

防守反击

文/东方红资产管理 权益研究团队

摘要

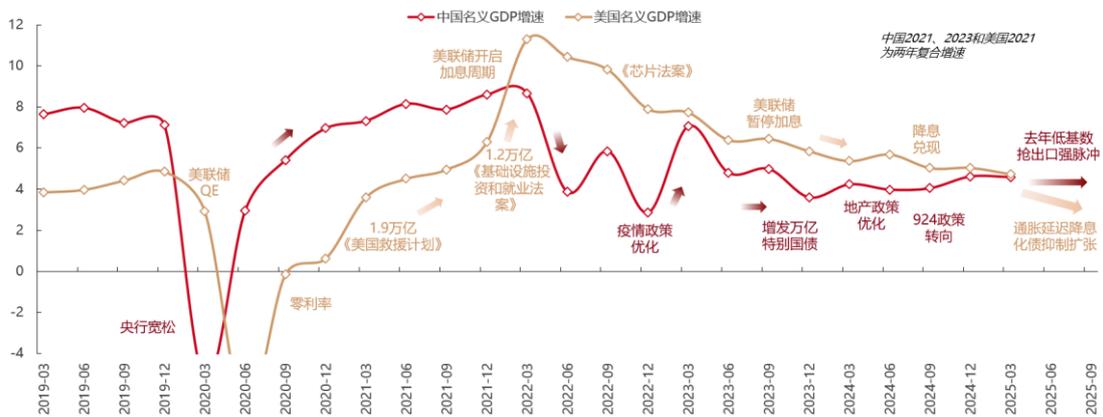
- 中国经济韧性增强，但三季度增长可能放缓。**自 2022 年以来，中美经济周期错位明显。美国经济走弱，所谓“对等关税”加剧下行压力，但高通胀束缚货币政策，高债务率限制财政空间。当前中国处于经济周期低位，前期债务压力与重点领域风险得到有效控制，同时，随着贸易与投资多元化的发展，抵御外部冲击的韧性较上一轮贸易摩擦时期明显提升。短期来看，中国经济走出低位尚需时日，三季度“抢出口”效应消退后，出口增速面临下行压力，这可能削弱制造业扩张动能；内需方面，消费补贴效应减弱亦存隐忧。工业品价格低迷或使得 GDP 名义增速相较实际增速面临更大压力。国内政策仍有发力空间，但时点可能后移，呈现应对式、后置性的特征。宏观总量虽平淡，但微观亮点频现，技术升级引领的产业突破正呈星火燎原之势。
- 全球资金再平衡下的中国股市展望。**从全球资产配置角度看，美元资产吸引力减弱，国际秩序重构驱动全球资本寻求更高性价比与胜率，这为非美资产提供了有利环境。A 股整体估值合理，但要进一步推动风险溢价回落还需依赖盈利改善或政策大幅宽松。当前弱 PPI 在一定程度上制约了 A 股的盈利弹性，相较之下，港股凭借新经济行业的更高占比，ROE 表现更优，且率先企稳回升。作为重要多头力量，中长期资金的持续入市将为 A 股提供稳定性支撑。港股流动性主要得益于金管局的流动性投放及南向资金的大幅净流入，但这种流动性优势在下半年持续性存疑。综合来看，预计市场整体进入“上有基本面之顶、下有估值之底”的震荡格局。年内市场窄幅波动特征显著，指数振幅处于历史低位，历史上看低波环境中金融胜率较高；若为波动率回归做准备，可考虑攻守兼备的哑铃策略。
- 风险与不确定性。**地缘政治风险，美国货币政策超预期风险，经济增速下行超预期风险。

