

# 新的循环

## ——2025年权益中期投资策略

分析师：牟一凌 执业编号：S1130525060002

2025/6/25

- **2020年以来，中股美债成为“最大输家”，背后反映的是中美处于镜像的两个循环：中国缺失资本回报，而美国则牺牲政府信用。**中国的制造业新增产能压力终于开始回落，但产能经营状况指标却仅高于2005年，与2015年的水平相近，这是价格低迷和资本回报缺失的来源，然而在“制造强国”的战略下，市场期待的“供给侧出清”或许难以出现，与过去几轮产能周期不同的是，本轮过剩产能集中于中高端制造业及部分受地产链拖累需求的领域，前者在全球有竞争优势且不断实现价值链的攀爬，后者下游需求开始在量的层面实现有效转换，这都构成了“以价换量”奏效的基础。**同时，资本回报的低迷进一步掩盖了中国在实物贸易层面的进步：**贸易风险的分散，与资源国形成的巨大流量循环和人民币结算的底层基础构建。比起“促进物价回升”，“保护产能”与维持经济的增长总量稳定才是首要目标。反观美国，它所处的循环是政府以公共债务的积累来扩张经济，导致资本回报以及资本市场都处于高位，但循环的另一面是，黄金定价的美股并未新高，债务的隐患在逐步暴露（债券收益率畸高），货币政策始终处于紧缩状态。高利率对私营和居民部门需求挤出是缓慢的，美国政府所希望的制造业回流也可能会拖累资本回报，要ROE还是GDP，特朗普政策开始倾向选择后者。同样的，出于对于美债不稳定性的担忧，一定程度带来了黄金、中间货币计价资产的反弹，资金开始出现了向非美市场的外溢。
- **上述两个影响，正构成2023年经济活动正常化时期股票市场交易的新规律，**对于A股+港股而言，分子端关注中国量价周期，且只能做多量增的相关资产，而分母端受到美元资产外溢的影响，港股尤为明显。2024年“9.24”后，需求端出台补贴政策稳住企业盈利，供给端提倡“反内卷”，量价同时修复、利润率见底回升，企业现金流开始修复，行情也扩散至包括内需消费、科技在内的更广范围，然而供给侧难以出清的特点使得资本回报的“叹息之墙”难以突破，现阶段处在类似2024Q2的状态，量、价再度出现走弱迹象，另一方面，是港股为代表的资产前期受益于美元过渡被做空带来的资金外溢，美国财政+货币仍然有较多工具维护美元信用，资金可能会重新回摆。展望未来，我们的基准假设是：经济层面，高利率对海外的私营和居民部门冲击有限，待7月份关税谈判落地后，减税驱动美国制造业投资由中小企业开始，欧洲等国的重建计划逐步启动，全球“脱虚向实”的制造业周期开启，制造业开始强于服务业，全球实物消耗在GDP中的比重增加，中国经济中的量将受益于实物消耗增加。

- **投资节奏上**，短期受制于美元回流风险和“量价”走弱的现状，国内阶段性股票资产机会需要等待，但是应该为下半年的脱虚入实行情做好准备。作为中国投资者，做多“量增”是各类板块的核心。投资板块上，在黄金一骑绝尘后，与油铜的长期回报出现了大幅偏离，随着制造业活动的开启，以油、铜为代表的实物资产将重新获得青睐，在动荡的制造重建过程中现货库存价值会提升。中国资本品出口将是重要的驱动变量，但是关注供给格局的优势仍然重要。传统消费中配置“以价换量”逻辑通畅的行业，关注消费红利股，而新消费则是优质供给创造需求，是中国制造业优势从工程师红利转向设计师红利的有益尝试，需挖掘个股机会，快速增长过程中毛利率不应该是首要考虑。中国科技板块具有实现国家赶超的使命，股东回报不是第一要务，“社会价值”提升阶段才是估值扩张的核心变量，风险偏好提升期需要关注这类板块。最后，大金融板块来看，在地产风险逐步释放后，驱动力应该从债务风险修复到经济转型与人民币国际化带来的新机遇去理解。
- **配置建议**：待风险释放之后，中期维度仍可做多基于中国制造业优势的“量增”逻辑，它将在各个领域呈现机会：（1）实物资产在沉寂半年后的回归：资源品及资源的储存（铜、铝，油），中国资本品将受益于海外产能建设周期：资本品（工程机械、重卡、拖拉机）（2）消费上，量比价格重要：家电、家居、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；（3）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。（4）最后，以平台经济+机器人为代表的行业仍然具有一定“社会价值”提升特征，可以成为市场回升期活跃资金弹性收益的来源。
- **风险提示**：1、国内需求侧托底政策超预期退坡；2、海外地缘争端导致通胀上行超预期；3、美联储紧缩程度超预期

# 目录

01

理解中美经济的框架

02

未来演绎和观测时点

03

配置思路

04

投资者的变化

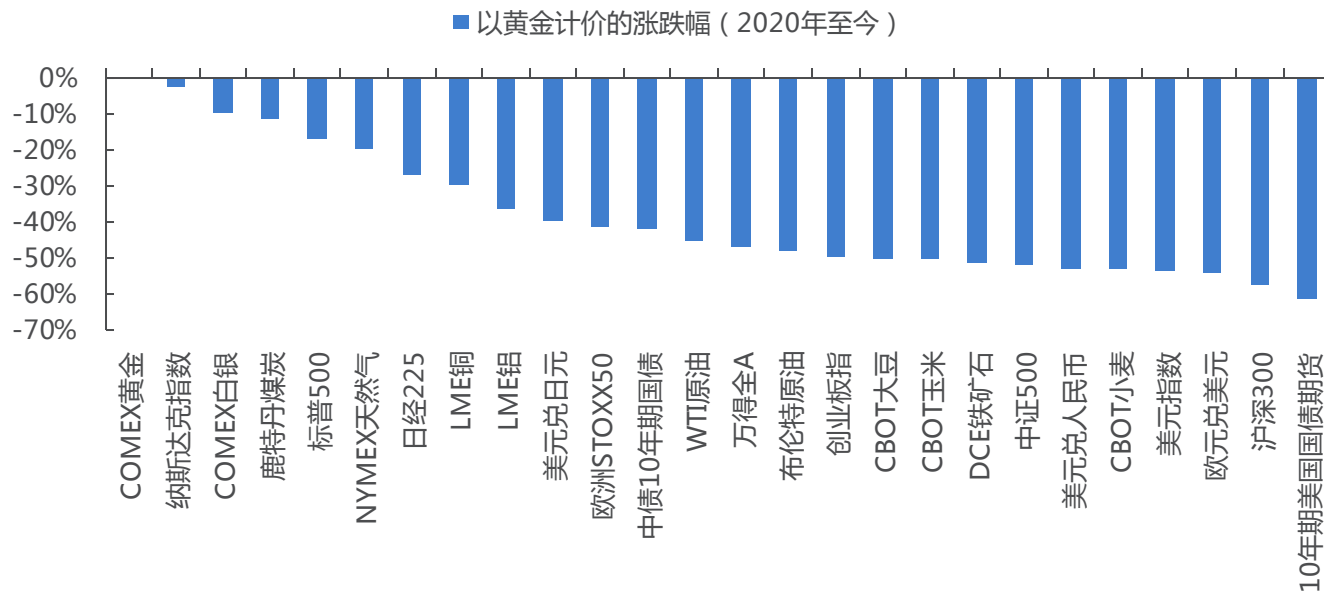
# 01 理解中美经济的框架

---

## 1.1 2020年以来，中股美债成为“最大输家”

- 2020年以来以黄金计价的各类资产出现了全线下跌，尤其是美债和沪深300，背后其实反映了这几年以来：中国经济转型、制造业不断内卷过程中带来了资本回报不断下降，而美国依赖于政府债务扩张带来了经济韧性与资本回报维持高位。

图：以黄金计价的各类资产中，2020年以来全线下跌，其中美债和沪深300跌幅最多

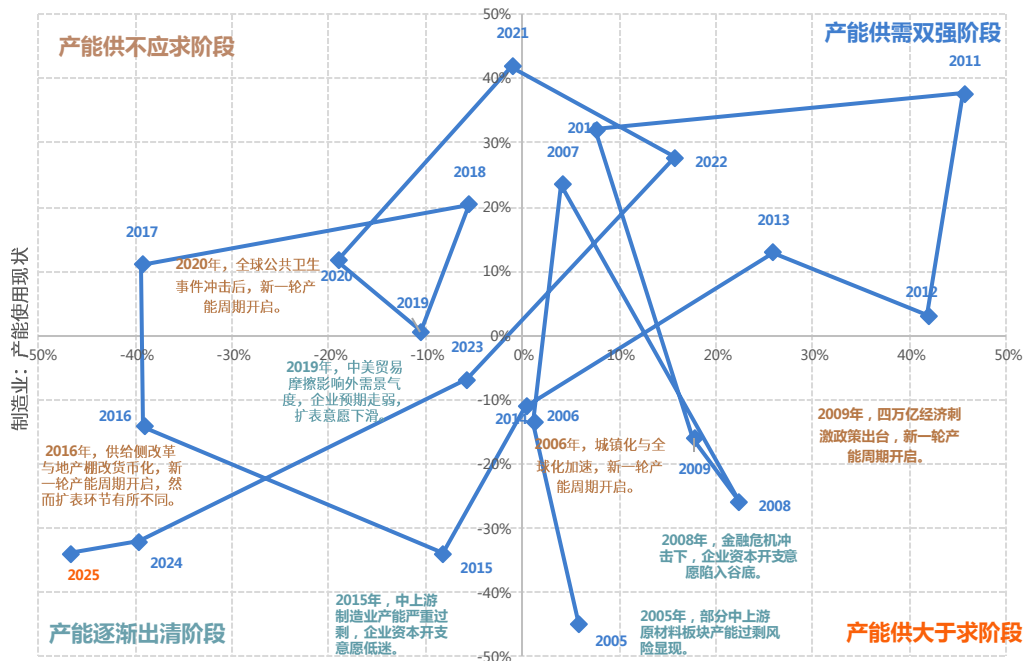


资料来源：wind，国金证券研究所

## 1.2 对于中游制造业而言，中国产能周期依然处于寻底阶段

- 2005年至今，上市公司口径下的制造业共经历了三轮相对完整的产能周期（2005年至2008年，2009年至2015年，2016年至2019年）。
- 从持续时长来看2024年末似乎已经处于2020年以来的第四轮周期的后期（过去三轮平均持续时间为4年），当前产能运行现状与未来新增产能压力已经连续两年落入低于历史中枢的第三象限。
- 从相对点位上看，2025年Q1当前制造业新增产能压力已经处于过去20余年以来的历史低点，而产能使用现状也与2015年底相近，仅高于2005年。

图：从相对点位上看，2025年Q1当前制造业新增产能压力已经处于过去20余年以来的历史低点，而产能使用现状也与2015年底相近，仅高于2005年



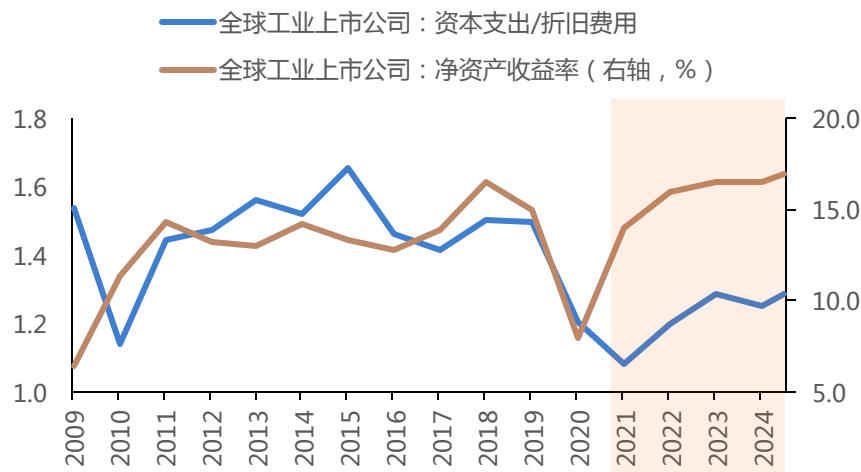
制造业: 新增产能压力

资料来源：wind，国金证券研究所

## 1.2.1 本轮供给侧的“过剩”或许本就不应直接出清

- 一方面，尽管中国制造业出现了明显的产能过剩，然而全球视角来看当前工业企业的盈利能力处于金融危机以来的高位，且仍处于资本开支扩张周期中，这为中国的过剩产能的消化提供了潜在的需求来源。
- 值得一提的是，与过去往往在传统行业及新兴产业中的中低端领域过剩不同，本轮过剩的产能大多集中于中高端制造业与部分受地产拖累下的地产链相关领域，然而这些产能在全球范围内一定程度上属于优质产能，其中部分领域甚至是先进产能。

图：全球视角来看当前工业企业的盈利能力处于金融危机以来的高位，且仍处于资本开支扩张周期中



图：与过去往往在传统行业及新兴产业中的中低端领域过剩不同，本轮过剩领域在全球范围内一定程度上属于优质产能，其中部分领域甚至是先进产能

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。

资料来源：wind，国金证券研究所

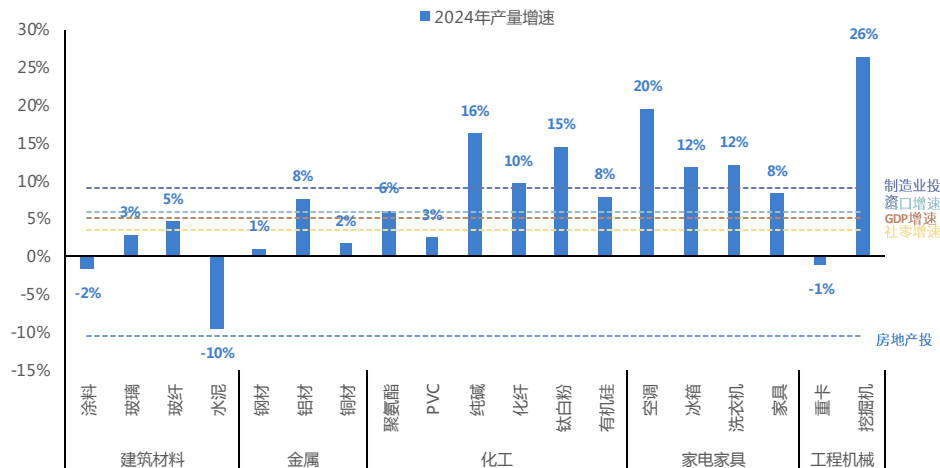
## 1.2.1 本轮供给侧的“过剩”或许本就不应直接出清

- 另一方面，当前地产的拖累已经逐渐减小，在地产投资依然处于负增长区间时，地产链相关领域大多已经实现了正向增长，部分品种产量增速甚至高于了GDP，其下游需求结构正在悄然发生转变。

图：在政策力度不断加大之下，地产板块的销售与价格跌幅逐渐收窄（%）



图：当前地产的拖累已经逐渐减小，地产链相关领域在2024年大多已经实现了正向增长，需求结构同样正在发生转变

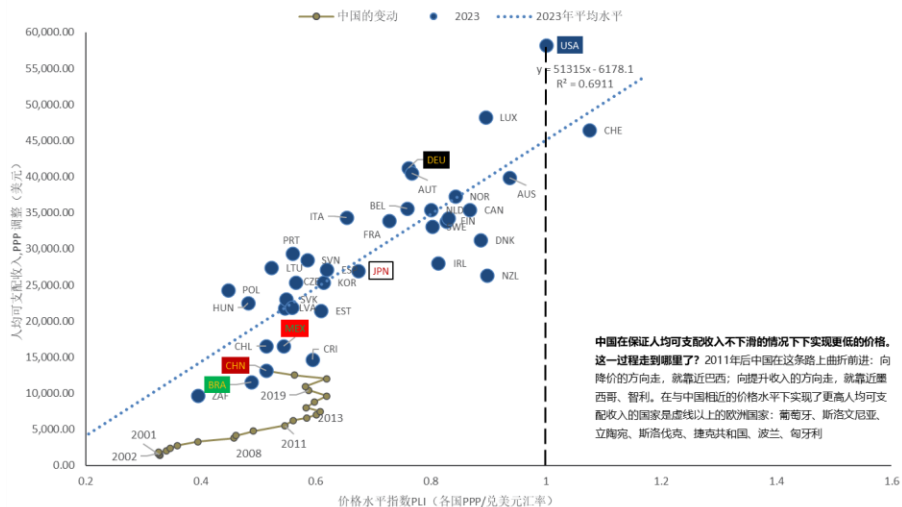


资料来源：wind，国金证券研究所

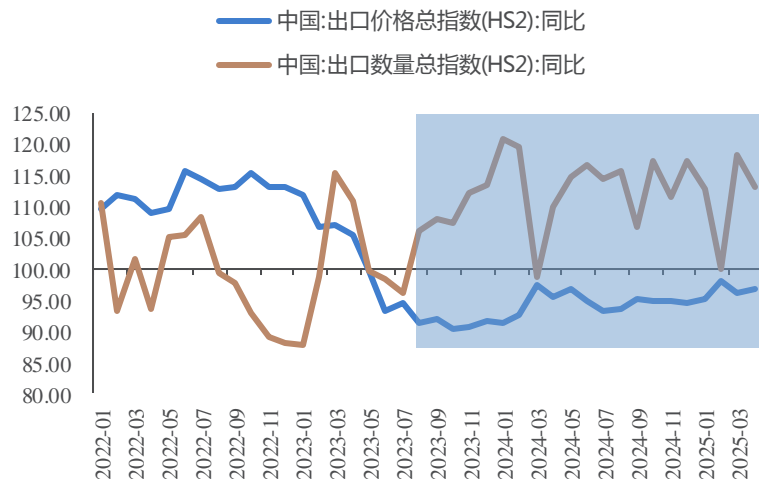
## 1.2.2 制造业寻找寻求：对内对外都出现降价

- 对内寻找需求：国内价格“通缩”让居民享受到了“价格下降”的好处，挖掘出潜在的需求，另一方面“9.24”后通过补贴缓解企业“以价换量”下的盈利困境，价格下降的一部分压力由财政补贴来承担，避免企业盈利持续下行。
- 对外寻找需求：出口价格指数不断下行，但与之相伴的是出口数量指数维持高增。

图：比较全球各国人均可支配收入(PPP)与价格水平，中国的价格相对于当前收入对应的价格平均水平而言还有下降空间



图：2023年下半年至今，中国出口数量维持高增，但出口价格始终处于萎缩区间

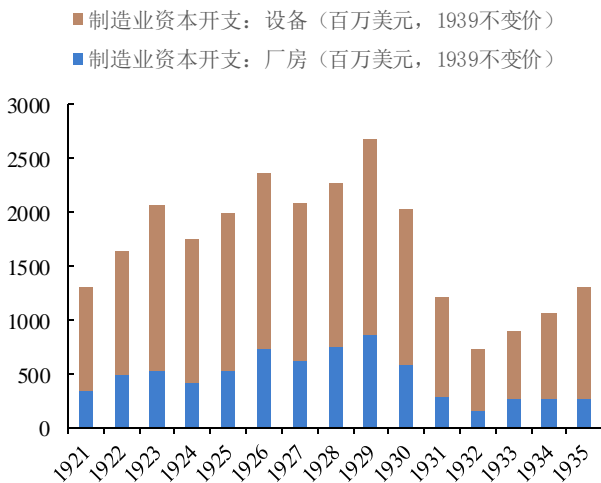


资料来源：世界银行，OECD，wind，国金证券研究所

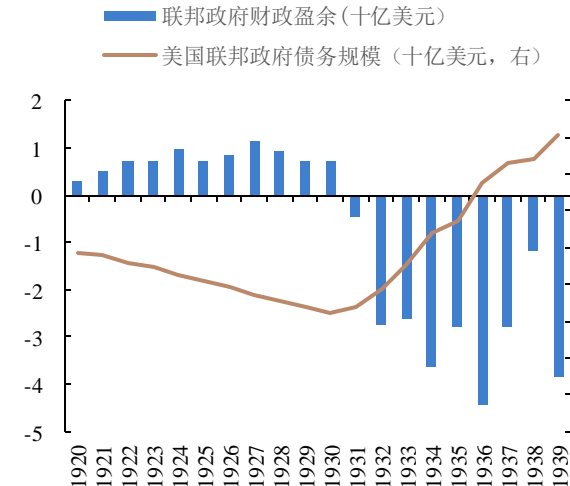
## 1.2.3 1930s美国经验：产能过剩期，美国政府也托底经济

美国私营部门在1920年代大规模进行产能扩张，由此导致大萧条之后美国仍长期处于产能过剩时期。在居民及私营企业部门持续缩减债务的情况下，罗斯福政府大力扩张财政支出托底经济，这一阶段美国政府赤字规模显著扩大，用于社保、基建相关开支增长明显。

