在大量无效产能	供给侧：鼓励结构升级、并购重组，设置准入门槛，行政审批。
2001年至2015年	煤炭、钢铁、建材等传统制造业，风电光伏、船舶等新兴产业	不仅传统行业过剩，新兴产业中也出现中低端过剩，高端不足的现象	供给侧：推动供给侧改革，中国制造2025 需求侧：地产棚改
2024年至今	光伏、锂电、新能源车、化工等高端制造业，建材、钢铁等传统地产链	高端制造业产能过剩较为严重，其中大量产能在全球范围内也属于先进产能。	供给侧：数字化、高端化转型，反内卷，设置准入门槛，鼓励并购重组；需求侧：推动一带一路投资，挖掘内需。

来源：wind，国金证券研究所



从行业视角来看，当前产能利用率较高、同时产品价格水平较低的行业在“反内卷”去产能的过程中可能会有较好的利润弹性。在产能已相对充分使用的前提下，供给侧优化带来的价格弹性可能会更强一些。如果以 2016 年以来产能利用率分位数和 PPI 同比增速分位数作为筛选标准，上游资源板块中**石油和天然气开采行业**、中上游原材料板块中的**化学纤维制造、黑色金属冶炼及压延**行业的产能利用率分位数处于历史高位，同时目前的价格水平相对偏弱。

图表12：石油和天然气开采、化学纤维制造及黑色金属冶炼及压延行业的产能利用率分位数处于高位同时价格水平处于低位



来源：wind，国金证券研究所



脱虚向实，流动性是冲击，基本面是机会

2022 年以来，中国企业在 ROIC 下行时增加资本开支，增加了国家竞争力和完成了产业升级，代价是资本回报的持续下降，而当下开始进入资本回报的修复期，传统部门的回报率回升概率更大；相反，欧美经济体在过去对于资本回报的过度关注导致了实体经济发展的不足，对于安全性和社会稳定性的重视让其重新关注实体经济的发展，政府正通过赤字率方式撬动实体投资，全球制造业活动的回升已经开始。在过去国内大力发展中游制造时，实物资产机会更多集中在国内主导的上游，而当下当全球制造业向上而国内开启“反内卷”时，对于中国投资者而言实物资产的领域将更为广阔，而中国经济在海外需求回升下形成生产-消费的良性循环的概率更大。当然，由于全球脱虚向实开启，金融市场的流动性冲击反而可能成为阶段性风险，近期应该关注美元的反弹（债务上限提高后，财政部发债带来的冲击）。因此，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、化纤）；

第二，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；

第三，从长期视角看人民币国际化下的大金融板块的重估会继续，但是未来股权将优于债权人，建议关注非银金融。

风险提示

国内经济修复不及预期：如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。



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