一、宏观经济

1、中美经济周期错位与贸易摩擦的深层影响

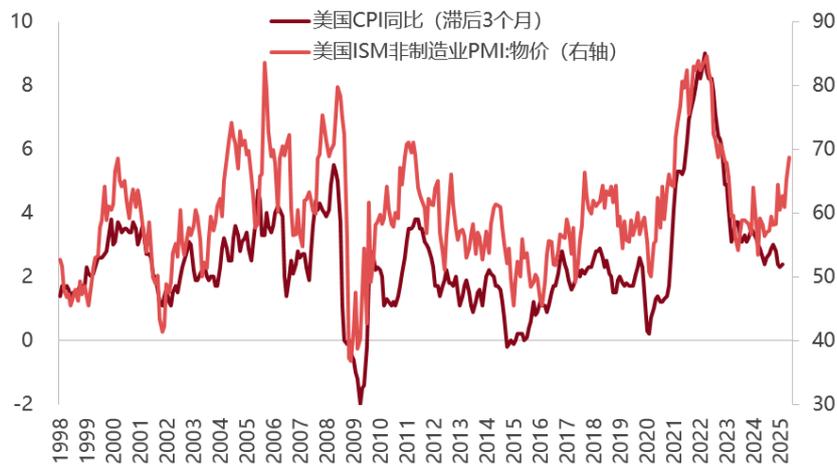
2022 年以来，中美经济周期错位，核心源于疫情情况与财政政策的差异。值得注意的是，当前美国经济已步入下行通道：IMF 预测其 2025 年实际 GDP 增速将从 2024 年的 2.8% 下滑至 1.8%，5 月核心 CPI 同比持平 2.8%，货币政策受高通胀制约，叠加化债压力抑制财政发力。反观中国经济处于周期低位，稳增长重心转向消费为主的内循环，长期看政策发力空间仍大，有望对冲外需冲击。

图：中美名义 GDP 走势 (%)



数据来源：Wind，东方红资产管理

图：美国通胀仍有上行风险



数据来源：Wind，东方红资产管理

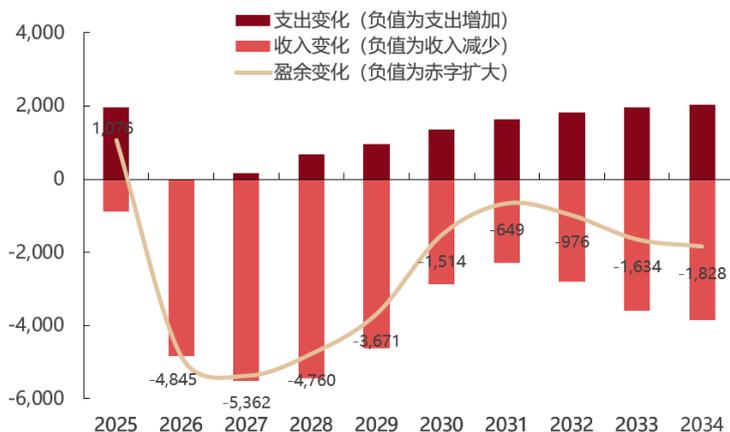
贸易摩擦的影响正在深化。综合多家智库测算结果，在实施 10%全面关税及 60%对华关税的情形下，2025 年美国 GDP 增长将偏离原有趋势 0.5~1.5 个百分点。这一压力与通胀风险相互交织：即使关税成本由进口商承担，最终仍将部分转嫁至终端消费者，而特朗普政府的政策不确定性将持续压制企业家和消费者信心。进一步观察财政层面，美国财政空间显著收窄——国会预算办公室（CBO）测算显示，众议院版《大美丽法案》将在未来 10 年增加 3.1 万亿美元赤字，但剔除其中 3.8 万亿美元现有减税条款的延长，新增条款规模有限，其“先甜后苦”的设计（前期减税、后期削支）预计抬升 2026 财年赤字率 1.2%左右，在高利率与通胀环境下效果存疑。