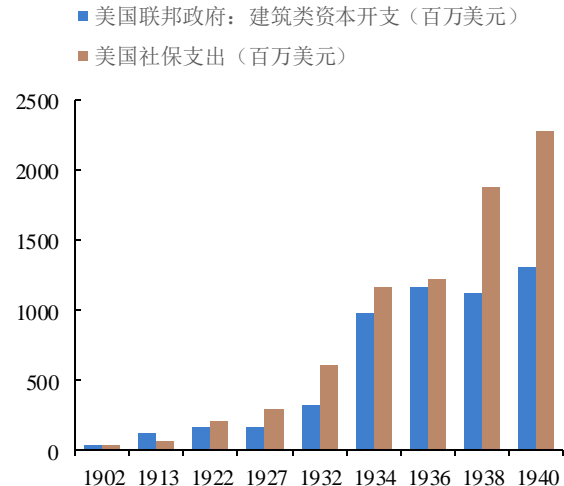
图：1920年代美国制造业资本开支持续扩张，最终导致了大萧条之后的产能过剩



图：罗斯福新政时期，美国政府大幅增加政府开支和赤字率



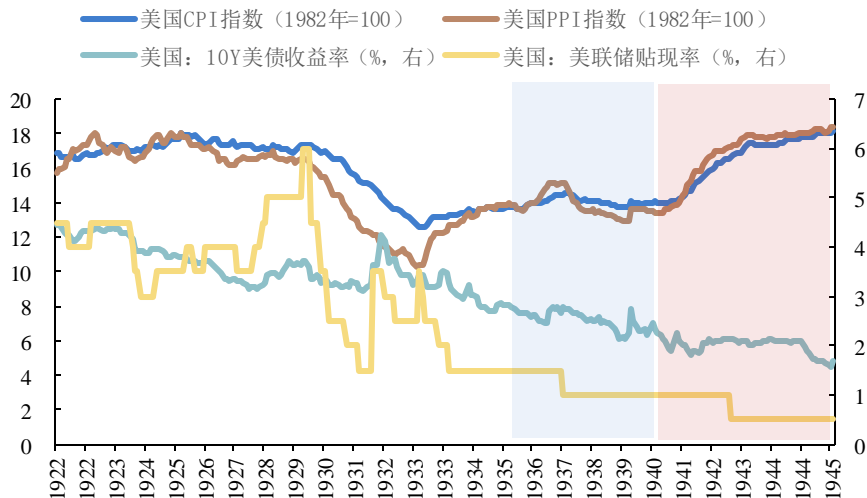
图：1930s美国政府在社保、基建领域开支增长明显



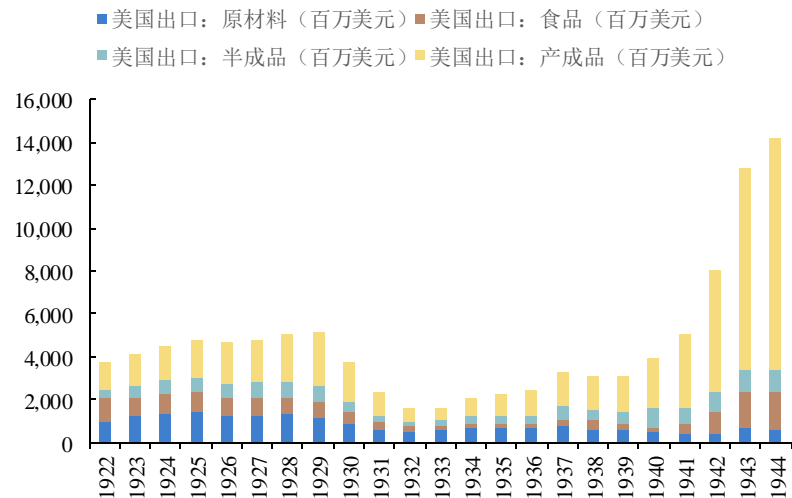
## 1.2.3 1930s的美国经验：但走出低物价增长仍有赖于外需爆发

但值得注意的是，在大萧条经济危机基本结束后，1935-1939年间美国国内物价水平几乎没有增长，同时长期国债收益率、美联储贴现率均持续走低。美国物价知道1940年后才回到大萧条前的水平，主要驱动力在于二战中欧洲方面带来的外需快速扩张

图：即使在罗斯福新政之后，美国国债收益率持续走低且物价水平略有下行；价格重拾上行动力需要等在1940年之后



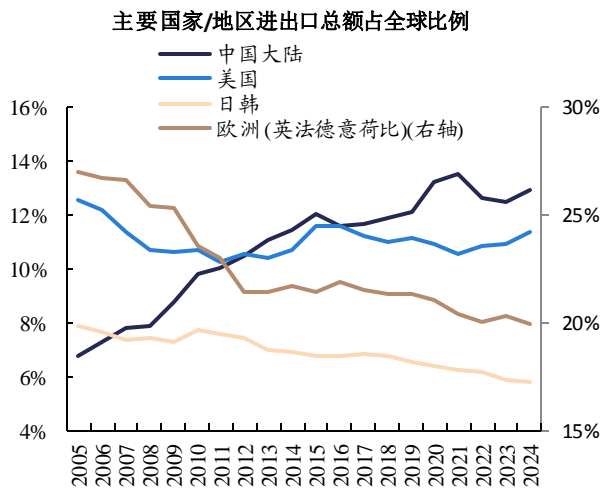
图：1940年后，第二次世界大战为美国带来了大量的海外需求，产成品出口额大幅上升



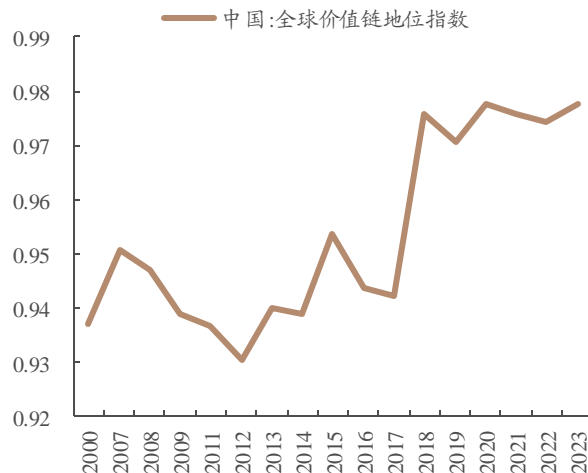
## 1.2.4 基于中国制造优势的人民币国际化

- **贸易产品结构的升级提升人民币结算议价能力：**2018年以来，中国在全球的贸易份额和全球价值链的地位均不断提升，中国制造业的优势逐步显现。随着产业链向外转移，全球对中间品和资本品的需求不断提升，而中国凭借制造业优势在这两类产品中份额领先，尤其是以资本品为代表的高技术非标产品将提升贸易商以本币（人民币）结算的议价能力。

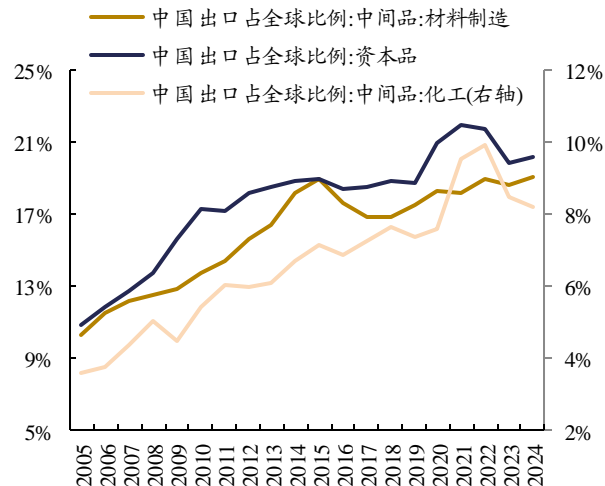
图：中国的贸易总额占全球比例不断抬升



图：2018年以来，中国在全球价值链的地位同样不断攀升



图：在中国产业链向外转移的过程中，中国出口了更多的中间品和资本品



资料来源：ADB, Trade Map, 国金证券研究所

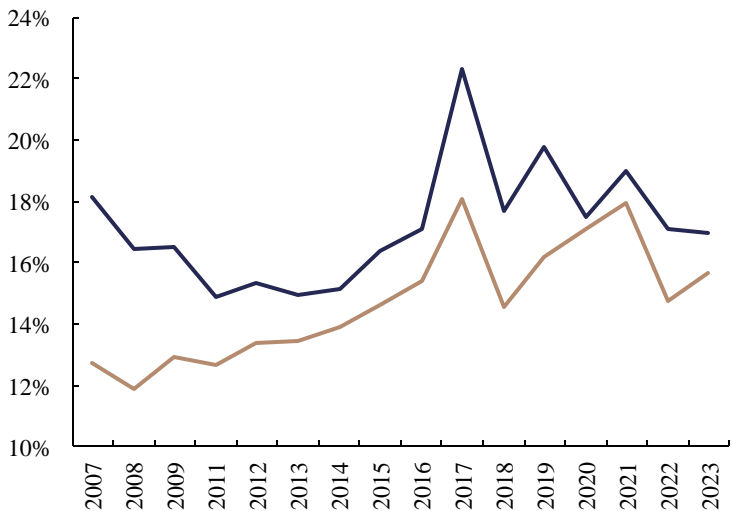
## 1.2.4 对于中国而言美国不再是唯一需求国

- 贸易伙伴中新兴市场国家的重要性提升，有利于人民币在这些国家中与强势货币展开竞争。在中美直接贸易下降的同时，美国对于中国仍有较高的进口依赖，但中国对美出口依赖度明显下降，且大量的亚洲+欧洲国家为中国创造了更多需求。

图：2018年以来，美国进口对于中国的依赖度并不低，但中国出口对美国的依赖度明显下降

图：对于中国而言，美国并不是唯一的需求国，大量亚洲+欧洲国家均对中国有较高进口依赖

—— 中国出口中对美国依赖度 —— 美国进口中对美国依赖度

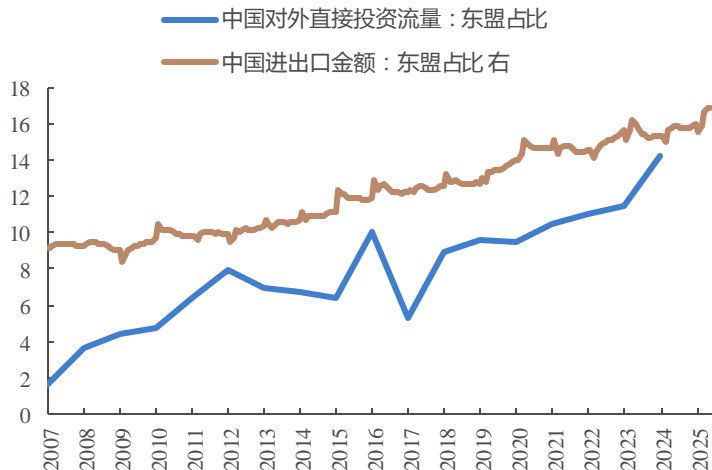


国家	部分国家对外依赖度																	
	澳大利亚	印度尼西亚	印度	马来西亚	菲律宾	泰国	越南	柬埔寨	俄罗斯	韩国	日本	新加坡	巴西	加拿大	德国	法国	英国	意大利
中国	16.53%	20.34%	10.97%	19.07%	24.79%	18.87%	27.70%	38.16%	19.85%	17.69%	12.82%	12.60%	13.23%	7.52%	6.08%	4.68%	5.27%	5.64%
美国	12.61%	6.78%	7.60%	8.82%	8.08%	6.43%	5.55%	3.95%	5.12%	10.73%	16.74%	14.95%	16.38%	44.26%	8.31%	8.33%	13.14%	6.25%
韩国	6.18%	3.71%	2.44%	3.52%	5.61%	2.38%	10.14%	2.17%	3.68%	0.00%	3.31%	2.89%	1.75%	1.58%	1.40%	0.95%	1.04%	0.99%
日本	5.53%	12.53%	5.56%	11.48%	13.46%	18.30%	11.59%	6.07%	3.47%	14.48%	0.00%	11.24%	4.46%	4.75%	3.71%	2.68%	3.53%	2.48%
英国	4.94%	1.51%	2.29%	2.35%	1.36%	1.67%	1.07%	1.09%	3.30%	2.02%	2.99%	4.07%	2.20%	2.81%	4.94%	6.12%	0.00%	3.88%
印度	4.75%	5.30%	0.00%	3.54%	2.72%	2.21%	2.78%	1.81%	1.92%	2.19%	3.20%	3.93%	4.46%	3.48%	1.87%	1.92%	4.66%	2.89%
德国	4.23%	2.15%	2.42%	2.80%	2.12%	2.14%	2.16%	2.17%	4.79%	4.10%	3.18%	2.29%	4.37%	3.82%	0.00%	13.28%	8.91%	11.50%
新加坡	3.37%	3.69%	1.01%	5.30%	2.57%	2.81%	1.38%	1.93%	0.48%	1.19%	2.26%	0.00%	0.52%	0.60%	0.41%	0.61%	0.90%	0.41%
法国	3.09%	1.80%	2.27%	1.32%	1.14%	1.45%	1.13%	1.47%	4.33%	1.91%	1.28%	2.93%	3.35%	1.93%	6.29%	0.00%	6.13%	8.32%
印度尼西亚	1.94%	0.00%	3.59%	7.14%	7.33%	2.64%	3.38%	3.05%	0.88%	2.05%	3.53%	3.40%	0.96%	0.53%	0.46%	0.41%	0.44%	0.67%
荷兰	1.90%	1.18%	1.18%	1.04%	0.91%	1.25%	0.64%	0.63%	3.80%	1.53%	1.41%	2.89%	2.46%	1.16%	5.47%	4.95%	4.57%	3.54%
马来西亚	1.76%	2.41%	1.21%	0.00%	2.53%	2.25%	2.67%	1.76%	0.37%	1.24%	1.61%	4.36%	0.51%	0.44%	0.51%	0.30%	0.37%	0.28%
意大利	1.59%	0.90%	0.99%	0.79%	0.78%	1.03%	0.83%	0.55%	2.23%	1.42%	0.76%	1.00%	1.86%	1.27%	4.52%	7.47%	2.75%	0.00%
泰国	1.49%	2.49%	0.87%	2.58%	1.82%	0.00%	1.87%	6.46%	0.43%	0.99%	1.20%	1.06%	0.72%	0.37%	0.46%	0.27%	0.35%	0.30%
瑞士	1.37%	0.81%	1.26%	0.92%	0.69%	1.09%	0.58%	0.49%	2.42%	0.97%	0.75%	3.30%	1.72%	1.22%	3.27%	2.76%	2.04%	4.28%
爱尔兰	1.25%	0.69%	1.14%	0.84%	0.60%	0.74%	0.72%	0.39%	1.14%	1.06%	0.82%	0.91%	0.97%	1.04%	1.76%	2.36%	6.63%	2.68%
加拿大	1.22%	1.13%	1.01%	0.68%	0.93%	0.60%	0.52%	0.42%	0.55%	1.15%	2.01%	0.81%	1.42%	0.00%	0.96%	0.93%	1.63%	0.61%
西班牙	1.07%	0.60%	0.79%	0.63%	0.62%	0.69%	0.49%	0.38%	1.20%	0.80%	0.57%	1.43%	1.83%	0.83%	2.85%	6.39%	3.13%	3.96%
俄罗斯	0.90%	1.16%	4.18%	1.34%	1.03%	0.86%	1.32%	0.68%	0.00%	2.05%	2.44%	0.94%	3.51%	0.73%	1.82%	1.74%	1.92%	1.73%
瑞典	0.83%	0.49%	0.57%	0.41%	0.36%	0.56%	0.30%	0.24%	1.13%	0.62%	0.59%	0.72%	0.95%	0.80%	2.14%	1.55%	2.00%	1.45%
巴西	0.77%	2.56%	1.52%	1.94%	1.39%	1.68%	1.72%	1.11%	0.91%	1.39%	1.27%	1.15%	0.00%	0.58%	0.83%	1.02%	0.91%	1.17%
丹麦	0.73%	0.33%	0.46%	0.31%	0.35%	0.40%	0.27%	0.26%	0.63%	0.74%	0.42%	0.74%	0.63%	0.46%	1.73%	0.97%	1.33%	0.77%
比利时	0.68%	0.38%	0.49%	0.41%	0.33%	0.39%	0.33%	0.28%	1.11%	0.46%	0.68%	0.68%	0.80%	0.73%	2.49%	5.06%	2.13%	2.17%
土耳其	0.63%	0.51%	0.80%	0.47%	0.40%	0.42%	0.36%	0.28%	4.49%	0.52%	0.40%	0.83%	0.83%	0.72%	1.98%	1.46%	1.54%	2.45%
文莱	0.56%	0.17%	0.04%	0.18%	0.15%	0.15%	0.08%	0.03%	0.01%	0.05%	0.35%	0.12%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%
菲律宾	0.55%	0.60%	0.29%	0.72%	0.00%	0.65%	0.47%	0.18%	0.15%	0.74%	0.74%	0.72%	0.23%	0.35%	0.28%	0.17%	0.23%	0.24%
挪威	0.53%	0.29%	0.37%	0.30%	0.22%	0.35%	0.32%	0.17%	0.70%	0.50%	0.40%	0.74%	0.73%	0.47%	2.94%	2.14%	6.15%	0.98%
奥地利	0.52%	0.30%	0.31%	0.37%	0.21%	0.26%	0.30%	0.13%	0.92%	0.40%	0.28%	0.28%	0.52%	0.49%	4.00%	1.23%	0.92%	2.44%
波兰	0.49%	0.26%	0.40%	0.27%	0.22%	0.30%	0.24%	0.17%	1.45%	0.43%	0.31%	0.48%	0.50%	0.65%	4.80%	2.21%	1.64%	2.55%
越南	0.46%	0.48%	0.27%	0.76%	0.58%	0.45%	0.00%	3.02%	0.33%	0.72%	0.57%	0.59%	0.26%	0.30%	0.39%	0.25%	0.27%	0.20%
希腊	0.34%	0.23%	0.19%	0.14%	0.11%	0.13%	0.10%	0.07%	0.25%	0.21%	0.16%	0.29%	0.25%	0.18%	0.39%	0.39%	0.41%	0.77%
墨西哥	0.28%	0.23%	0.36%	0.25%	0.23%	0.24%	0.24%	0.14%	0.19%	0.52%	0.64%	0.29%	0.80%	1.88%	0.25%	2.00%	0.19%	0.17%
澳大利亚	0.00%	4.54%	3.41%	4.13%	3.16%	2.44%	3.26%	1.56%	0.71%	3.81%	7.63%	2.41%	1.34%	0.89%	0.79%	0.89%	1.00%	0.53%

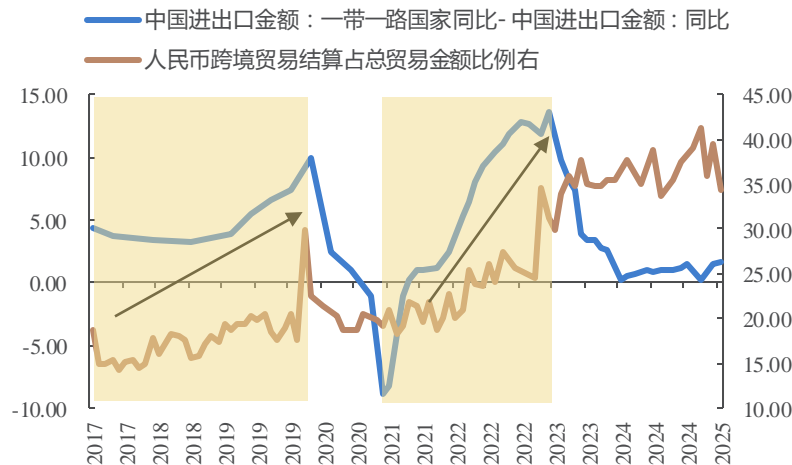
## 1.2.4 中国逐步构建与新兴市场和资源国的人民币循环

- 一方面，近些年中国主要加大了对新兴经济体(东南亚等国)的投资，与之对应的是，中国向这些国家的出口占比也明显提升，新需求国成为中国越来越重要的贸易伙伴，人民币伴随贸易增大结算份额，再通过直接投资拓宽边界。

图：中国过去几年主要向东南亚等国家加大了直接投资，而这些新兴经济体也成为中国越来越重要的贸易伙伴



图：中国与一带一路新兴市场的贸易往来增强，将带来人民币结算份额的提升

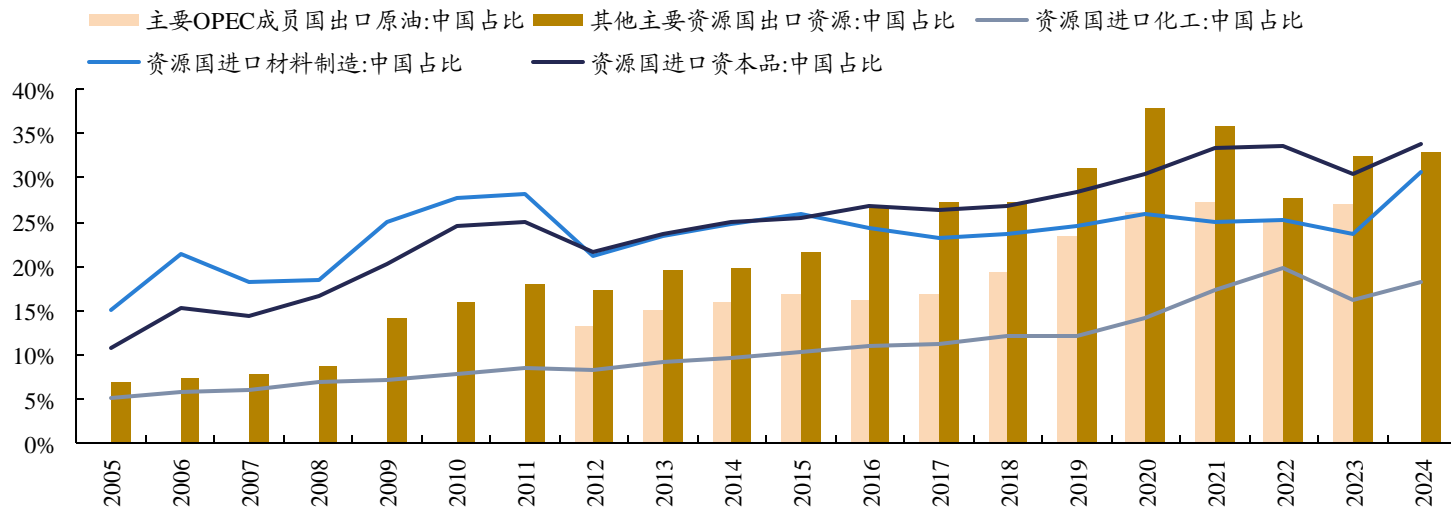


资料来源：wind，Trade Map，国金证券研究所

## 1.2.4 中国逐步构建与新兴市场和资源国的人民币循环

- 中国巨大的制造业流量为资源国提供了稳定的下游需求，资源国愿意把更多的资源出口给中国，从而使中国对资源的把控能力越来越强；与此同时，资源国也从中国进口了更多他们需要的中间品和资本品。

图：中国通过大量从资源国进口，明显增强了对资源的把控能力；与此同时，资源国也更多的从中国进口了中间品和资本品

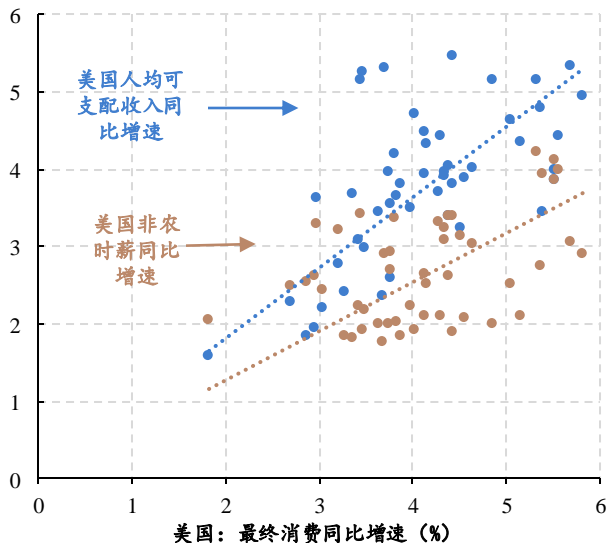


资料来源：wind，Trade Map，国金证券研究所。注：本文统计的资源国包括主要OPEC成员国和其他主要资源国，其中，主要OPEC成员国包括伊朗、沙特、伊拉克、科威特、阿联酋和委内瑞拉；其他主要资源国包括俄罗斯、澳大利亚、巴西和印尼（这些国家拥有丰富的铁矿石、煤炭和天然气等资源）。

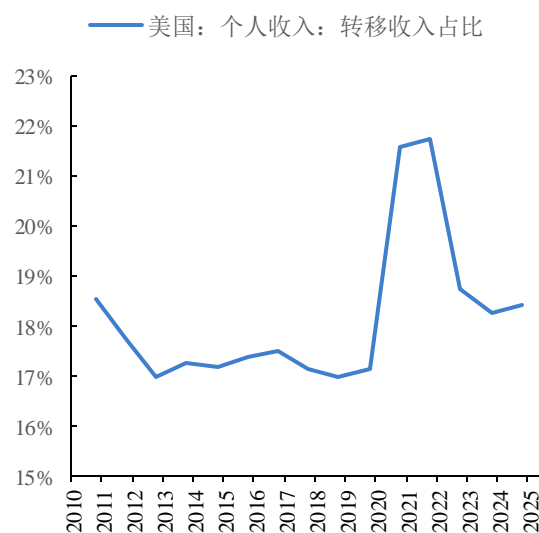
### 1.3.1 美国的稳态：维持消费增长需要财政持续扩张

美国消费增速和人均可支配收入增速长期看存在1:1的关系，但是薪资增速长期来看低于人均可支配收入增速。这意味着：如果美国的“收入—消费”循环能够持续，那么需要美国政府端持续通过福利社保支出来弥合两者之间的差异。当前福利支出占美国财政总支出比重约60%，要维持消费增长水平势必需要财政持续扩张。

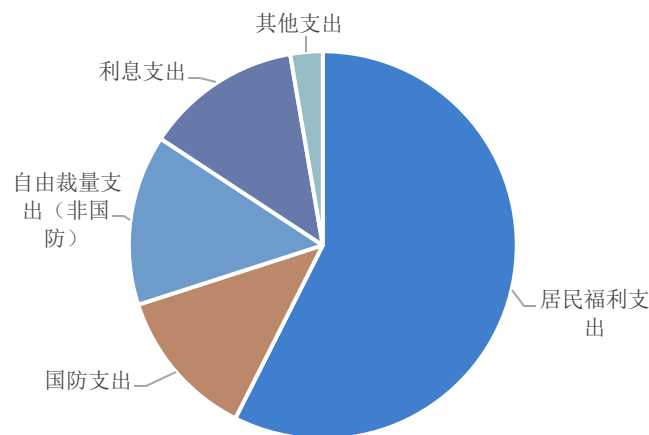
图：美国最终消费增速和人均可支配收入增速近似1:1，但高于时薪增速



图：新冠疫情后美国个人收入构成中，转移支付收入占比显著高于疫情前，近期还有上升趋势



图：对居民福利支出占美国当前财政总支出比重的60%

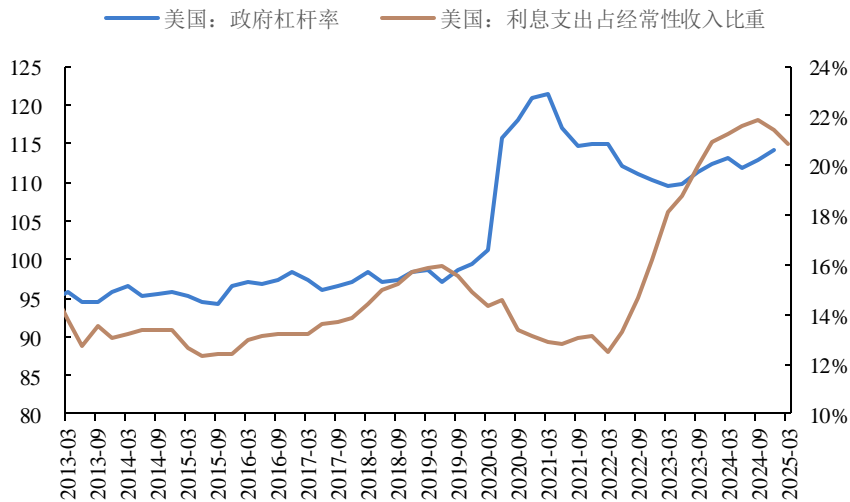


资料来源：wind，国金证券研究所

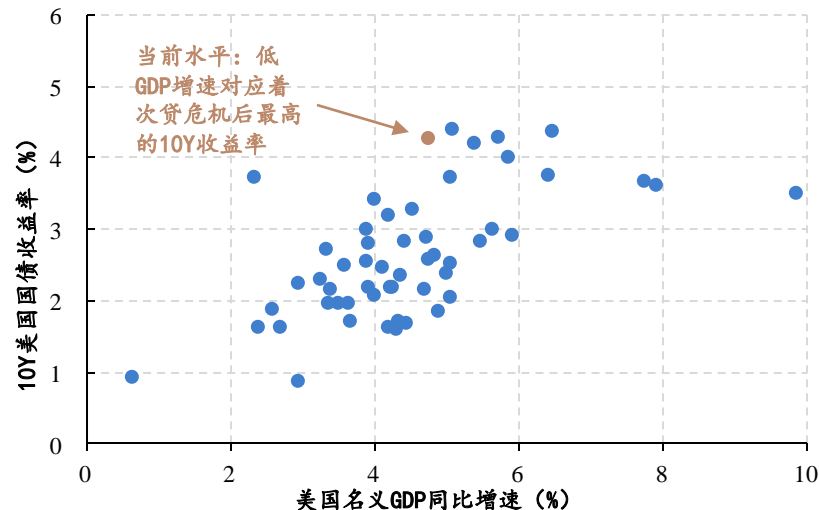
### 1.3.1 美国的稳态：代价是投资者对政府债务扩张的质疑

美国的财政扩张造成美国政府杠杆率上升，政府利息支出占经常性收入比重超过20%。在这种情况下，投资者对美国政府的信用出现动摇。直接体现为当前美国10Y国债收益率远高于次贷危机后同等GDP增速下的平均水平。

图：美国的财政扩张造成美国政府杠杆率上升，政府利息支出占经常性收入比重超过20%



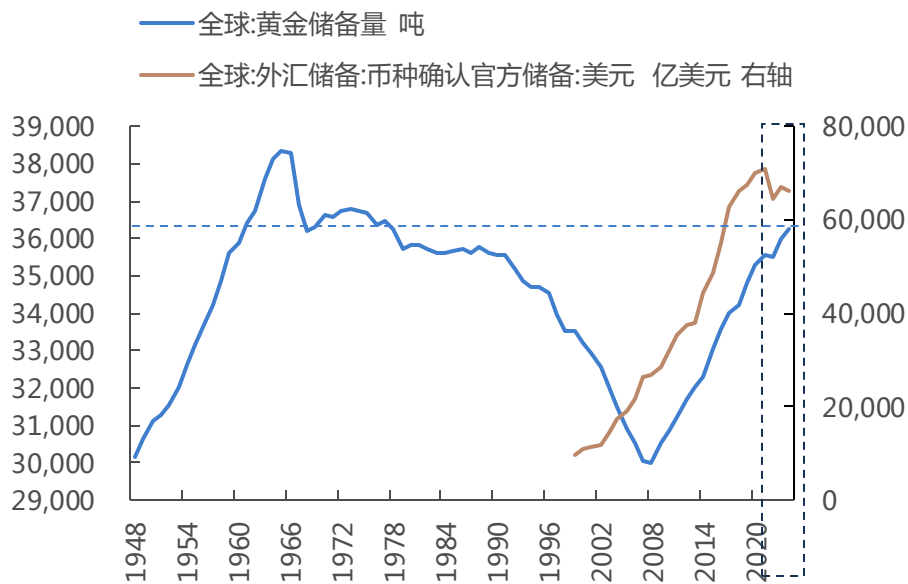
图：当前美国10Y国债收益率远超此前同等经济增长水平下的正常水平，是投资者对美国政府维持债务扩张持怀疑态度的体现



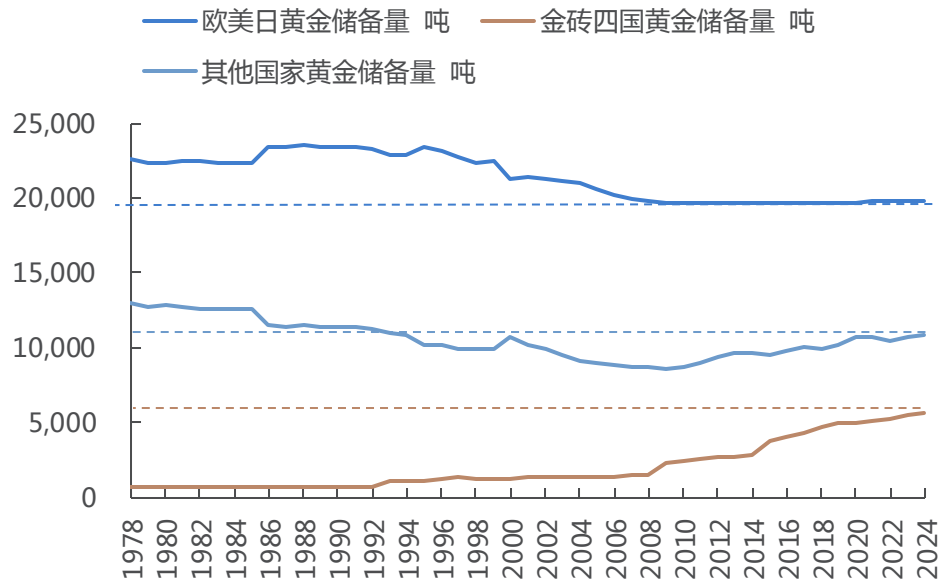
## 1.3.2 储备层面的“去美元化”已经开启

- 从全球储备货币的角度来看，越来越多的国家开始“去美元化”，拥抱黄金。可以看到2021年之后全球外汇储备中的美元储备明显下降，而黄金储备量则创下1980年以来的新高，增量主要来自金砖四国以及其他国家。

图：2021年之后全球美元储备见顶，而黄金储备继续上行



图：除了欧美日以外的其他国家都在增加黄金储备

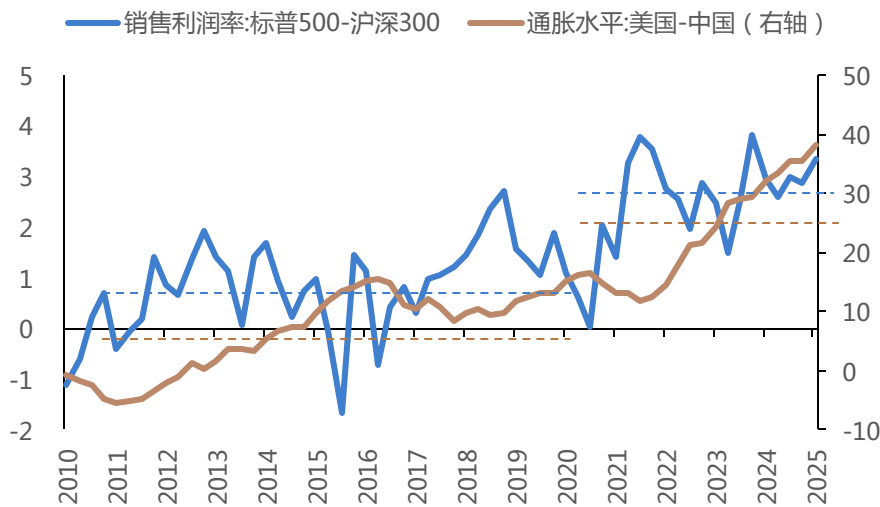


资料来源：wind，国金证券研究所

## 1.3.2 即便名义表现亮眼，美股的真实回报其实并不高

- 盈利层面：中国的量升价减、利润率低VS美国的量减价升、利润率高。
- 一定程度上而言，标普500与沪深300的销售利润率差的走势可以用两国的通胀差异变化所部分解释。可以看到：在2021年以后，伴随着两国通胀水平差距的大幅走阔，标普500与沪深300的销售利润率差中枢同步明显抬升。

图：2021年后，美中利润率差中枢伴随着通胀差距走阔而同步抬升（%）



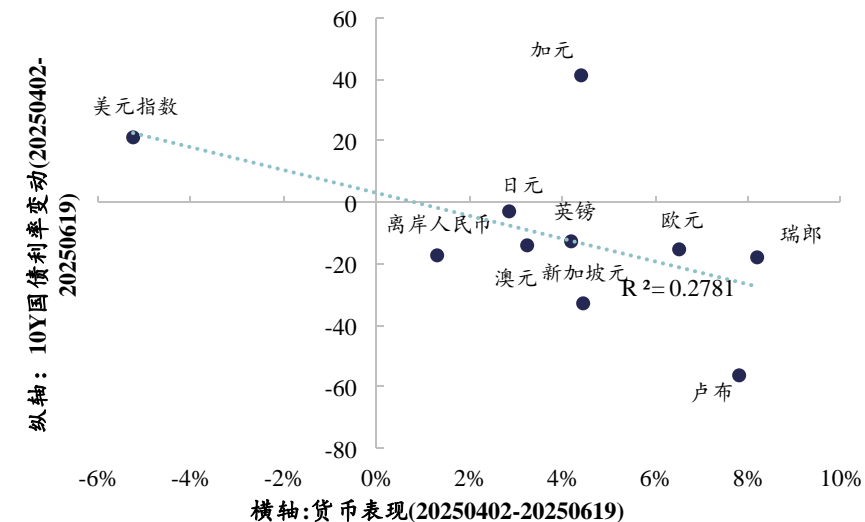
图：以黄金计价的美股其实并未创新高



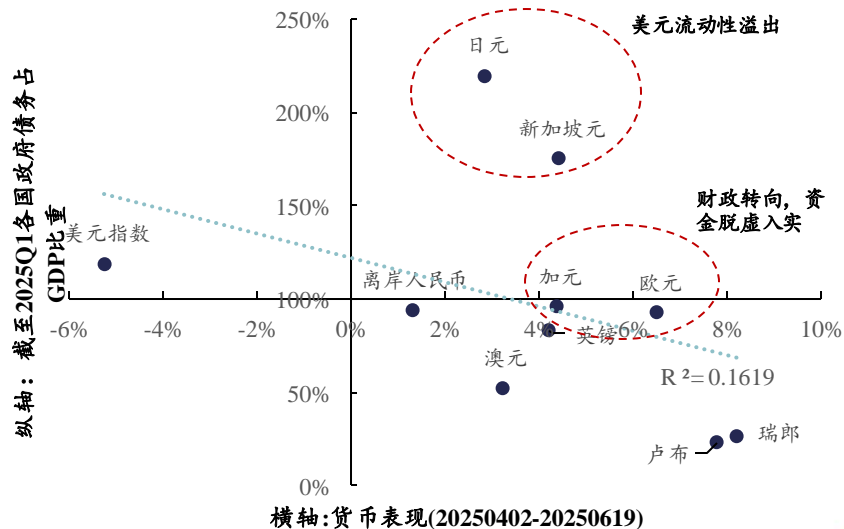
## 1.3.2 投资层面：投资者正在进行全球再平衡

- 4月2日“对等关税”实施以来，全球投资者实际上经历了一轮再平衡，资金从美国流向非美：长端美债利率回升的同时美元反而走弱，而升值较多的国家大多呈现了长端国债利率更倾向于回落、政府债务占GDP比重相对较低等特征。值得关注的是，欧洲、加拿大有财政扩张预期，而新加坡与日本的债务规模占比较高，但上述4类货币的升值程度均超过了平均水平，这意味着投资者配置的再平衡可能并非仅出于战术上的撤退，还可能是战略配置上的再平衡。