图：关税与政策不确定性将影响美国经济



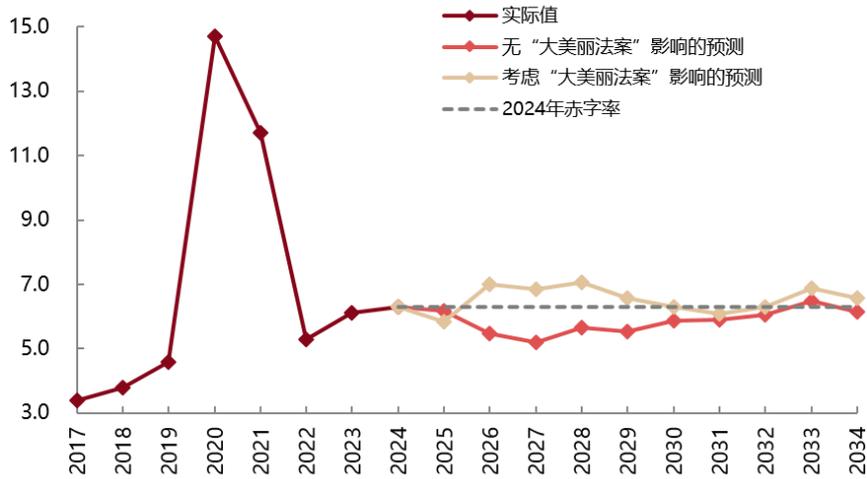
数据来源：Wind，东方红资产管理

图：大美丽法案每年形成的赤字变化（亿美元）



数据来源：Wind，东方红资产管理

图：CBO 对美国联邦财政赤字率预测（%）

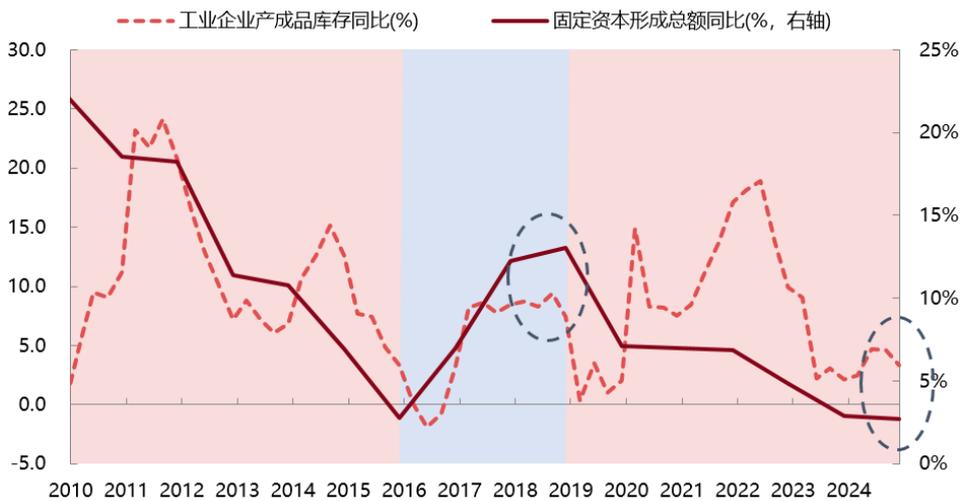


数据来源：CBO，东方红资产管理，2025 年起为预测值

2、中国经济的长期韧性与短期挑战

与 2018 年贸易摩擦初期形成鲜明对比的是，当前中国经济已处于周期低位，前期积累的债务压力得到有效化解。通过 2018 年金融去杠杆、2021 年压降地产风险、2024 年地方化债及多轮降息，长期债务风险得到有效控制。