图：从货币表现与各国10Y国债利率变动看：4月2日“对等关税”实施以来，升值幅度较大的国家的国债收益率往往更倾向于更大幅度地回落/更小幅度地回升



图：从货币表现与各国政府债务占GDP比重看：4月2日“对等关税”实施以来，升值幅度较大的国家也往往是政府债务占GDP比重较低的国家



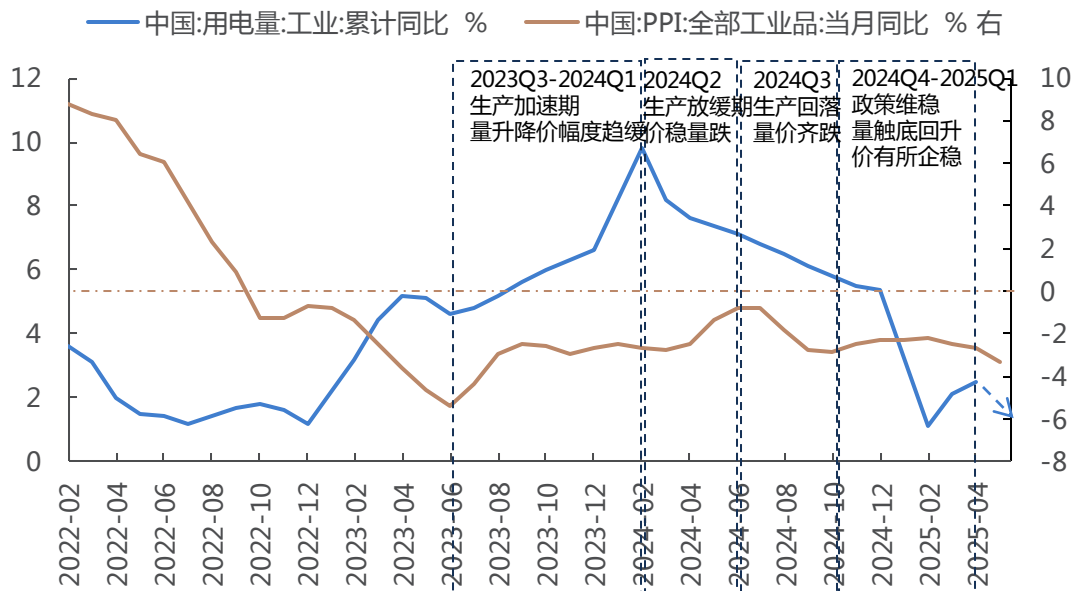
# 02 未来演绎和观测时点

---

## 2.1.1 “以价换量”的循环

- 国内“以价换量”从2022年下半年就开始了，一直持续到现在。在这个过程中，制造业的生产活动先后经历了：（1）2023Q3-2024Q1生产加速期，量升降价幅度趋缓；（2）2024Q2生产放缓期，价稳量跌；（3）2024Q3需求崩溃，出现了量价齐跌；（4）2024Q4-2025Q1政策维稳，量触底回升，而价有所企稳。

图：2023年Q3以来，制造业经历的“以价换量”的四阶段

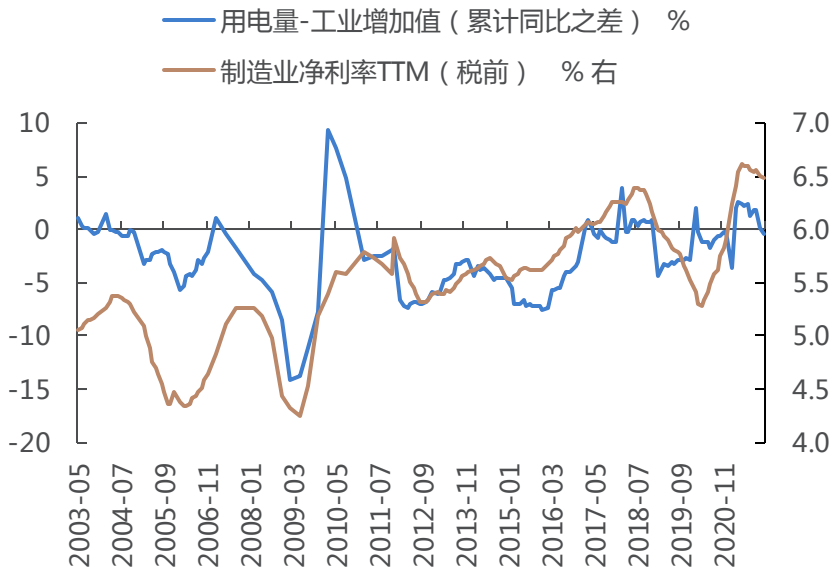


资料来源：wind，国金证券研究所

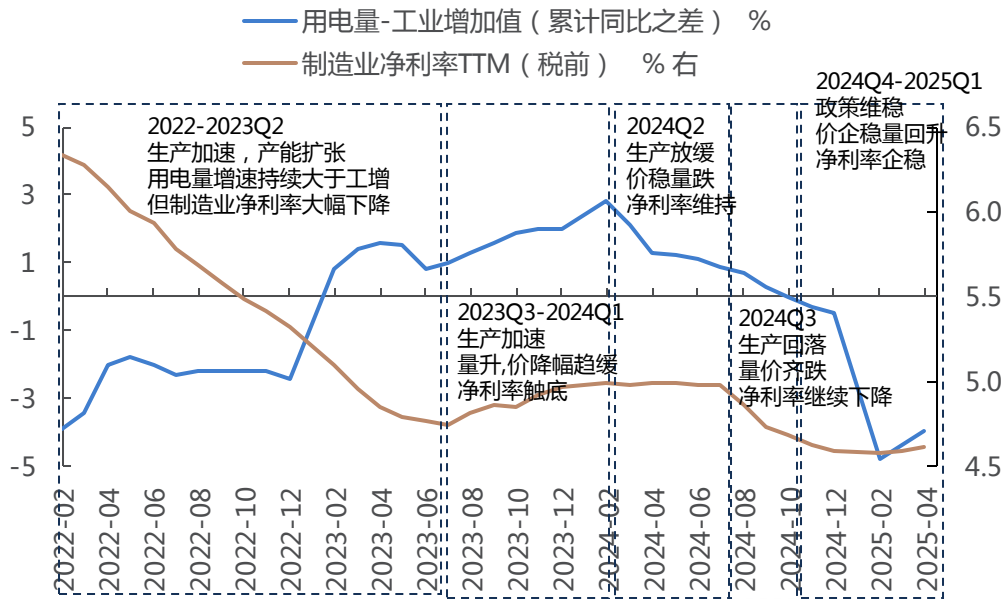
## 2.1.1 “以价换量”的循环

- 我们可以用电量-工业增加值的累计同比增速来刻画大小企业生产活动分化和经济结构转型的程度，可以看到2022年之前该指标和制造业净利率之间多数正相关。但随着制造业竞争不断加剧，2022年之后这种正相关关系开始变得不稳定，在制造业不断竞争的循环中，净利率会经历下降→触底回升→维持→继续下降到一个新的平台期的过程。

图：2022年之前用电量与工增之间的增速差和制造业净利率大多时候正相关



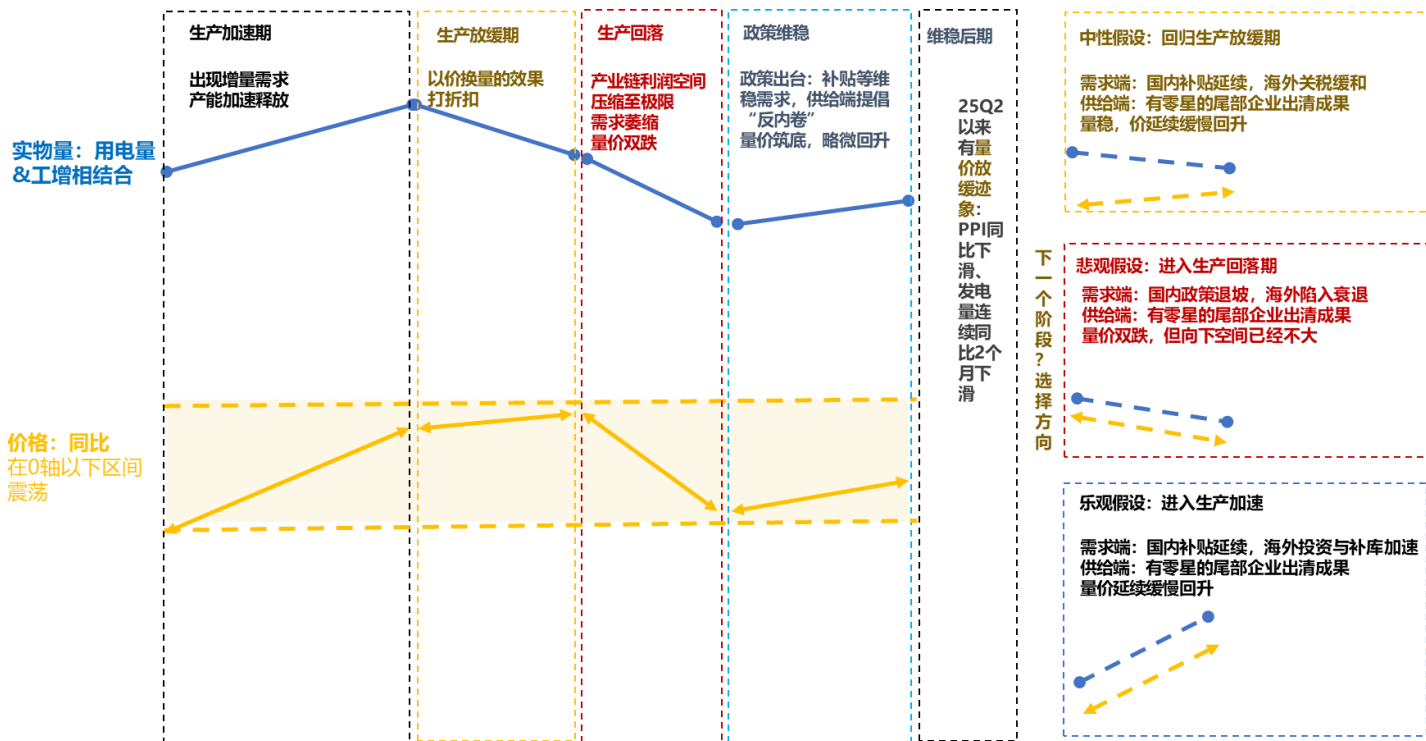
图：2022年之后这种关系变得不稳定，取决于竞争激烈的程度



资料来源：wind，国金证券研究所

## 2.1.2 下一个阶段国内的量价循环

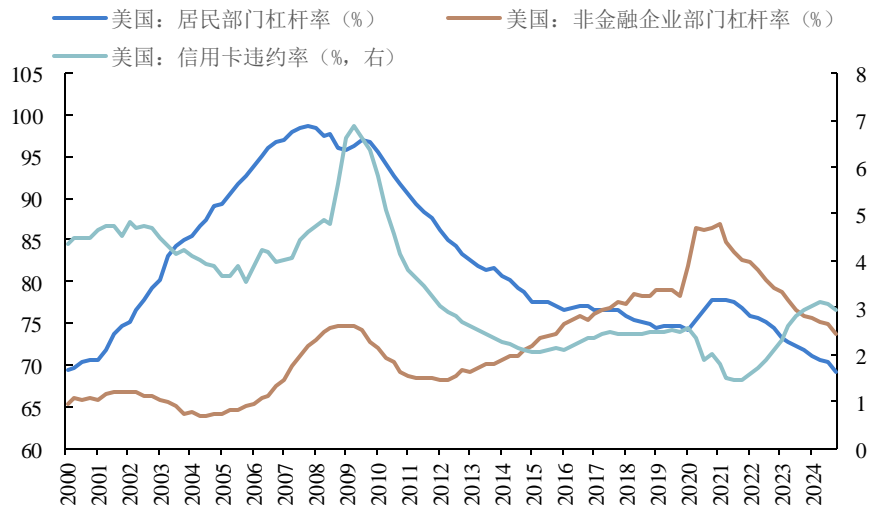
- 2024年“9.24”之后，国内量价循环处于维稳阶段，但供给侧不应和难以出清的特点使得量价的“箱体”难以突破，当前节点又将面临着关键方向的选择。



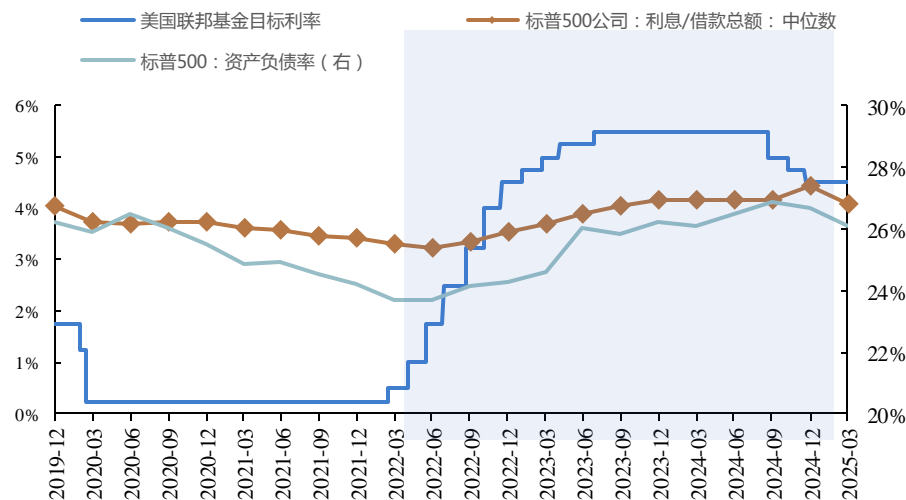
## 2.2.1 海外：在中短期内，高利率对私营部门冲击不大

2021年以来，美国居民部门和非金融企业部门的杠杆率均有明显下降，同时自2024H2以来美国居民信用卡违约率也开始下降。此外，从过去三年的经验来看，美联储加息或维持高利率的行为对以标普500上市公司为代表的主要企业影响不大：利息费用/借款额、资产负债率均未出现较大变动

图：美国居民部门和企业部门杠杆率自2021年以来持续走低，2024下半年开始美国居民信用卡违约率下降



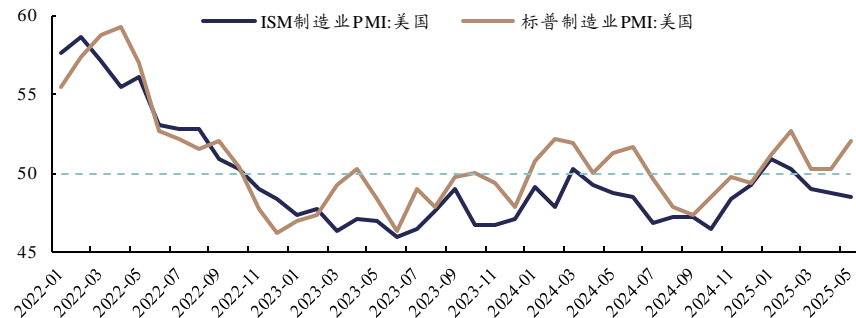
图：过去经验来看，标普500上市公司利息费用率对美联储加息并不敏感，且资产负债率比较稳定



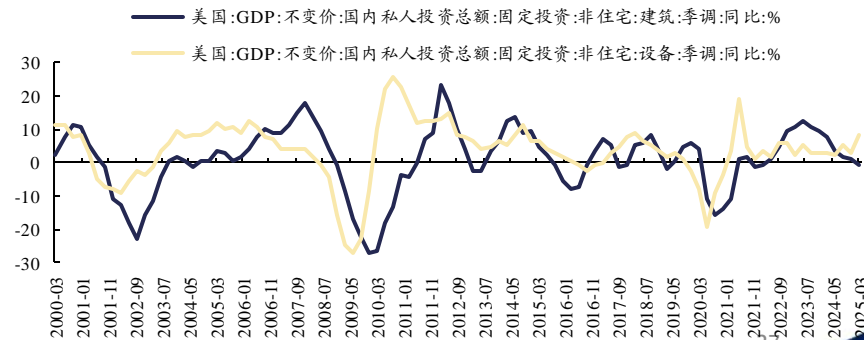
## 2.2.1 下一个观测时点：关税落地后的制造业投资

- 关税谈判进展依然是下一个重要的观测时点：悬而未顶的关税政策，加大了美国跨国公司在经营决策迟疑，即使对等关税暂缓，5月ISM制造业PMI依然持续回落，与之对应的是更能代表本土企业的标普制造业PMI明显回升，相应地，美国本土设备投资增速在25Q1回升，而从历史经验看，这往往领先于建筑投资增速。从目前的谈判进展看，7月、8月将是重要的观测窗口。

图：对等关税暂缓之后的5月，美国ISM制造业PMI与标普制造业明显背离



图：2025Q1美国设备投资增速回升，而设备投资增速往往领先于建筑投资增速



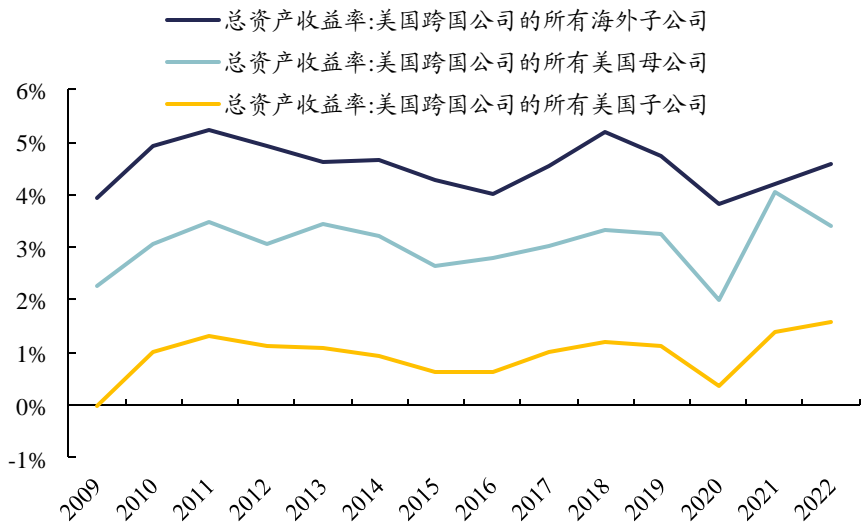
图：从最新的情况看，美国与中国、其他非中国国家的关税暂缓协定分别于8月、7月到期

国家	关税内容	政策/新闻发布时间
中国	根据《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，中美达成暂时性关税协议。美国取消125%对等关税，实际保留税率30%；中国取消125%反制关税，保留10%基准税。90天缓冲期从5月14日起算，至8月11日截止	2025/05/12
越南	美国在关税谈判中向越南提出了一份“又长又苛刻”的要求清单	2025/06/03
韩国	韩国新总统李在明与特朗普同意迅速解决关税谈判事宜，双方将在近期举行会晤	2025/06/06
墨西哥	美墨接近就钢铁进口关税达成协议	2025/06/10
加拿大	加总理：美加贸易谈判取得进展	2025/06/12
	加拿大将于7月21日调整对美国钢铁和铝制品的现有反制关税	2025/06/19
印度	印度和美国计划在7月9日前签署临时协议	2025/06/16
日本	日美首脑G7峰会期间简短会晤，贸易谈判进展未明	2025/06/16
英国	特朗普宣布英美签署贸易协议，卢特尼克将决定钢铝关税的豁免配额	2025/06/16
	欧盟正推动与美国达成英国式的贸易协议，欧洲越来越愿意接受10%的基准关税	2025/06/19
德国	德国总理默茨：希望在未来几天内就美国-欧盟关税问题达成协议	2025/06/18

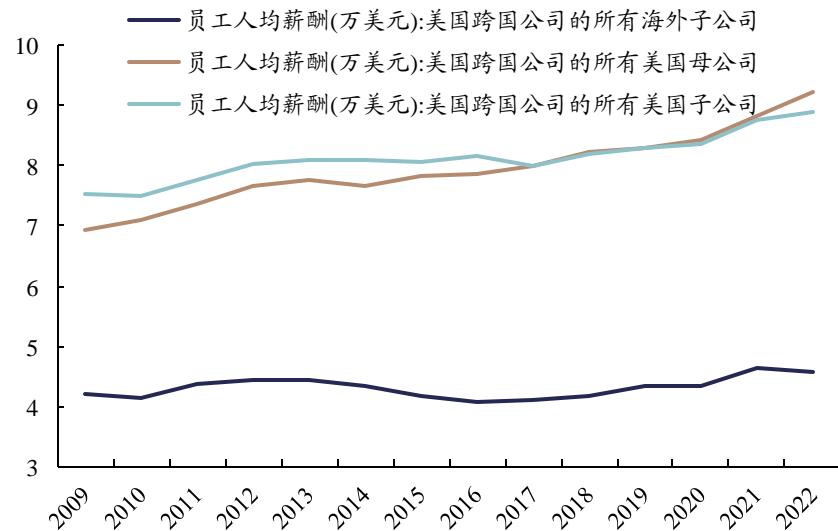
## 2.2.1 但制造业回流本身可能侵蚀跨国企业的ROE

- 然而，难以忽视的是，美国制造业的回流可能会侵蚀跨国企业的ROE：美国跨国公司的海外子公司往往拥有更高的ROA水平，同时人力成本显著低于美国境内的母公司/子公司。这意味着即使制造业投资落地，跨国公司自身的盈利也将受到影响。

图：美国跨国公司的所有海外子公司的平均ROA明显高于美国母公司与美国子公司



图：美国跨国公司的所有海外子公司的人均薪酬明显低于美国母公司与美国子公司



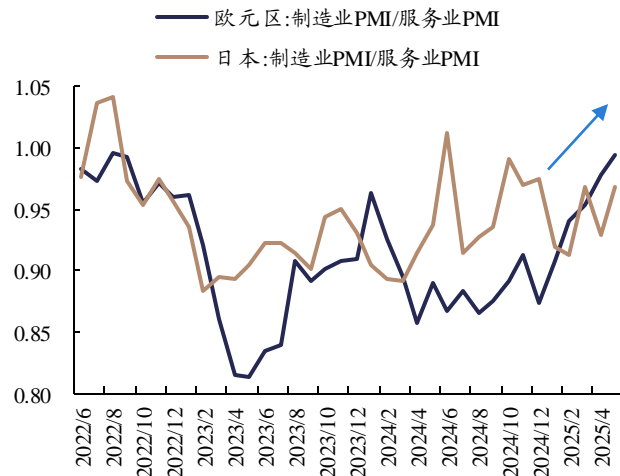
## 2.2.1 非美经济体投资增加，制造业景气回升带动资源消耗

- 值得关注的是，欧元区、日本和东南亚等非美经济体的投资增速正在逐步回升，这与全球资金再平衡在一定程度上形成了共振，相应地，这些国家的制造业景气度开始逐渐强于服务业。
- 值得一提的是，美国由于较强的服务业带来了较高的增加值率，使得单位总产出的资源消耗较低，而主要非美经济体的单位总产出的资源消耗均高于美国，随着非美经济体的产业重建与资金回流形成共振，这将成为全球定价的实物资产的需求支撑来源。

图：欧元区、日本和东南亚等国投资增速正在逐步回升



图：欧元区和日本制造业景气度开始强于服务业



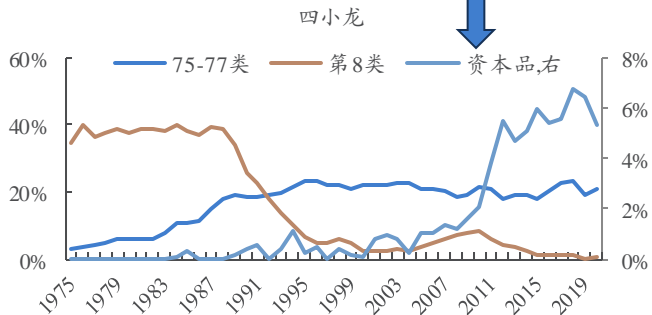
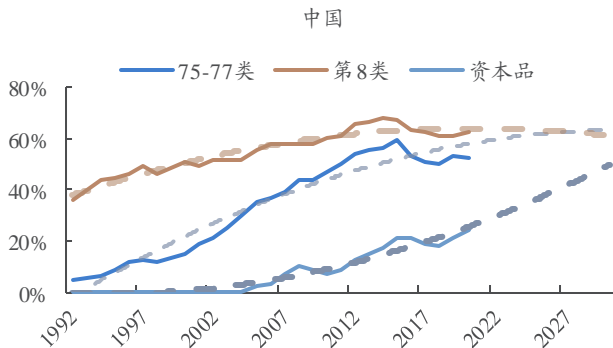
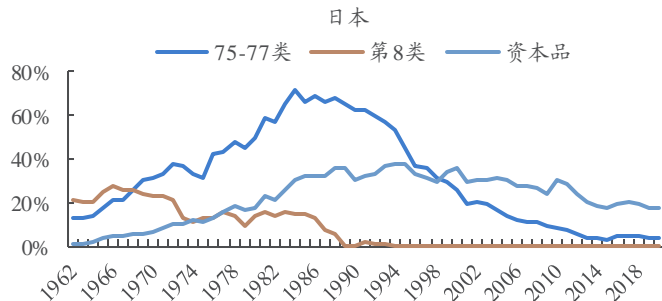
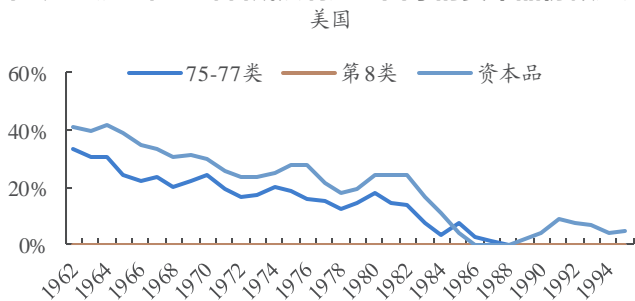
图：主要非美经济体的单位总产出的资源消耗均高于美国

国家	单位总产出的资源消耗	增加值率
越南	0.4805	32.91%
中国	0.4338	35.06%
韩国	0.3481	42.65%
印度	0.3434	51.80%
印度尼西亚	0.2118	53.02%
日本	0.1990	53.24%
意大利	0.1707	47.83%
德国	0.1491	47.79%
法国	0.1149	50.88%
英国	0.1056	52.95%
美国	0.1050	55.77%

## 2.2.1 长期来看，海外脱虚入实有利于中国的量价良性循环

- 产业链转移的历史经验中值得注意的两点：第一，成熟制造业国家向新兴制造业国家转移产业链总是从“低”附加值开始，并且最终也会在“高”的领域（典型的是资本品）保持一定份额，中国在资本品上份额还落后于德国，与日本接近，未来中国净出口资本品的占比将伴随海外产能建设继续上升。

图：产业链重构意味着成熟制造业国家的资本品份额进入快速提升期

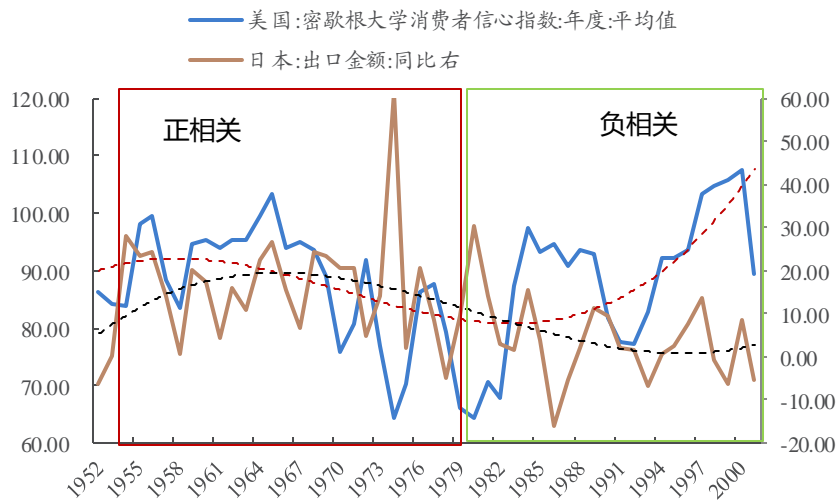


资料来源：wind，trademap，国金证券研究所

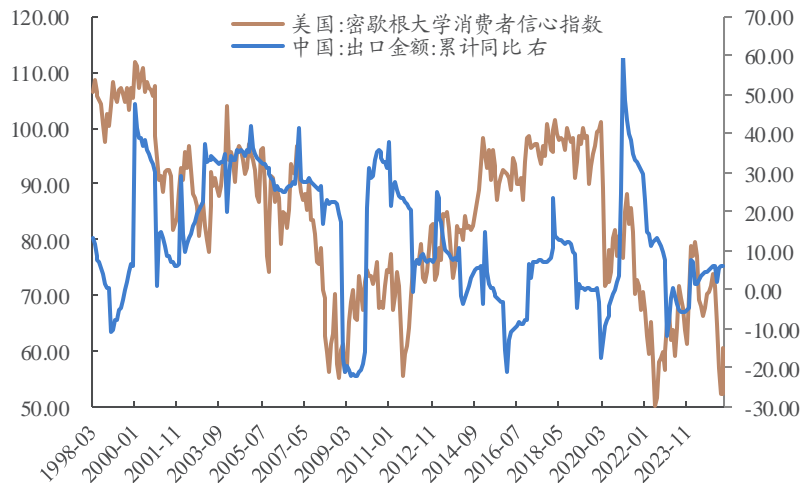
## 2.2.1 长期来看，海外脱虚入实有利于中国的量价良性循环

- 产业链转移的历史经验中值得注意的两点：第二，当美国试图影响制造业的转移时，原本的顺差国的出口与美国的消费内需将逐步由正相关关系转向负相关关系。这意味着美国需求的走弱对中国当期外需的影响有限，而且产业链转移也会相当缓慢。

图：从1980年代前后日-美贸易关系变化上来看，日本出口与美国消费者信心的关系从正相关逐步转向负相关



图：21世纪以来中国出口金额与美国消费者信心为正相关关系，未来可能会逐步类似当年的日-美贸易关系，逐步转为负相关



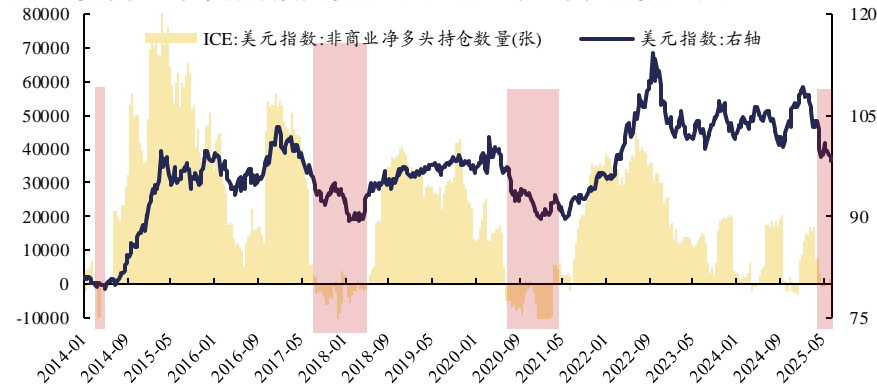
## 2.2.2 美元信用是个慢变量

- 美债信用风险的发酵背后，无论是美联储、还是美国政府依然有较多工具来应对风险。而从当前的位置看，美元净多头转负、主要国家货币表现大多显著背离短期国债利差，这意味着随着美债风险阶段褪去，全球资金可能面临从非美向美国再平衡的过程，而后续美国制造业投资的逐步落地+监管放松可能将强化这一过程。

图：美联储之外，美国政府依然有较多的工具来应对美债风险

工具分类	具体工具	作用对象	作用机制
银行体系调节	放松SLR要求	银行系统	释放银行购债能力：降低资本缓冲要求，增强银行承接国债能力 → 即使利率高企，仍可防止国债流动性枯竭
债务结构操作	发行超长期国债	债务期限结构	锁定长期融资成本：将债务久期拉长至利率周期高位之后 → 规避短期再融资风险，10年期债务占比下降，缓解美联储维持高息的压力
影子金融系统	发行稳定币	加密货币	加密货币挂靠美元信用：通过稳定币维持美元信用，甚至可允许用稳定币投资美债 → 创造新买方替代美联储购债需求
	激活GSEs购债能力	准官方机构	启动“影子QE”：指令房利美/房地美增持国债 → 在美联储停止购债时，通过政府支持企业维持国债市场流动性
财政税收杠杆	加征税款预扣	现金流	透支未来财政现金：提前收取企业预缴税 → 立即获得偿债周转资金，缓冲高利率下的短期偿付危机
	触发“特别提款权”	财政储备	启用国际应急储备：将IMF的SDR兑换为美元 → 直接增加外汇储备偿付外债，避免因美联储维持高息导致美元流动性紧缺
美联储博弈工具	“影子联储主席”施压	美联储	操控政策预期：通过白宫报告/国会听证会释放鸽派信号 → 削弱美联储独立性，增强市场对于降息的预期
地缘金融手段	盟友协同购债计划	国际需求	绑定地缘刚性需求：以安全合作换取日韩/欧洲等国家增持美债 → 创造稳定国际买方，对冲美联储停止购债及海外抛售潮
非常规流动性	启用第14修正案	宪法层面	突破债务上限约束：援引宪法条款宣布发债超限合法 → 确保政府在高利率环境下仍可发债偿付，避免技术性违约引发信用崩溃
	外汇稳定基金 (ESF) 干预	市场流动性	充当最后买家：动用ESF在二级市场托底国债 → 防止国债收益率进一步上升
社保基金配置调整	强制内循环接盘：提高社保信托基金持仓比例 → 利用国内养老金承接国债，弥补海外投资者撤离的缺口		

图：当前美元净多头规模转负，而这往往对应历史上美元的阶段底部



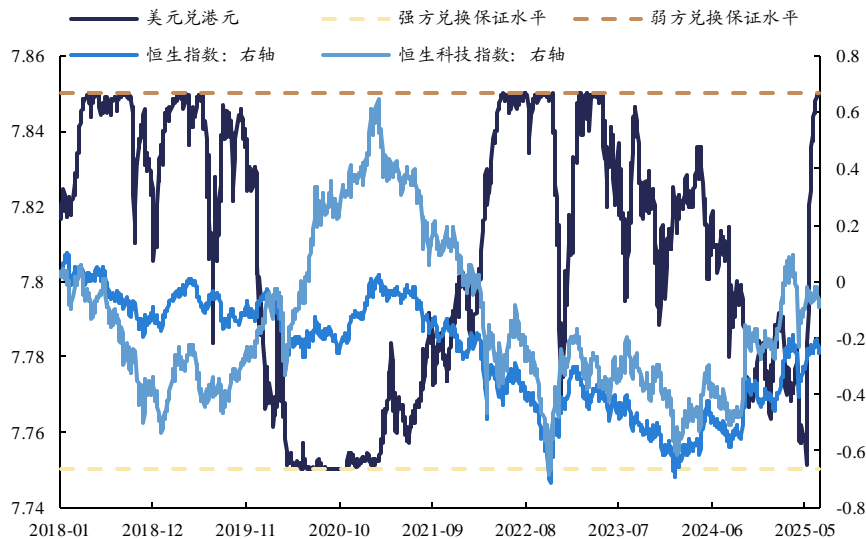
图：2025年4月2日以来，主要国家货币相较于美元的位置明显上升，但除加拿大外，其他国家与美国2Y国债利差的分位数明显回落

国家	货币相较于美元的位置			2Y国债利差(本国-美国)分位数		
	20250401	20250623	分位数变化	20250401	20250623	分位数变化
中国	15.5%	43.9%	28.4%	51.7%	35.5%	-16.2%
日本	28.2%	42.9%	14.7%	85.6%	79.4%	-6.2%
英国	80.9%	95.3%	14.4%	95.5%	70.2%	-25.3%
法国	52.1%	99.8%	47.7%	45.7%	35.2%	-10.5%
德国	52.1%	99.8%	47.7%	51.7%	34.3%	-17.4%
新加坡	61.9%	99.2%	37.3%	7.0%	1.1%	-5.9%
加拿大	7.0%	24.8%	17.8%	3.1%	11.9%	8.8%

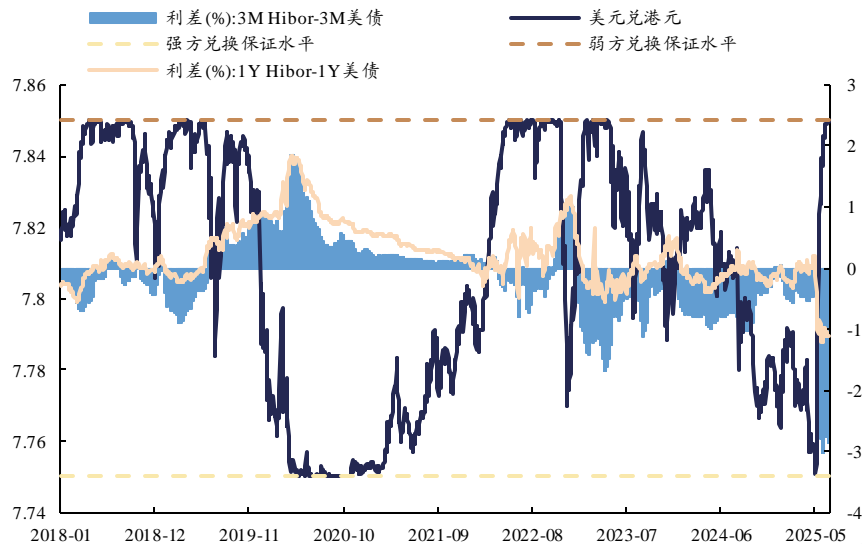
## 2.2.2 港股受美元流动性影响明显

- 从历史上看，美元兑港元汇率与港股表现呈现明显的负相关关系，即相对强势的港元下，港股往往表现较好，反之则表现较弱。具体来看：联系汇率制下，当港元触及弱方兑换保证水平时会触发港元流动性收紧，当前在美元兑港元汇率快速触及弱方兑换保证水平之时，香港3M与1Y的利率水平仍明显低于同期限的美国，这意味着过去更加受益于美元流动性外溢的港股，未来如果面临美元阶段回流，可能相较于A股更加阶段承压。

图：美元兑港元汇率与港股表现呈现明显的负相关关系



图：2025年6月中旬，美元兑港元汇率快速触及弱方兑换保证水平，但香港3M与1Y的利率水平仍明显低于同期限的美国

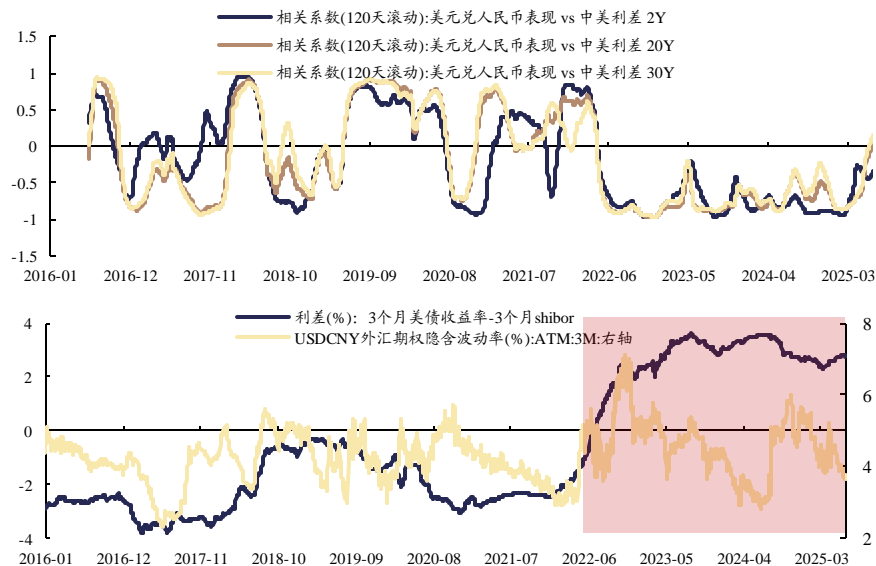


资料来源：wind，国金证券研究所。注：1、将2017年末的恒生指数、恒生科技指数的收盘价界定为；2、数据截至2025年6月20日。

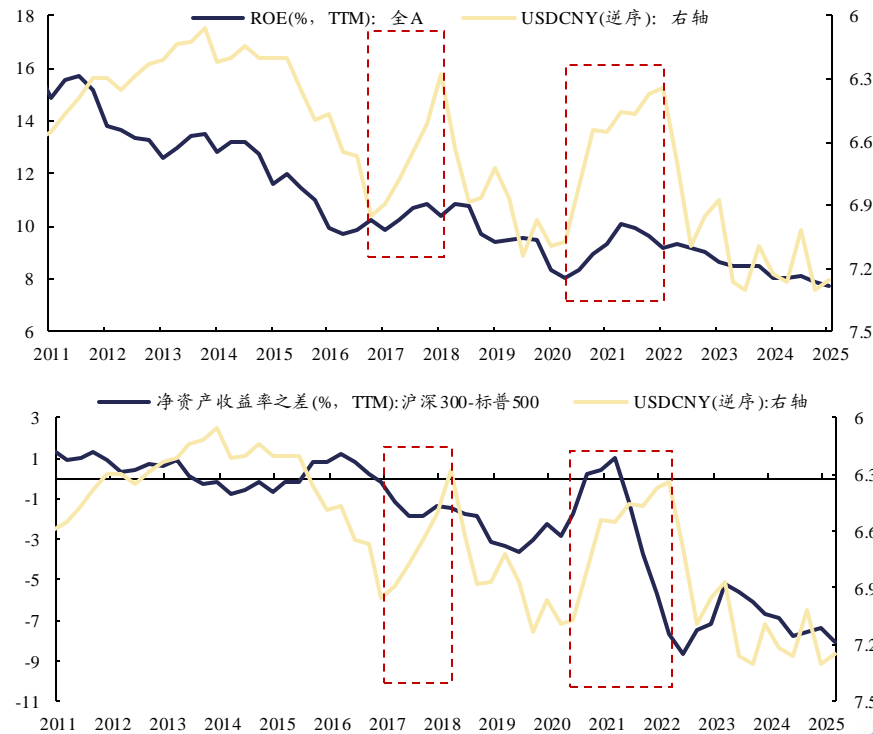
## 2.2.2 人民币汇率：重新计价A股ROE趋势与中美利差

- 从历史上看，实体回报(ROE)与利率水平是人民币汇率的重要决定变量。未来如果美元流动性外溢开始回摆，人民币汇率本身可能将重新定价中美利差与A股的ROE本身。

图：25年2月以来，美元兑人民币汇率与中美利差的负相关性有所减弱。另一方面，当前3M中美利差依然处于历史高位，而人民币平值期权的隐含波动率持续回落，这为套息交易的再度崛起埋下了伏笔