图：投资和库存周期（现在与 2018 对比）



数据来源：Wind，东方红资产管理

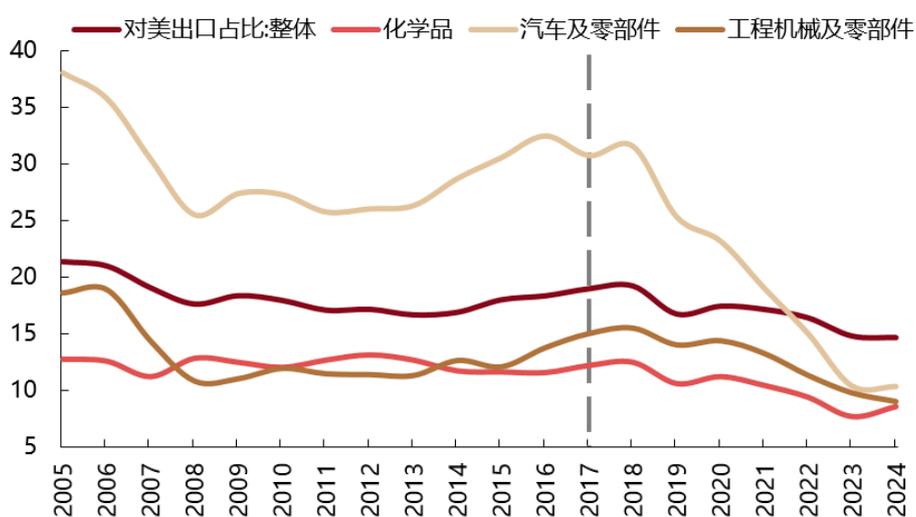
图：2018 年中国经济处于债务周期高位（%）



数据来源：Wind，东方红资产管理

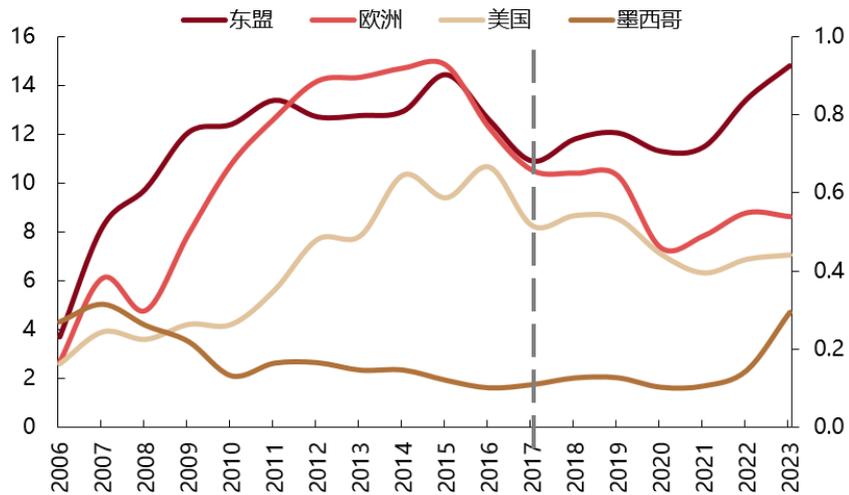
我国对外依存结构优化，对美依赖显著降低，主要体现贸易多元化和投资分散化：对美出口占中国出口比重从2018年的19.2%降至2024年的14.7%，其中汽车及其零部件、化学品、工程机械等重点品类分散化特征明显；同时，企业对东盟直接投资存量占比持续提升（不含港澳），区域布局优化，对美敞口收窄，且供应链话语权增强使美国难以实现硬脱钩。

图：对美出口占中国出口的比重下降（%）



数据来源：Wind，Trademap，东方红资产管理

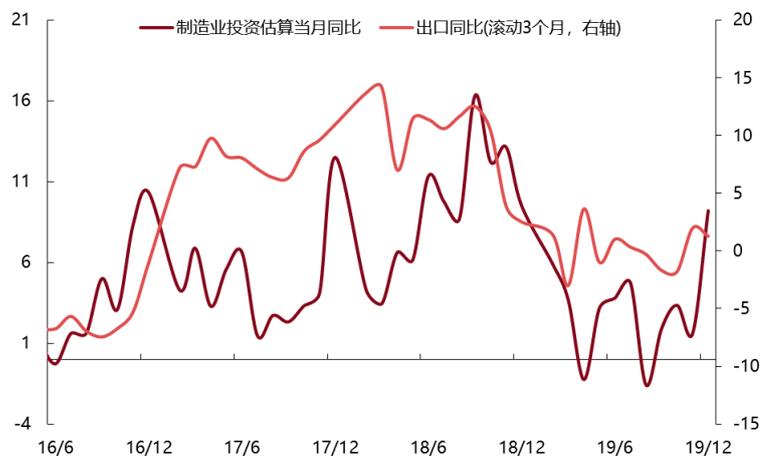
图：对东盟直接投资存量占比提升（%，不含港澳）



数据来源：Wind, Trademap, 东方红资产管理

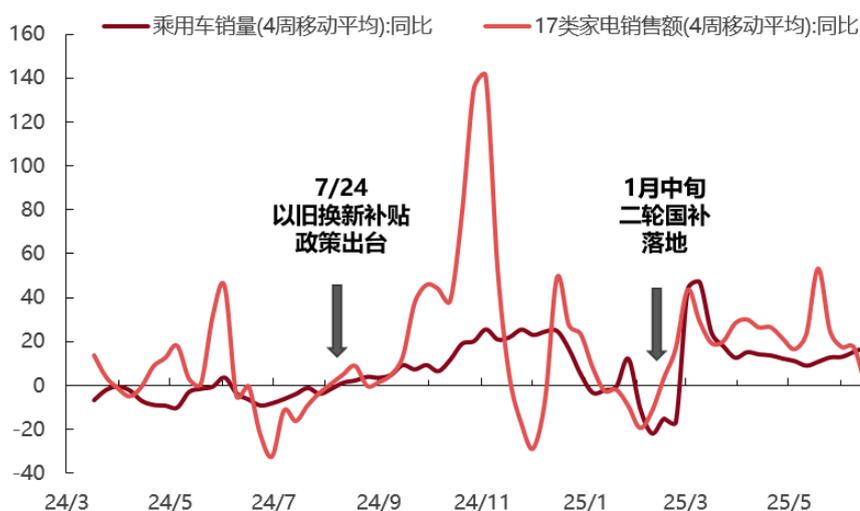
短期来看，中国经济走出周期低位仍需时日。外需方面，“抢出口”效应消退后，伴随关税上行，美国进口需求或回落，出口增速可能在三季度后趋势性下滑，制造业投资增速或随出口见顶。内需同样面临考验，社零增长依赖耐用品消费补贴，去年国补品种贡献约 30% 同比增速，但今年 9 月起高基数效应或使社零增速于 8 月见顶。物价压力犹存，5 月 PPI 同比降幅扩大至 -3.3%，汽车制造业 PPI 连续 33 个月同比负增长。综合来看，内外需或于三季度同步走弱，可能使名义 GDP 增速承受更大压力，短期存在波动风险。