图：从历史上看，全A净资产收益率的回升往往领先或者同步与人民币的升值，而A股与美股ROE之差对于人民币的指示意义有限

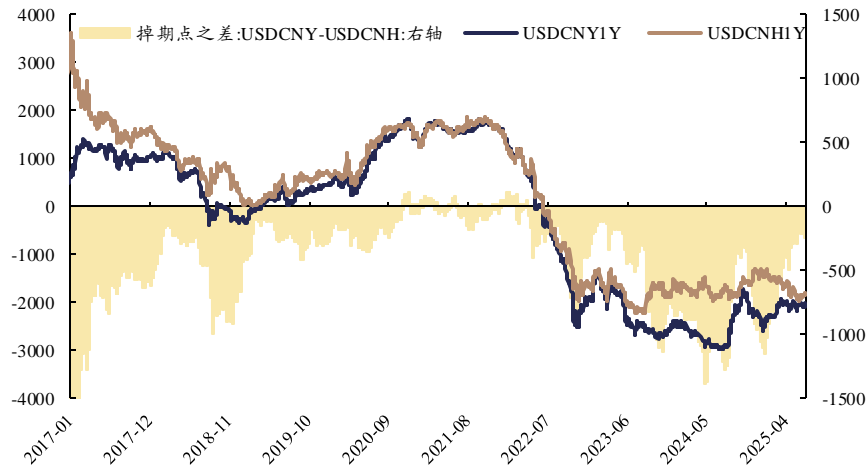


## 2.2.2 贬值压力下的A股：往往表现不佳，海外高收入占比组合占优

- 从掉期点视角看，本轮美元流动性外溢对于人民币的重要边缘影响之一在于在岸人民币掉期点与离岸人民币掉期点之差快速收敛，即稳定汇率的措施可能在减少。
- 对于未来而言，在弱美元交易回摆的情况下，人民币的贬值风险可能有所上升，而稳汇率的诉求下在岸与离岸的掉期点之差可能重新走阔，这对于部分全球定价的资产而言，可能再度出现内盘相较于外盘溢价的上升（如：沪金等），而A股内部中，海外收入占比较高的组合可能会再度占优。

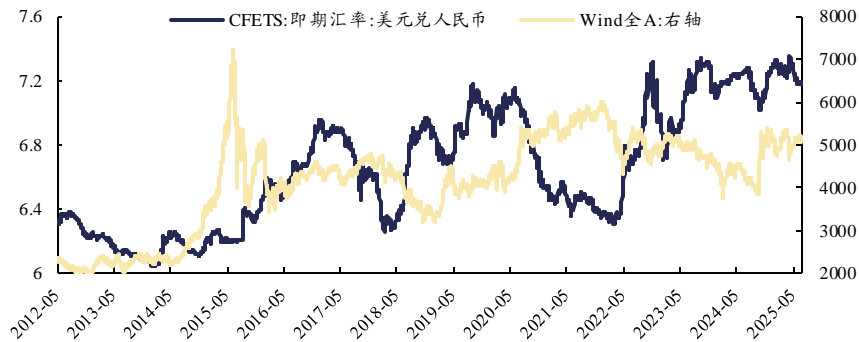
图：2025年以来，1年期在岸人民币掉期点与离岸人民币掉期点之差快速

收敛

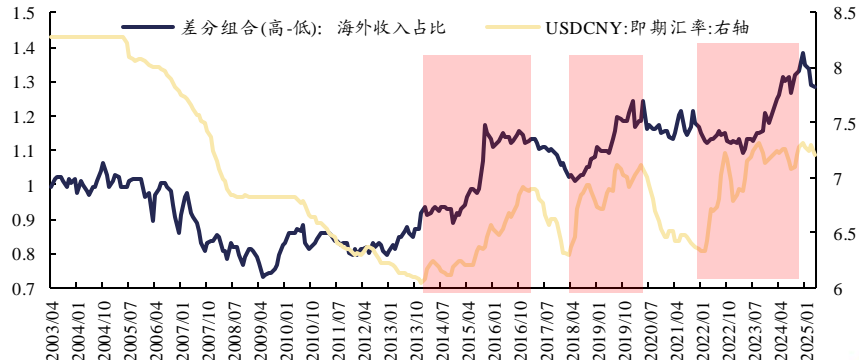


资料来源：wind，国金证券研究所

图：历史上看，美元兑人民币汇率与A股在大多数时候呈现明显负相关性



图：历史上看，在人民币贬值期，海外收入占比较高的组合相对占优

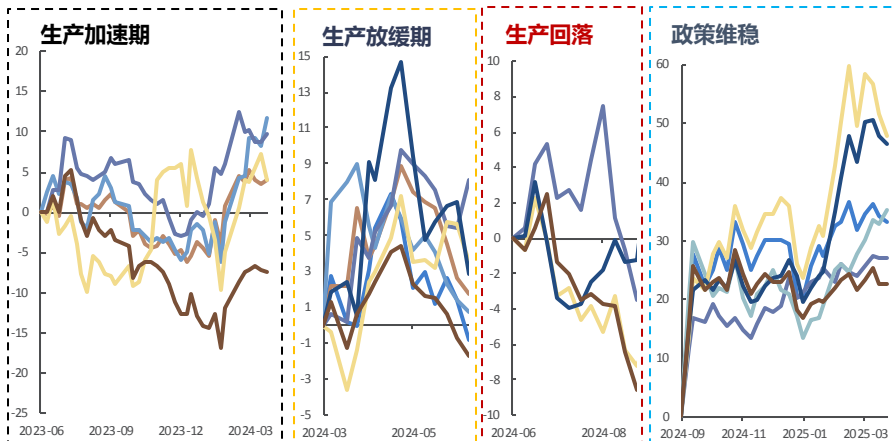


# 03 配置思路

# 3 做多“量”的回升

区间涨跌幅(%)

- 出海贸易指数
- 万得红利指数
- 资源优势指数
- 银行指数
- 消费大类指数
- 科技大类指数
- 新消费指数
- 沪深300



当前伴随  
量价回  
落，行情  
缩圈

中性假设：回归生产放缓期  
配置科技、新消费、补贴型消费

悲观假设：进入生产回落期  
债券

中期乐观假设：进入生产加速期  
大宗商品、产能建设相关的出口出海、消费中的量增部门

**配置思路：**

- 上游大宗
- 红利（银行、实物消耗量相关红利）
- 社会价值提升的科技

**配置思路：**

- 缩圈的红利（银行）
- 制造业优势的衍生（新消费）
- 社会价值提升的科技

**配置思路：**

- 债券
- 为政策出台做准备

**配置思路：**

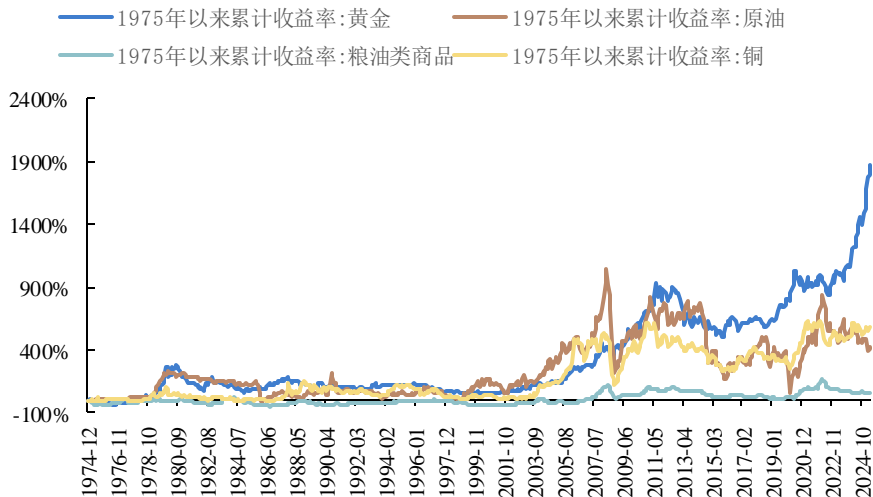
- 需求来源：内需补贴相关的消费、外需抢出口
- 制造业优势的衍生（新消费）
- 社会价值提升的科技



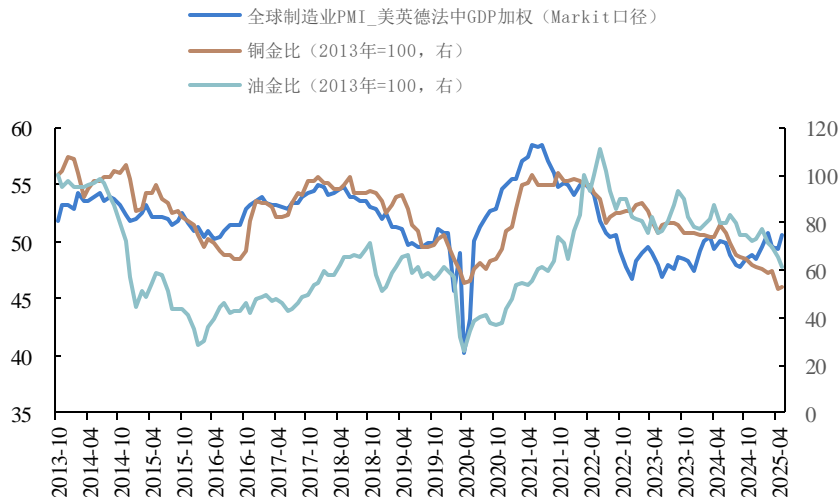
### 3.1 大宗商品：受益于未来全球制造业活动修复

1975年以来的长期收益率来看，多数时间内铜、油、金之间的差异并不明显。但2022年以来黄金收益明显超过铜、油。从过往经验来看，铜金比走势与全球GDP加权后的PMI走势比较接近，近期全球制造业活动已有所修复，进而推动铜金比、油金比向上修复。

图：1975年以来的长期收益率来看，多数时间内铜、油、金之间的差异并不明显，但2022年以来黄金收益和铜、油之间明显分化



图：从过往经验来看，铜金比、油金比走势与全球GDP加权后的PMI走势比较接近，近期全球制造业PMI已开始修复



### 3.1 大宗商品：现货库存的重要性或将回归

长期来看，投资商品现货和投资商品期货的收益率中枢是一致的。但当前以铜、油为代表的大宗商品现货收益率与期货收益率之差均处于从过去5年的极端低位处逐步回摆的状态，这一现象可能表明在过去一段时间中，持有大宗商品现货的便利率持续下降。但是在地缘政治矛盾愈发凸显的背景下，持有大宗商品现货库存的重要性将会逐步显现。

图：考虑通过借贷持有现货的成本后，投资原油现货收益率落后于期货的幅度正在从历史偏低位置回摆



图：无论是否考虑持有现货的借贷成本，铜的现货收益率相对于期货收益率均在从历史偏低位置回摆的过程中



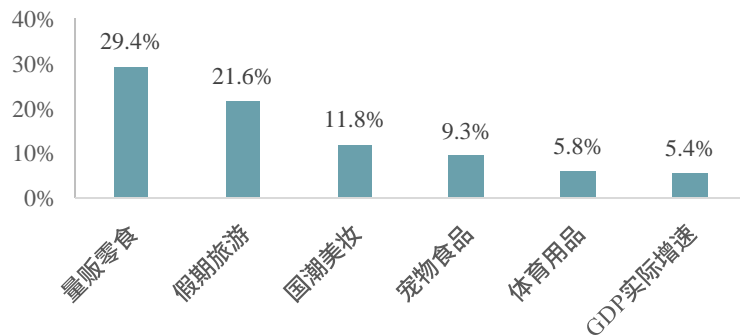
## 3.2 中国终端消费的量增依然稳健

● 当前中国终端消费的量增主要来源于两方面：

1) **政策补贴下的传统消费**：过去多年，包括家电在内的大宗消费品的实际报废量显著低于理论值，潜在的置换空间广阔，补贴政策推进将有效拉动大宗消费品的置换需求，使其销量增速持续高于GDP实际增长。

2) **新消费**：供给创新与消费侧代际更迭下，以量贩零食、国潮美妆为代表的**新消费**的量增表现强于GDP实际增长。

图：24年新消费领域的量增表现强于GDP实际增速



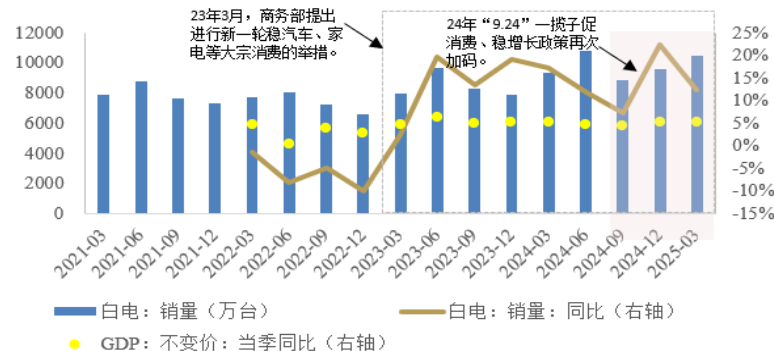
资料来源：wind，国家统计局，艾媒咨询，文旅部，青眼情报，中国饲料工业协会

图表：家电的实际报废量远低于理论报废量，潜在置换空间广阔

指标	2021	2022	2023	2024
实际报废量 (万台)				
家电 (白电+黑电)	8904	8287	8375	9697
理论报废量 (万台)				
家电 (白电+黑电)	21655	21037	22388	23253
报废量 (实际/理论)	41.1%	39.4%	37.4%	41.7%

资料来源：ifind，环境部，智研咨询，《中国再生资源回收行业发展报告》.国金证券研究所注：1、家电实际报废量根据《中国再生资源回收行业发展报告》中废弃家电及电子产品数量，假设22-24年家电废弃量占比等于21年的44.1%，从而测算得出；2、理论报废量的测算是假设平均家电使用年限为10年，即23年家电报废量=13年家电内销量

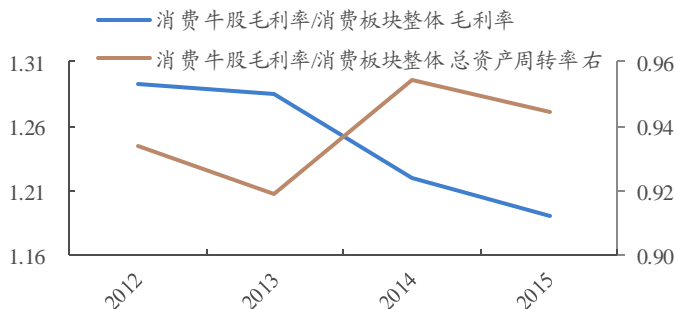
图表：促消费补贴政策带动白电销量增速持续高于GDP实际增速



## 3.2 传统消费：依赖“以价换量”逻辑

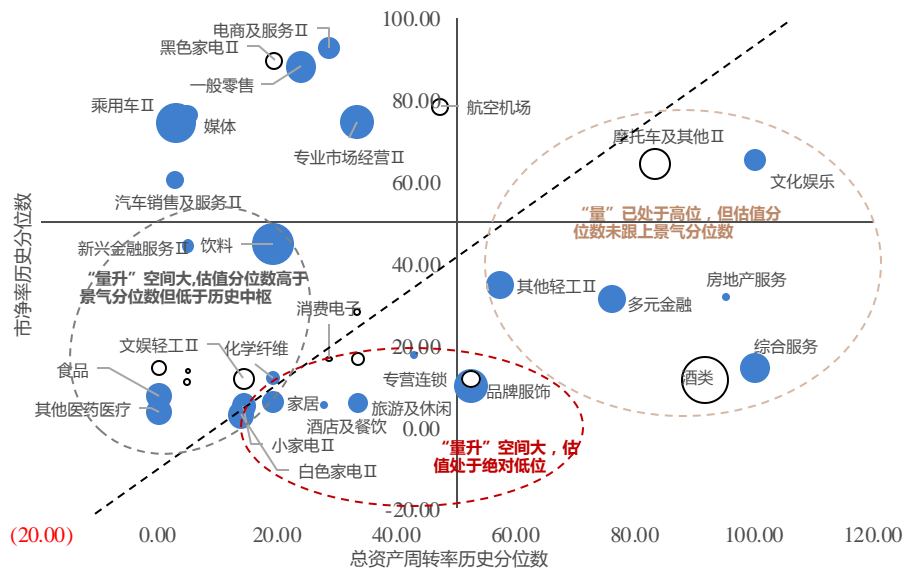
- 传统消费是“扩容型消费”，特点是原有产品和商业模式扩大客群覆盖面，背后有三点支撑：（1）消费补贴政策降低消费门槛、促进低收入人群就业增收；（2）加强社会保障，解决消费的后顾之忧，移除“医疗、教育、住房”三座大山对消费的挤压；严格执行休假制度；（3）中国人均GNI再次迈上新台阶，2023年达到高收入国家门槛（13390美元）。
- “扩容型”消费在扩容时期的特点是：宁愿损失一部分的毛利率来换取周转率的增长。许多服务消费（文化娱乐、综合服务、旅游休闲、餐饮酒店）和商品消费（饮料、食品、白电、家居）在内的子板块其实都具备这样能够依靠“量”的回升而实现ROE回升的特征。

图：2012-2014年消费扩容时期消费牛股的特征



注：消费牛股为年度涨幅排名前10%且市值处于前30%的个股

图：消费细分行业周转率与其估值



注：历史分位数为2016年1月1日至最新数据；蓝色气泡大小表示该行业总资产周转率变动与ROE的相关性与销售净利率变动与ROE的相关性的差值，越大说明该行业ROE提升越依赖总资产周转率提升，黑色空心气泡则表明该行业ROE的提升更依赖销售净利率。

资料来源：wind，国金证券研究所

## 3.2 新消费：优质供给创造需求

- A股消费股过去几年中的“沉寂”有一个重要原因是宏观上的社会零售总额同比增速反映不到消费类上市公司的营收增速上，但2023年下半年开始，消费类上市公司营收跑不赢社零的情况已经在好转。
- 从营收跑赢社零的个股来看，有三条实现路径：（1）从商品定位出发：低单价商品的消费升级，特征是高周转、聚焦下沉市场；（2）针对消费者群体：“一老一小一Z世代”的商品和服务，其需求端在自然而然的生长；（3）从消费模式出发：在消费的长效机制的保障下，闲暇消费有望进入快速发展期，线上化和即时化。
- 它们背后依赖的都是中国完善的供应链和生产效率。

图：2023Q2起营收增速高于同期社零增速的港股消费股上市公司概览

类别	名称	上市日期	市值 (亿港元)	类别	名称	上市日期	市值 (亿港元)	
服饰配件	新秀丽	2011-06	279	博彩	永利澳门	2009-10	290	
	美的集团	2024-09	479		教育	新东方-S	2020-11	646
	比亚迪股份	2002-07	4737			酒店	华住集团-S	2020-09
家庭电器	长城汽车	2003-12	353	同程旅行	同程旅行	2018-11	440	
	广汽集团	2010-08	91		携程集团-S	携程集团-S	2021-04	3288
	小鹏汽车-W	2021-07	1429			中国中免	中国中免	2022-08
汽车/零部件	理想汽车-W	2021-08	1999	名创优品	名创优品		2022-07	504
	福耀玻璃	2015-03	354		多元化/线上零售商	美团-W	2018-09	9589
	玩具	布鲁可	2025-01	316		阿里巴巴-W	2019-11	25813
休闲用品				京东集团-SW	2020-06	4737		

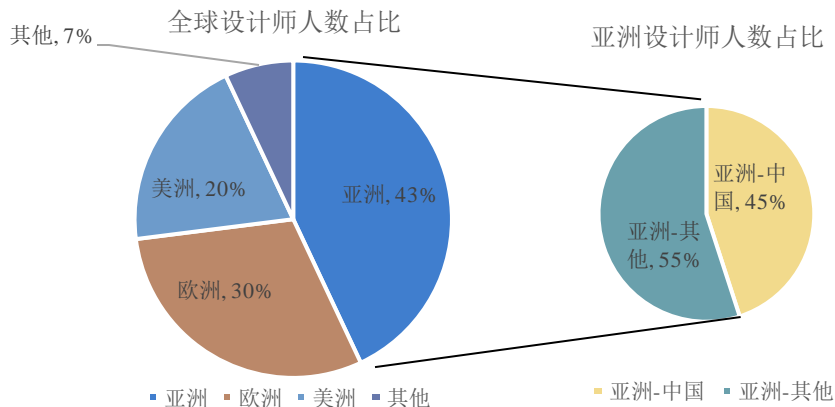
图：A股中连续四个季度跑赢社零的个股所在行业及平均营收增速、净利润增速

细分行业	个股数量	代表性个股	2025Q1平均营收增速(%)	2025Q1平均净利润增速(%)
酒类	8	贵州茅台、五粮液	10.99	10.98
畜牧业	6	牧原股份、温氏股份	37.30	1,253.44
食品	4	海天味业、盐津铺子	28.03	36.68
摩托车及其他II	4	千里科技、隆鑫股份	33.43	61.42
白色家电II	4	美的集团、海信家电	12.94	25.95
家居	3	匠心家具、嘉逸股份	42.38	37.32
专营连锁	2	莱百股份、潮宏基	30.18	30.85
饮料	2	东鹏饮料、安德利	34.66	54.46
小家电II	2	苏泊尔、新宝股份	33.28	24.42
消费电子	2	国光电器、亿道信息	23.57	46.03
农产品加工II	2	乖宝宠物	24.91	49.90
种植业	1	万辰集团	25.36	3,344.13
照明电工及其他	1	禾盛新材	124.02	82.72
造纸II	1	百亚股份	14.21	27.27
教育	1	学大教育	10.10	47.00
电商及服务II	1	若羽臣	22.32	113.88
厨房电器II	1	万和电气	30.32	8.01

## 3.2 新消费：消费企业在中国制造业、供应链优势基础上的尝试

- 中国具备设计师红利优势。从设计师人数占比来看，中国约有设计师人才1700万人，占亚洲的45%，全球约19%。分国家来看，设计师数量排名前五位的国家分别是：中国、美国、德国、日本、意大利。我国设计师人才数量较多，贴合当前国内从“中国制造”到“中国创造”的发展历程。
- 中国在消费品推新制造方面具备更高的效率。中国消费品的设计生产周期显著短于海外，①新品上市周期较海外缩短超60%、②消费品迭代速度较海外快3.3倍、③从设计到量产的时长较海外快167天。这一优势本质是我国数字化供应链+市场敏捷性+组织创新共同作用的结果，这也使得我国新消费能够更快速地挖掘和响应市场需求。

图：中国的设计人才数量占比较高



资料来源：波士顿咨询

图表：中国较海外具备更高的消费品推新效率

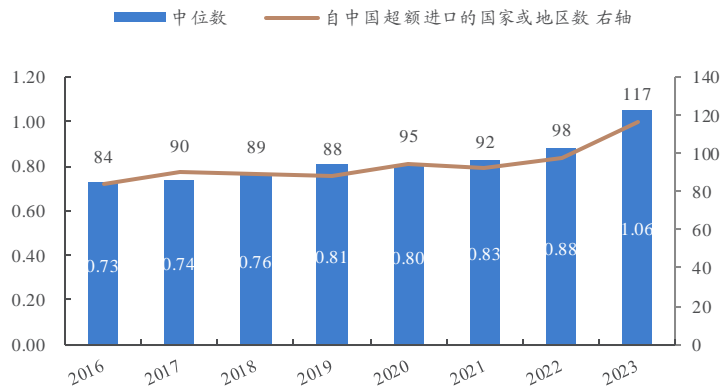
指标	中国	欧美	差距
新品上市平均周期	3-6个月	12-18个月	缩短60%+
消费品迭代速度	年均8.2次	年均2.5次	快3.3倍
设计到量产时长	127天	294天	快167天

资料来源：《2024全球供应链报告》、《波士顿咨询2023调研》、《全球制造业敏捷指数》、国金证券研究所

### 3.3 中国优势产业的出海与出口

- 以各国自中国进口占其总进口的比例除以中国在全球总出口中的占比，来衡量各国对中国进口的依赖度，大于1表明自中国“超额进口”，这一数值的全球中位数自2021年以来持续提升，自中国超额进口的国家和地区数增多。典型的新市场（即过去对中国并非超额进口，2023年后自中国超额进口的国家）例如**新加坡、阿联酋、希腊**；典型的拉动增大的传统市场，例如**越南、印度、俄罗斯**。从出口新市场和拉动加大的传统市场来看，中国出口的拳头产品且与产能建设相关的包括**汽车、拖拉机、钢铁、船舶、光伏、手机、电脑、芯片**。

图表：2021-2023年中国出口开辟了更多新市场，全球各国对中国进口依赖度提高



图表：从出口新市场和拉动加大的传统市场来看，中国出口的拳头产品包括汽车、拖拉机、钢铁、船舶、光伏、手机、电脑、芯片、箱包、鞋履、纺服

国家	HS编码	产品标签	中国对其出口增速%	该国进口增速%	国家	HS编码	产品标签	中国对其出口增速%	该国进口增速%
阿联酋	8703	主要为运送 <10 人而设计的机动车和其他机动车辆	161	19	越南	8517	电话机	5	-1
	8708	拖拉机、十人或以上运输汽车、汽车	47	10		7208	宽度 ≥ 600 mm 的铁或非合金钢平轧产品	490	15
	7208	宽度 ≥ 600 mm 的铁或非合金钢平轧产品	500	20		8507	蓄能器，包括其分离器	34	20
新加坡	8901	游轮、游览船、渡船、货船、驳船	7	-35	印度	8471	自动数据处理机及其单元	15	11
	8905	轻型船只、消防浮筒、挖泥船、浮吊和其他船只	35	-1		8542	电子集成电路;其部分	33	21
	4202	行李箱、钱包、及类似容器	32	10		8541	光敏半导体器件，包括光伏电池	23	20
希腊	8541	光敏半导体器件，包括光伏电池	106	89	俄罗斯	8703	主要为运送 <10 人而设计的机动车和其他机动车辆	117	6
	6110	针织或钩编的运动衫、套头衫、开衫、背心及类似品	14	4		8517	电话机	0	-4
	6402	橡胶或塑料制外底和鞋面的鞋类	20	0		8701	拖拉机（税目 8709 的拖拉机除外）	233	29

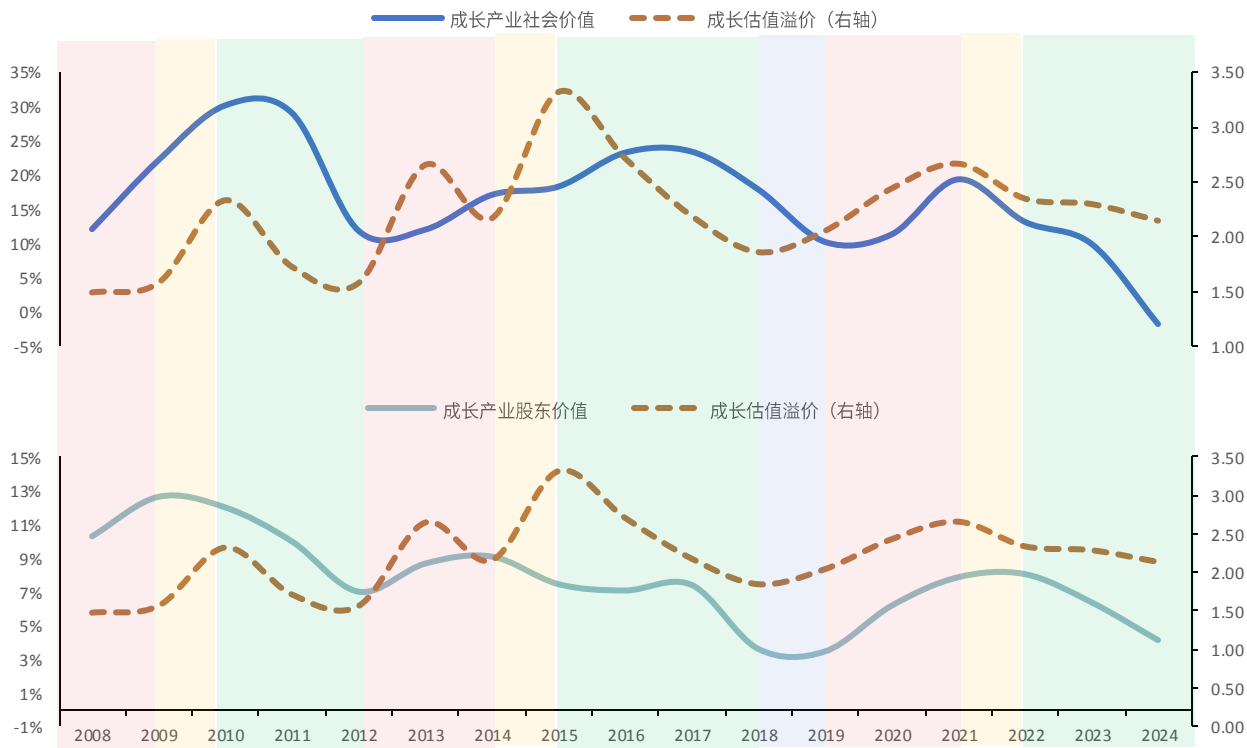
国家	分类	2021	2022	2023	2023年自中国进口额,千美元	国家	分类	2021	2022	2023	2023年自中国进口额,千美元
新加坡	新市场	0.91	1.21	1.28	77576182	越南	拉动加大	2.78	2.90	2.87	138244768
阿联酋		0.84	0.91	1.45	55809294	印度		1.14	1.14	1.22	117821289
希腊		0.97	0.94	1.00	12798856	俄罗斯		1.54	2.70	3.70	111057216
对新市场出口占总出口比例					5.4%	对拉动加大的传统市场出口占总出口比例					29.2%

资料来源：wind，国金证券研究所

### 3.4 科技成长：从社会价值与股东价值视角理解

- 对于盈利能力与股东回报相对薄弱的科技成长股而言，其估值与股价的驱动可能来自于其承担着对外先进技术的追赶、对内经济高质量发展转型、对未来前沿领域占据先发优势等责任而所隐含的巨大社会价值。
- 我们从**市场价值（营收增速）、政策支持（政府补助增速）、创新与追赶决心（研发投入与资本开支增速）和社会影响（公司员工数目增速、人均薪酬增速）**四个维度出发刻画科技板块的社会价值。而用**净资产收益率**刻画股东价值。
- 可以看到，成长板块相较于沪深300的估值溢价走势与社会价值与股东价值走势整体一致。而值得一提的是，**当股东价值与社会价值走势背离时（2010年、2015年与2022年），成长板块的估值溢价往往由社会价值走势所决定。**

图：成长板块：从社会价值与股东价值视角理解PB估值溢价



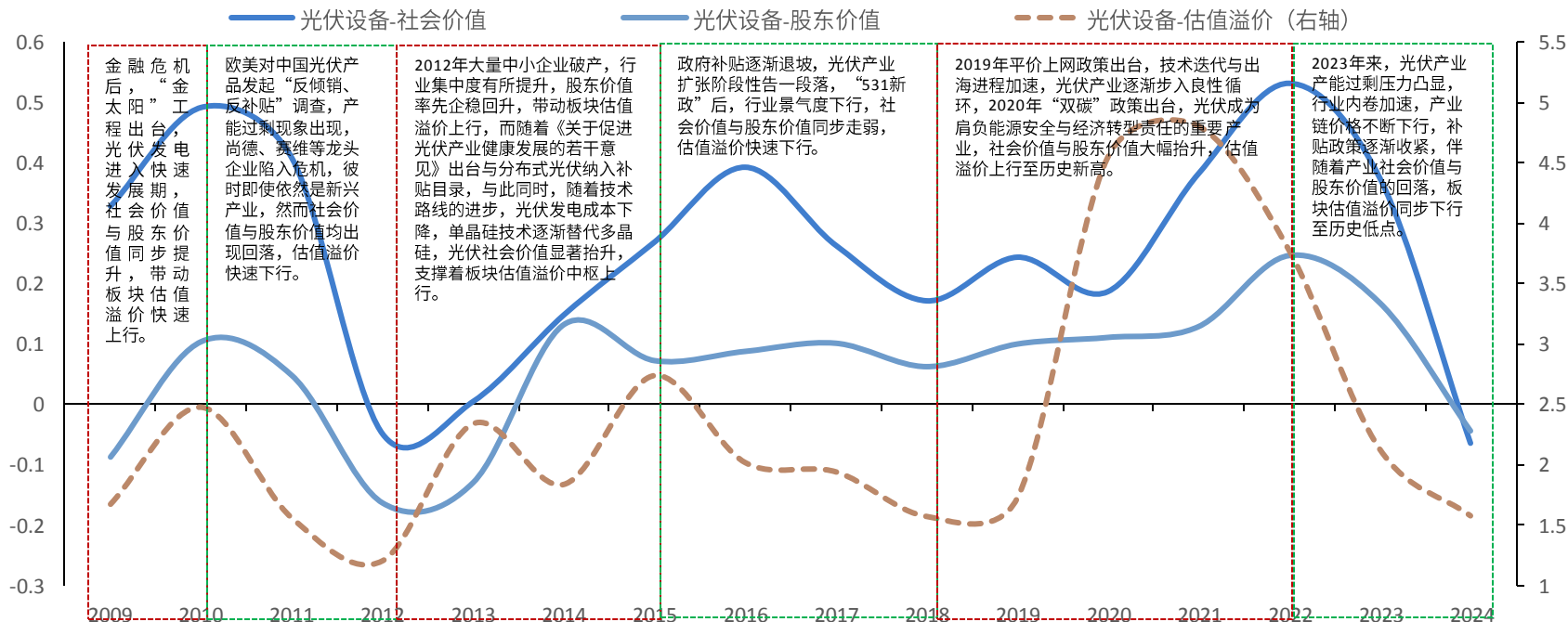
资料来源：wind，国金证券研究所

备注：社会价值具体计算方法：我们将四个维度赋予相同权重，而同一维度下各个子指标同样等权处理，最后进行合成。

## 3.4 重点板块复盘：光伏设备

- 从历史上看，光伏设备板块几轮大的估值溢价上行周期中，均伴随着社会价值与股东价值的同步上行。

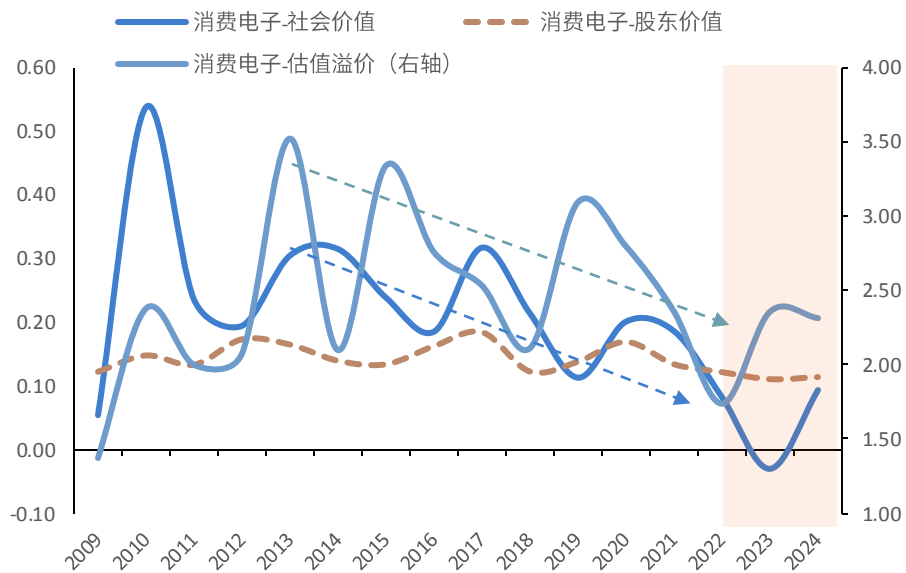
图：光伏设备的社会价值、股东价值与估值溢价



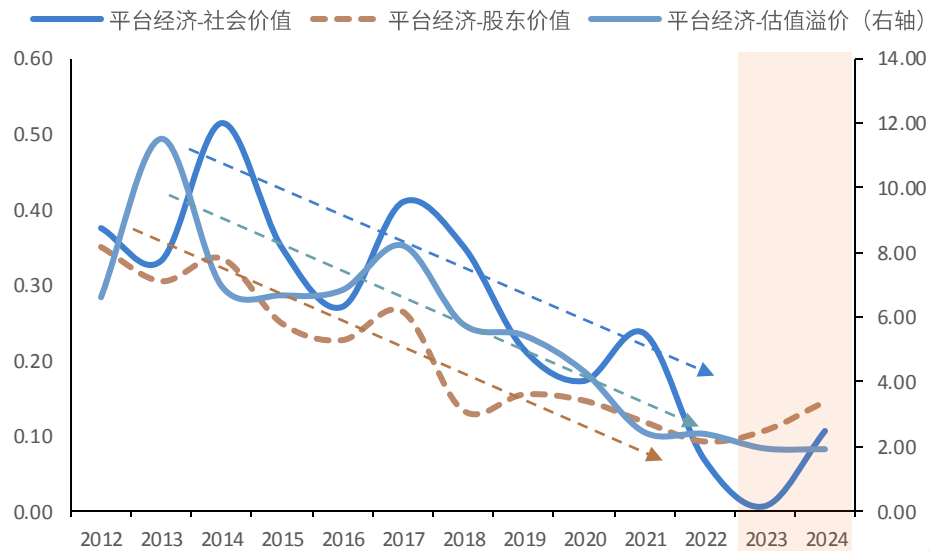
### 3.4 重点板块复盘：消费电子与平台经济

- 对于消费电子与互联网平台经济而言，其社会价值的高点均出现在2013年以前，彼时也是中国智能手机与移动互联网渗透率大幅抬升。而2013年后随着移动互联网产业链社会价值的不断下行，相关板块的估值溢价中枢也不断下台阶。
- 2023年以来，随着产业上AI技术的不断突破与监管层政策态度的转变，消费电子与互联网平台经济的股东价值与社会价值逐渐见底回升，估值溢价重新抬升。

图：消费电子的社会价值、股东价值与估值溢价



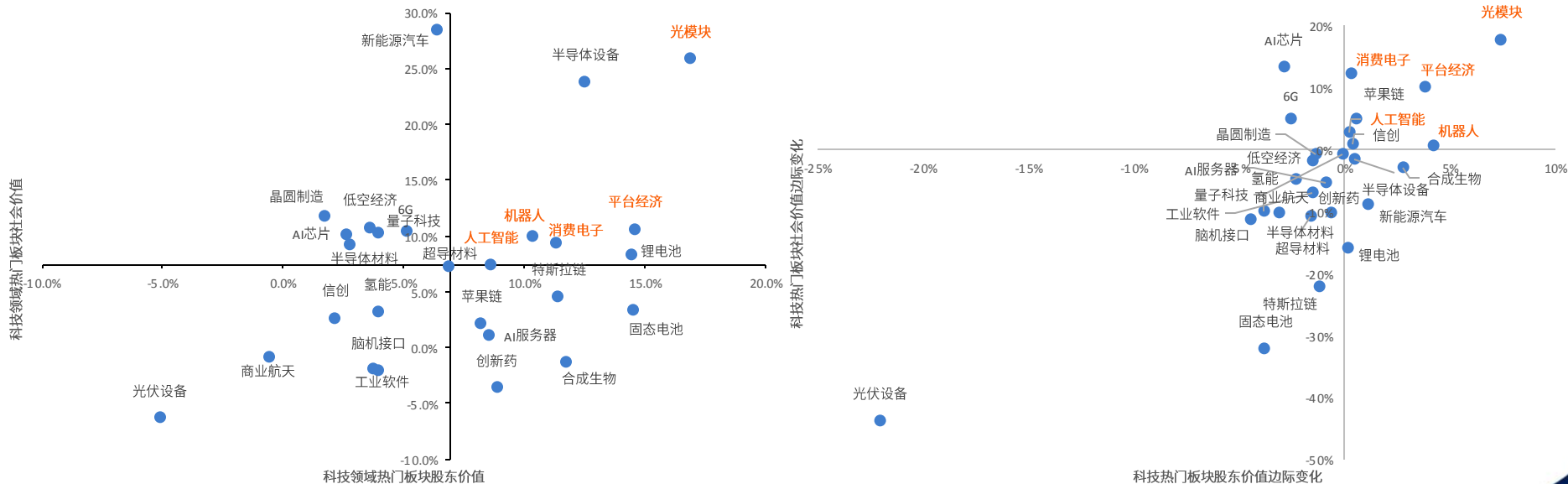
图：平台经济的社会价值、股东价值与估值溢价



### 3.4 当前现状：AI社会与股东价值正在抬升，产业链内部存在分化

- 绝对视角来看，在当前相对热门的科技板块中，AI产业链具备相对更高的社会价值与股东价值，然而结构上却存在明显分化：如AI服务器缺乏足够的社会价值，而AI芯片与制造则缺乏股东价值的支撑。
- 纵向视角来看，仅有光模块、消费电子、平台经济等少量行业的社会价值与股东价值边际上同步抬升。
- 结合未来社会价值与股东价值的潜在抬升空间与边际变化，我们建议投资者优先关注AI细分领域中的**平台经济、消费电子**，非AI领域建议关注**机器人**。