图：制造业投资或随出口增速同步见顶



数据来源：Wind, 东方红资产管理

图：以旧换新补贴拉动汽车、家电销量增长



数据来源：Wind，东方红资产管理

3、国内政策仍有空间

中国政策空间仍存，国务院及央行多次强调“必要时敢于打破常规”，但政策呈现应对式、后置性特征，4月中央政治局会议明确锚定“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”，5月12日中美互降关税提供的约90天政策窗口期，进一步降低了短期发力紧迫性，政策调整将优先观察贸易谈判进展。

图：政策空间梳理

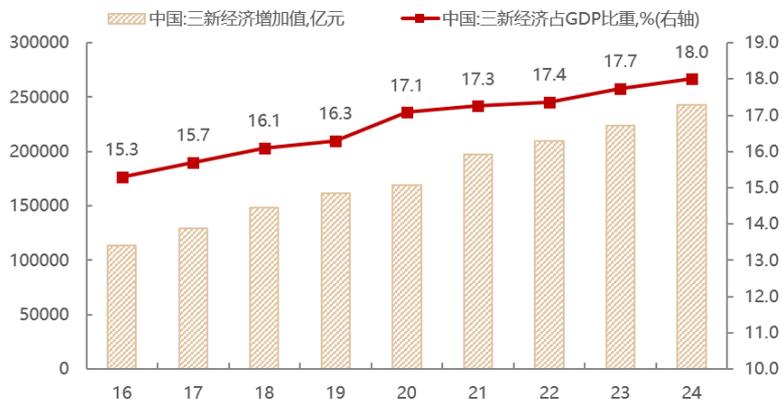
政策有空间	发言人/机构	发言场合/报告	具体表述
稳增长仍有空间	中央政治局	2025/04 中央政治局会议	要强化底线思维， 充分备足预案 ，扎实做好经济工作。...要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效， 根据形势变化及时推出增量储备政策 ，加强超常规逆周期调节，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面。
	国务院总理	2025/04 国务院第十三次专题学习	要讲究政策时机， 在一些关键的时间窗口，推动各方面政策措施早出手、快出手 ，对预期形成积极影响。要把握政策力度， 必要时敢于打破常规 ，打好“组合拳”，让市场真正有获得感。
货币政策有空间	国务院总理	2025/03 政府工作报告	坚持在发展中化债、在化债中发展，完善和落实一揽子化债方案，优化考核和管控措施，动态调整债务高风险地区名单， 支持打开新的投资空间 。
	央行行长	2025/03 人大经济主题记者会	目前金融机构存款准备金率平均为6.6%， 还有下行空间 ，中央银行向商业银行提供的 结构性货币政策工具资金利率也有下行空间 。
财政政策有空间	财政部部长	2025/03 人大经济主题记者会	为应对内外部可能出现的不确定因素， 中央财政预留了充足的储备工具和政策空间 。
	央行	2025/05 2025Q1货币政策执行报告	从政府部门资产负债表的角度看， 中国政府债务扩张仍有相应的资产支撑 。

数据来源：中国政府网，东方红资产管理

总结来看，宏观总量虽平淡，但微观亮点频现，技术升级引领的产业突破正呈星火燎原之势。供给侧由技术升级引领，产业突破呈现星火燎原之势。高技术制造业持续高景气、高增长，作为长期动力获财政与社会资金强力支

持。历经十余年培育，新动能占比已初具规模，高技术产业占工业比重达16.3%，“三新”经济（新产业、新业态、新商业模式）占GDP的比重呈现持续上升趋势，2024年已经超过18%。需求侧来看，优质供给创造超越总量的需求 alpha。《哪吒2》票房超百亿，印证中国庞大的内需市场仍有挖掘潜力。首发经济、体验消费等新形态不断涌现。与传统同质化价格竞争不同，部分消费公司通过产品创新、渠道优化和商业模式变革实现差异化，有效激发新需求。

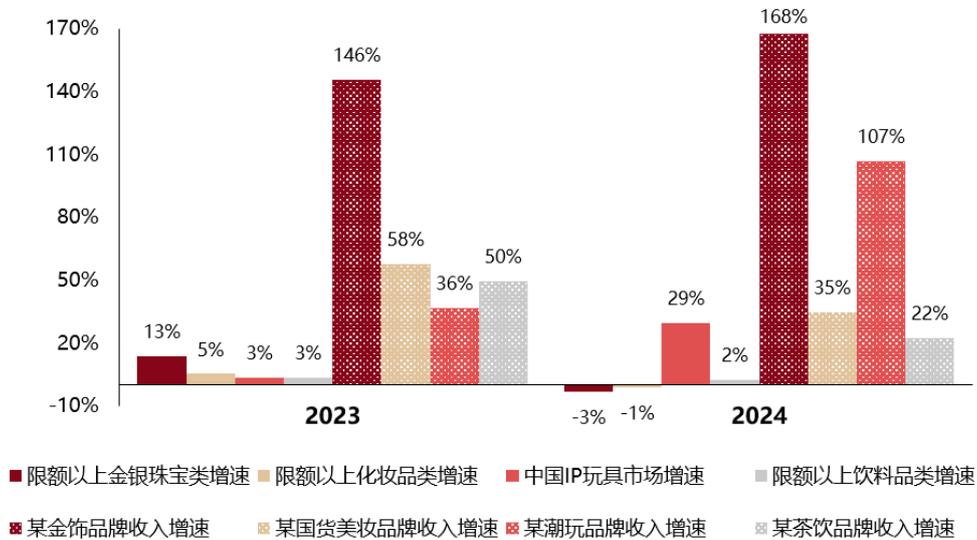
图：2024年“三新”经济在GDP中占比超过18%



注：2024年“三新”经济占比具体数值尚未公布，此处18%是出自发改委表述“超过18%”。

数据来源：Wind，东方红资产管理

图：优质供给驱动需求



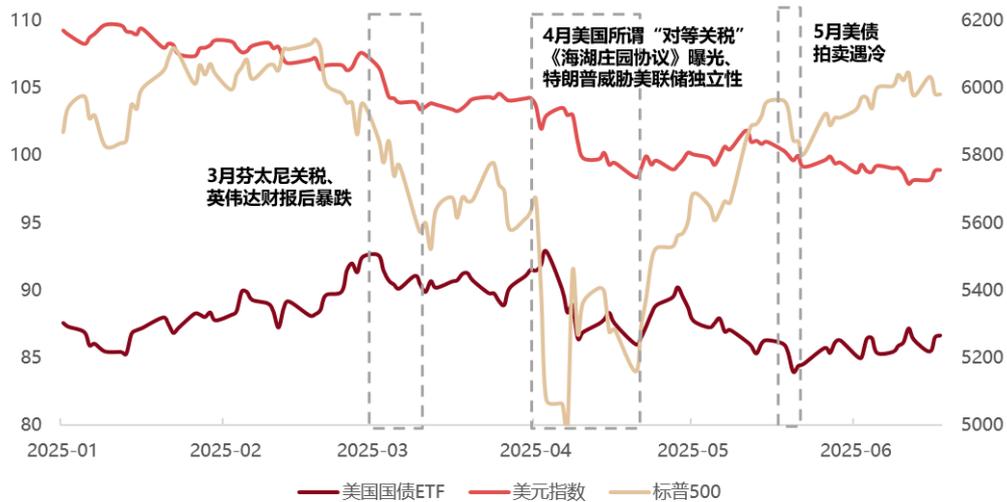
数据来源：Wind，东方红资产管理

二、市场展望

1、美元资产与全球资金再平衡

今年以来，美国股债汇“三杀”现象多次发生，美元资产安全性下降。国际货币体系向多极化发展，叠加美国政策不可预测性，削弱了美元作为国际储备货币的主导地位。值得注意的是，在以色列突袭伊朗等突发事件中，市场未如历史惯例增持美元避险，反而进一步抛售美元，侧面印证去美元化进程加速。当“安全资产”不再安全，美债期限溢价升至2015年以来新高，外国投资者持有美债占比已降至25%，表明美元资产需更高风险溢价——美债波动性上升、二次通胀与债务扩张风险，正推升期限溢价和利率中枢；而美股风险溢价处于负值，未能充分定价政策摇摆的不确定性。