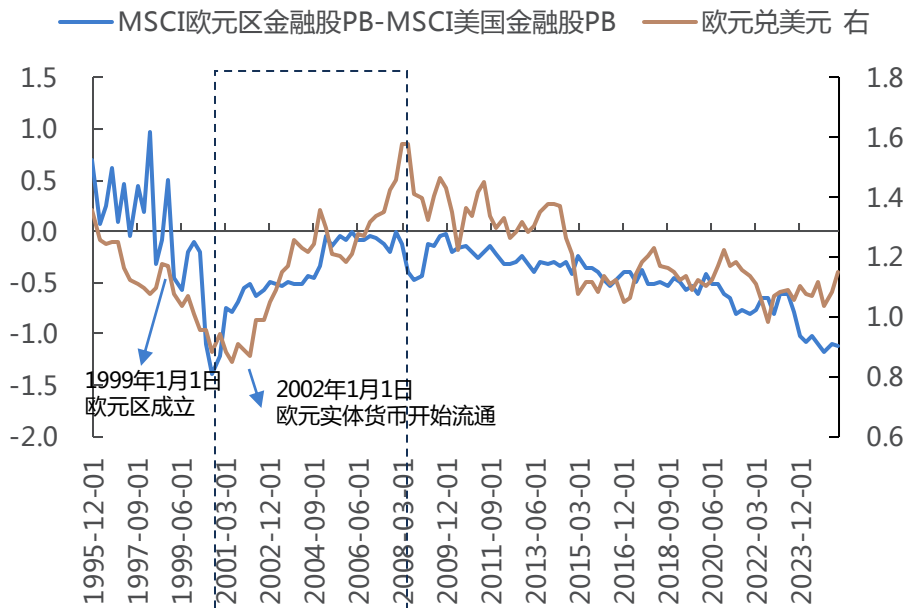
图：主流科技板块的社会价值与股东价值的横向比较（原点为各细分行业社图：主流科技板块的社会价值与股东价值的纵向边际变化会价值与股东价值的中位数）



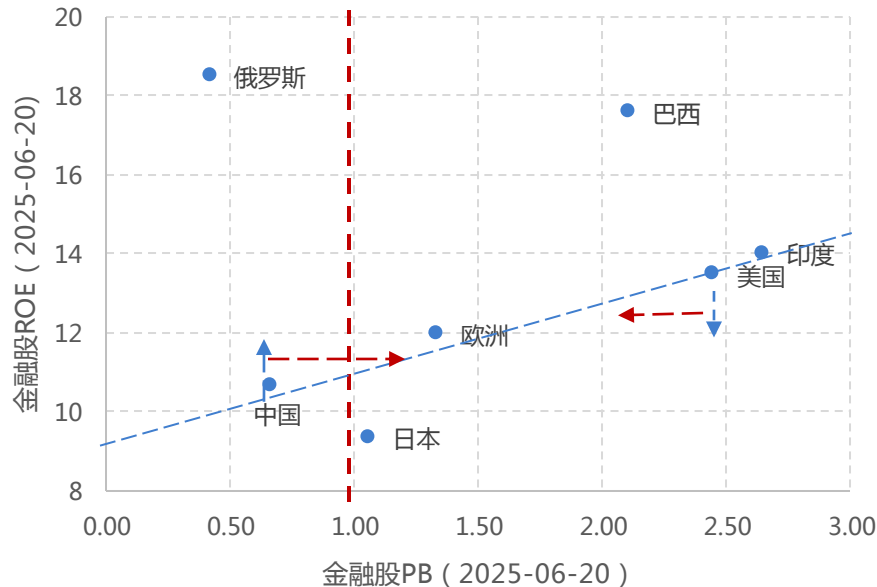
### 3.5 金融板块：人民币国际化+经济转型带来的重估

- 未来人民币国际化的进程中，A股金融板块的估值应该向美股收敛，类似的情形其实在欧元区成立之后一直到2008年次贷危机爆发之前就曾发生过，当时欧元区的金融股估值向美股迅速收敛。另一方面，如果中国经济转型成功，金融板块逐步剥离了房地产的风险，与制造业转型联系更为紧密，那么ROE的改善也将带来PB估值的抬升。当前中国金融板块在全球市场来看是被低估的。

图：在欧元区确立之后，欧元区金融股的估值迅速向美股收敛



图：当前中国金融股在全球主要市场中仍被明显低估



资料来源：wind，国金证券研究所

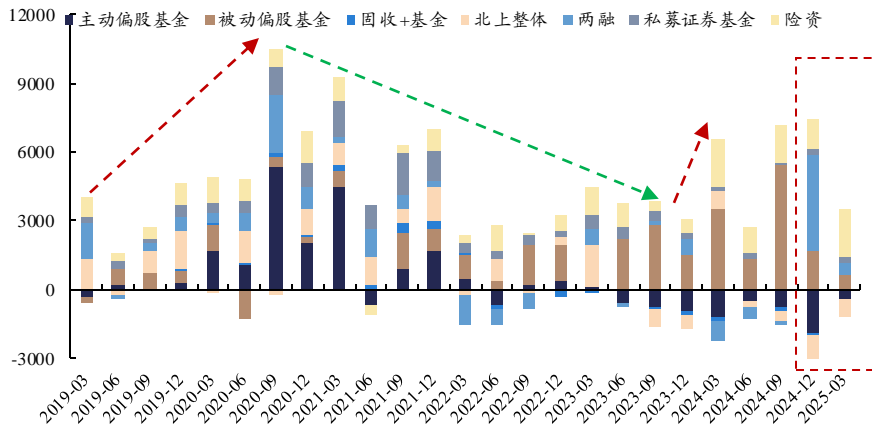
# 04 投资者的变化

---

## 4.1 未来市场增量资金的基准情形：稳定的险资+跃动的个人

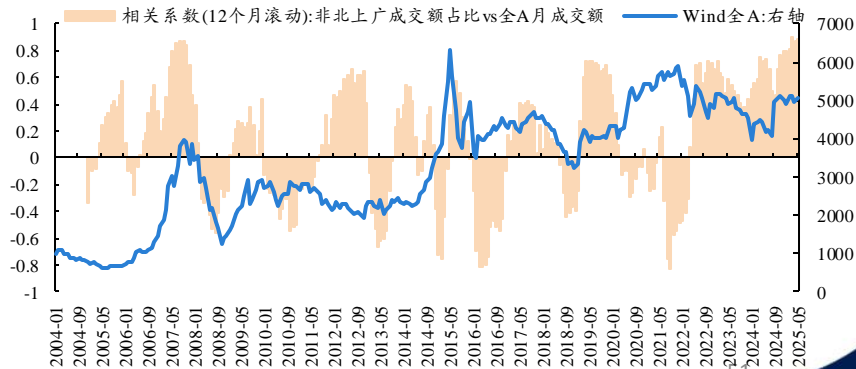
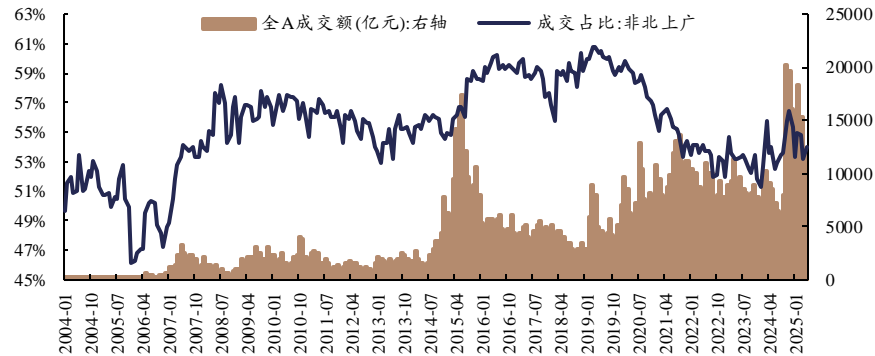
- 未来市场增量资金预计仍将以险资与个人为主。
- 险资：2022年以来一直是稳定增量资金。《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》要求“力争大型国有保险公司从2025年起每年新增保费的30%用于投资A股”，险资持续入市的趋势预计仍将延续。
- 个人：2022年以来在市场中的交易占比上升，并在2024Q4之后得以强化，预计依然将是市场的主要波动项。
- 上述结构对于市场的直接影响在于风格方面：个人活跃时，小盘/成长风格往往相对占优，反之则是大盘/价值风格表现更佳。

图：2022年以来，险资是A股的主要增量资金之一，而自2024Q4以来，以两融为代表的个人投资者开始成为市场的主要增量资金



资料来源：wind，国金证券研究所

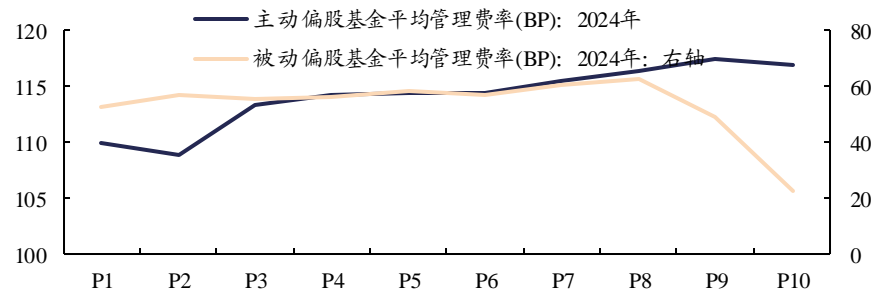
图：2022年以来，非北上广成交额占比与全A成交额的相关性持续为正，并在2024Q4之后开始强化



## 4.2 公募基金：被动化延续，主动基金追寻最适规模+更加多元的投研体系

- 国内权益基金依然有较大的发展空间：截至2025Q1，国内公募基金的权益规模占比依然明显低于美国。但被动化的趋势可能依然将延续：被动基金相较于主动基金具有明显的规模优势。
- 对于主动基金而言，寻找最适管理规模可能是需要思考的命题：从历史上看，基金阿尔法水平与规模呈现“倒U型”关系。值得一提的是，中小规模的主动偏股基金可能在当前与个人投资者更容易形成共振。

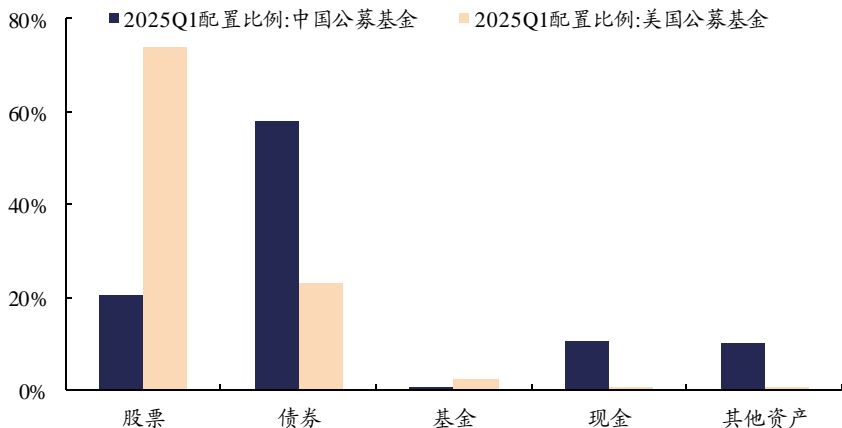
图：规模分组看，规模较大的被动基金费率相对更低，而主动则相反



图：从历史上看，基金阿尔法水平与规模呈现“倒U型”关系

不同规模分组	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
P1	10.99%	-2.63%	-0.62%	22.67%	4.66%	36.98%	-1.02%	-0.85%
P2	14.28%	-4.39%	0.64%	22.63%	3.14%	33.05%	1.31%	-0.68%
P3	14.59%	-4.06%	-1.72%	21.25%	4.32%	32.82%	0.89%	0.83%
P4	14.09%	-4.41%	-2.05%	21.27%	4.96%	37.65%	1.50%	-0.25%
P5	10.30%	-3.42%	-1.10%	21.38%	3.32%	36.95%	0.49%	0.78%
P6	10.28%	-4.05%	-0.86%	22.12%	1.34%	32.56%	-0.16%	0.03%
P7	12.70%	-3.67%	-0.07%	16.91%	1.07%	32.42%	-1.47%	-0.46%
P8	8.97%	-2.11%	-1.72%	22.59%	-4.39%	36.22%	-2.29%	-1.13%
P9	10.04%	-3.05%	-0.06%	17.51%	-5.78%	31.31%	-2.18%	-3.06%
P10	5.14%	-3.39%	-1.56%	15.49%	-4.76%	28.95%	-4.24%	-2.68%
不同规模分组	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
P1	-0.46%	7.16%	17.15%	9.47%	-6.30%	-5.23%	-8.57%	11.65%
P2	0.60%	10.29%	22.16%	13.77%	-3.85%	-2.52%	-9.72%	12.46%
P3	-0.17%	10.97%	19.66%	17.71%	-3.27%	-2.19%	-7.62%	11.06%
P4	1.20%	13.76%	21.79%	15.76%	-3.05%	-2.82%	-6.82%	13.62%
P5	0.65%	14.23%	23.60%	15.03%	-2.61%	-1.53%	-5.67%	12.90%
P6	0.81%	14.26%	22.56%	13.56%	-2.77%	-2.94%	-7.37%	11.76%
P7	1.69%	14.63%	25.92%	12.51%	-3.13%	-3.27%	-6.74%	15.35%
P8	-0.16%	13.49%	26.88%	13.19%	-3.77%	-3.98%	-8.64%	12.54%
P9	-1.44%	13.74%	25.49%	12.85%	-3.40%	-4.43%	-8.14%	11.18%
P10	-1.73%	13.23%	23.56%	8.27%	-3.24%	-6.79%	-8.20%	9.89%

图：截至2025Q1，国内公募基金对于股票的配置比例明显低于美国

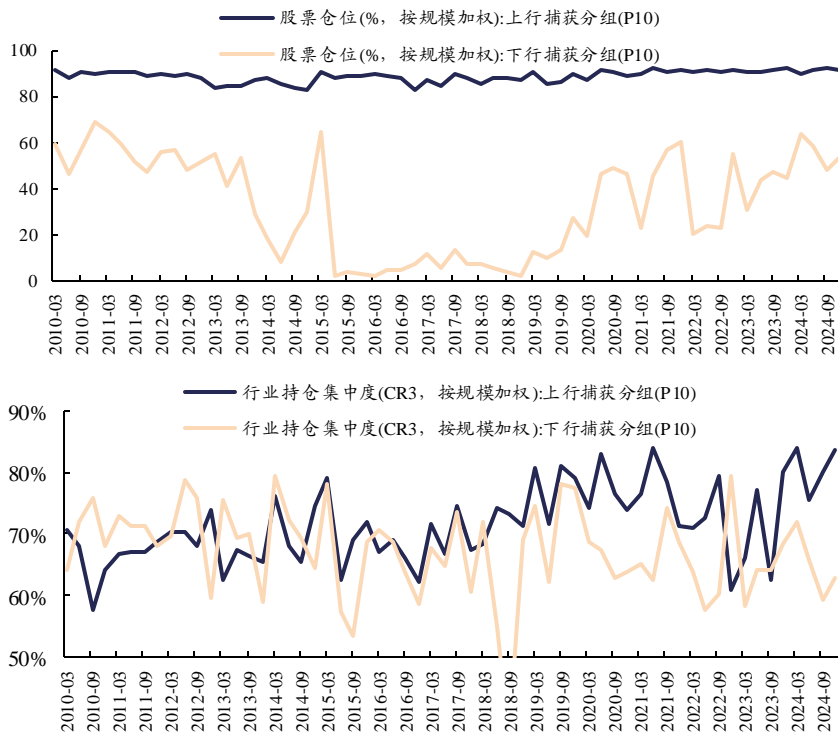


资料来源：wind，国金证券研究所。注：1、我们将2024年主动/被动偏股基金的规模分别分为10组，并分别计算2024年的管理费率。2、我们将2010年以来的主动偏股基金按照规模分为10组，并分别计算每一组基金每年的平均阿尔法。3、2025年数据截至1月31日。

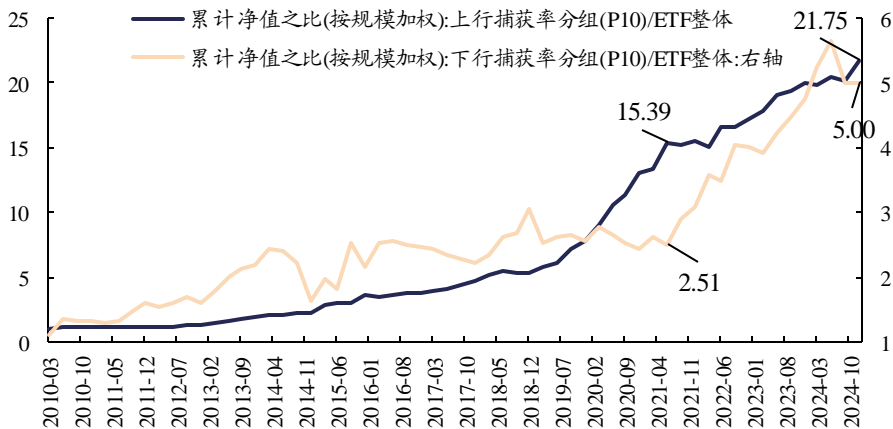
## 4.2 公募基金：被动化延续，主动基金追寻最适规模+更加多元的投研体系

- 在本轮ETF崛起、主动跑输的背景下，有两类主动基金依然能够获得超额回报，这提供了主动跑赢被动的潜在方法：一是高仓位+高集中持仓抓住上涨；二是应对风险时主动降低仓位+相对分散持仓，即主动投研需要重视择时、行业轮动以及组合管理。

图：抗跌能力最强的基金(前10%)的股票仓位、行业集中度分别大幅低于、高于跟涨能力最强的基金(前10%)



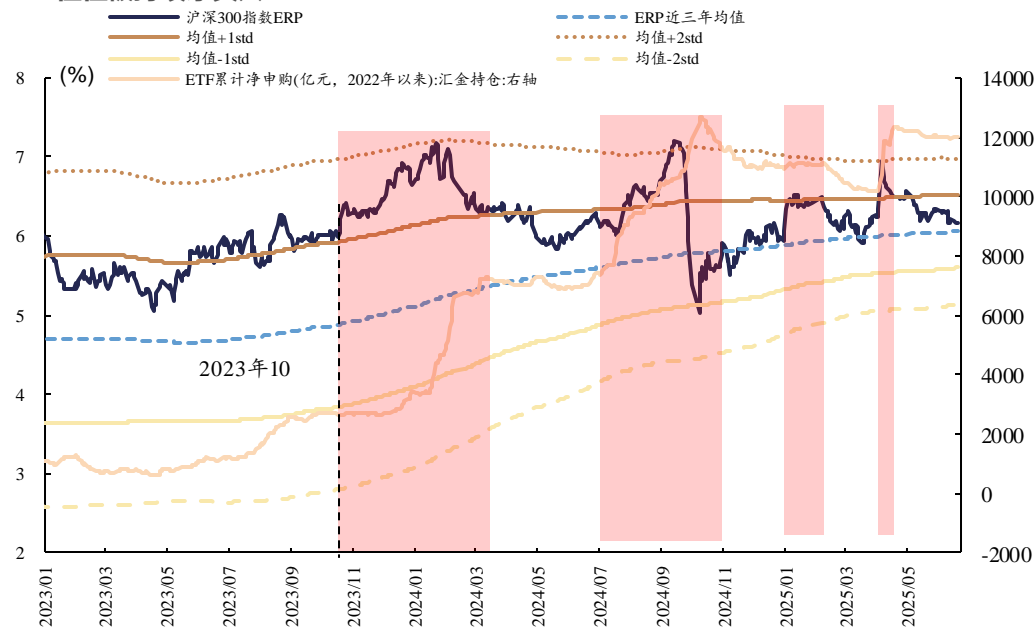
图：2021年下半年以来，跟涨能力最强的基金(前10%)与抗跌能力最强的基金(前10%)均明显跑赢ETF整体



## 4.3 ERP正一倍标准差的守护者：汇金

- 从历史上看，2023年10月以来，沪深300的3年滚动ERP触及正一倍标准差，往往是触发汇金持续买入托底的重要因素，这也是平抑市场波动的重要机制之一。
- 综合来看：
  - 一方面，市场波动率可能被压低：汇金发挥托底作用，险资受制于资产负债管理同样也能发挥托底作用但向上弹性较为有限，个人投资者贡献向上的弹性，但可能加快行业/个股轮动速度。
  - 另一方面，市场定价可能是分层的：险资主导的领域(大盘)可能更加看重估值与基本面的适配，主动基金+个人主导的领域(小盘)可能会存在动量。

图：2023年10月以来，当沪深300的3年ERP向上触及正一倍标准差时，汇金持仓的ETF往往被持续净买入



资料来源：wind，国金证券研究所。注：1、我们选取前10大持有人中有汇金的ETF作为汇金持仓的ETF的集合。2、数据截至2025年6月20日。

- 1、国内需求侧托底政策超预期退坡，导致量价快速走弱，企业盈利击穿底部；
- 2、海外地缘争端导致通胀上行超预期，或导致全球流动性紧缩；
- 3、美联储紧缩程度超预期，导致私营和居民部门需求受挤压，海外经济陷入衰退，外需承压

## 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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题