图：今年美国股债汇“三杀”现象多次发生



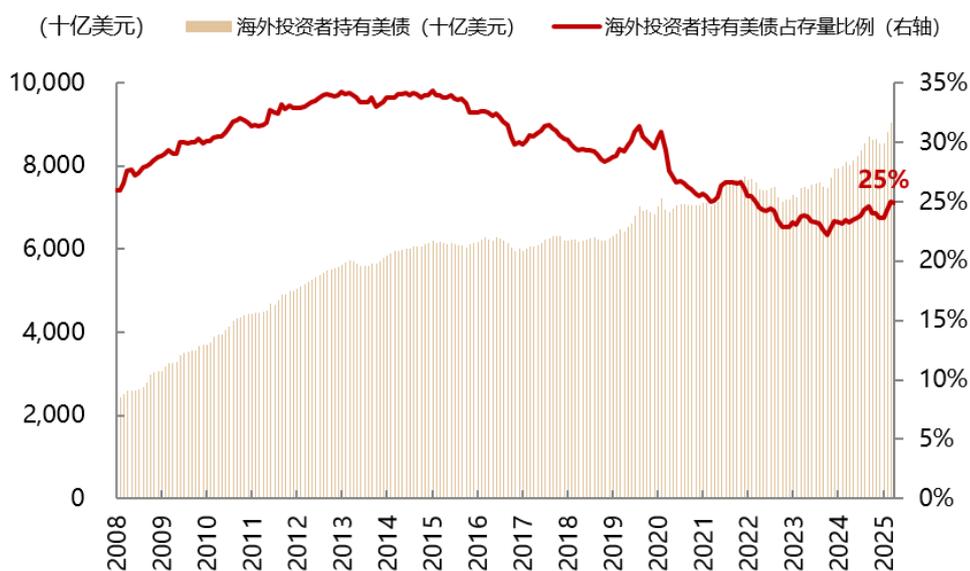
数据来源：Wind，东方红资产管理

图：美债期限溢价升至 2015 年以来新高，反映出美债投资者的担忧



数据来源：Wind，东方红资产管理

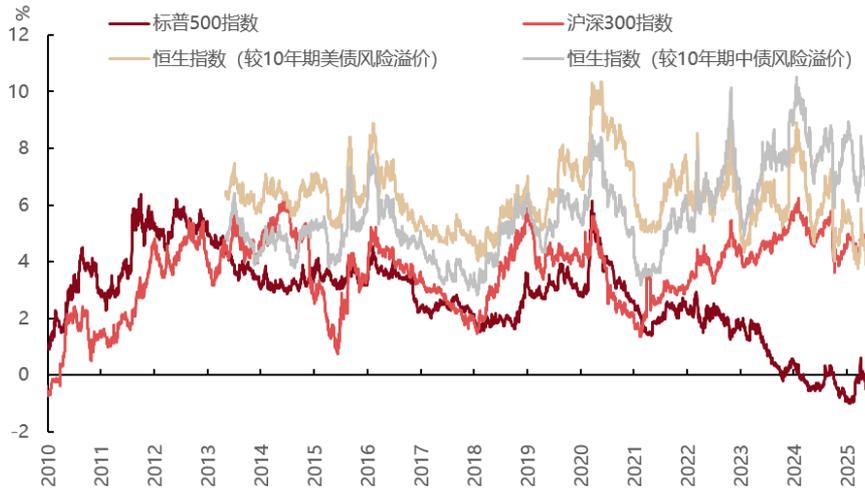
图：外国投资者持有美债占存量比例下降至 25%



数据来源：Wind，东方红资产管理

上述变化正驱动全球资金再平衡。过去两年“美国例外论”吸引资金集中流入美股，但随着美国政治经济不确定性上升及美股高估值，全球资本开始追求更高性价比与胜率。未来可能削减对美股的过度配置，转而增持“非美”优质资产，为非美市场创造有利环境。

图：中美股权风险溢价分化



数据来源：Wind，东方红资产管理

2、A 股与港股展望

当前 A 股估值逐步消化，全 A 的 PE(TTM) 为 19.6 倍，处于 2010 年以来 64%分位数，较去年 10 月 8 日高点回落；风险溢价（ERP）约 3.5%，处于均值+1 倍标准差附近，高于去年 10 月 8 日的 2.8%。但风险溢价回归均值需盈利改善（如 2016-2017 年）或政策大幅宽松（如 2014-2015 年），目前条件尚未具备。

图：万得全 A 的风险溢价



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2025 年 5 月 27 日

整体来看，工业品供过于求格局未改，物价持续低位运行，企业盈利弹性不足。参考上一轮贸易摩擦经验，关税对PPI的冲击沿“上中游原材料→中下游出口链→中下游内需链”路径传导。随着“抢出口”效应消退，中下游行业价格压力将显现。这一趋势与企业盈利高度关联，A股5000多家上市公司中，工业及制造业企业数量占比76.5%、市值占比56.6%，其盈利与PPI走势高度一致。在关税冲击下，PPI压力将削弱制造业盈利能力，预计未来两个季度A股盈利趋势走弱。

图：本轮工业品价格压力持续向各经济部门扩散



数据来源：Wind，东方红资产管理

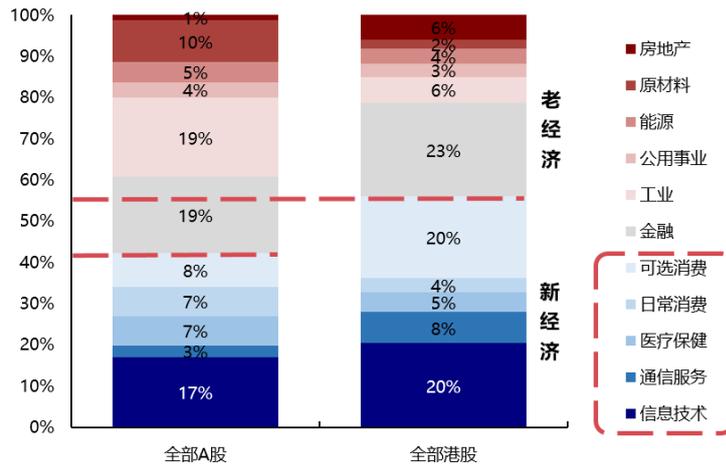
图：A股企业盈利趋势与PPI基本同步



数据来源：Wind，东方红资产管理

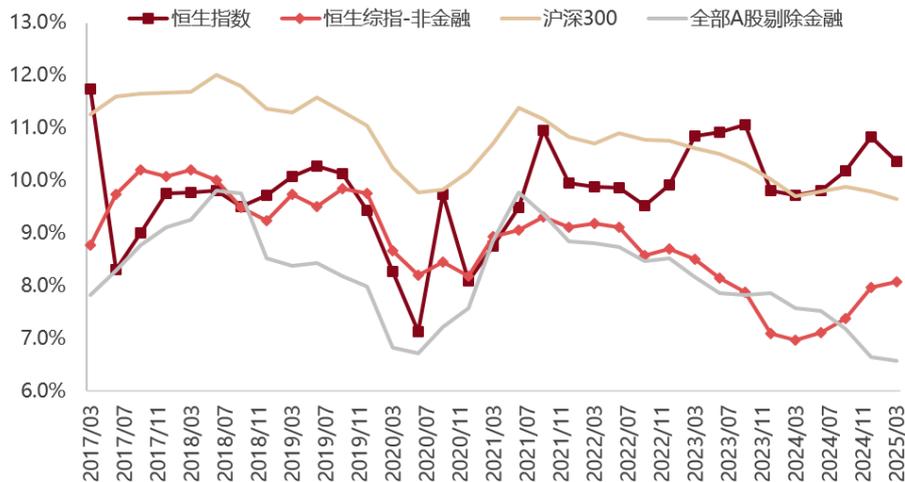
基本面角度来看，港股具有相对优势。新经济板块（科技/医药/消费）占比提升至 56%，高于 A 股的 42%。截至 2025 年一季度，恒生指数 ROE(TTM) 达 10.4%，领先沪深 300 的 9.6%；剔除金融后，恒生综指（非金融）ROE 也优于全 A（非金融），在 PPI 下行期更具盈利韧性。

图：港股新经济板块占比高于 A 股



数据来源：Wind，东方红资产管理

图：港股 ROE 与 A 股分化



数据来源：Wind，东方红资产管理

流动性角度来看，上半年港股受益于两大动能：一是美元贬值 10% 及 IPO 热潮推动港币触及强方兑换保证（7.75 港元兑 1 美元），金管局注资近 1,300

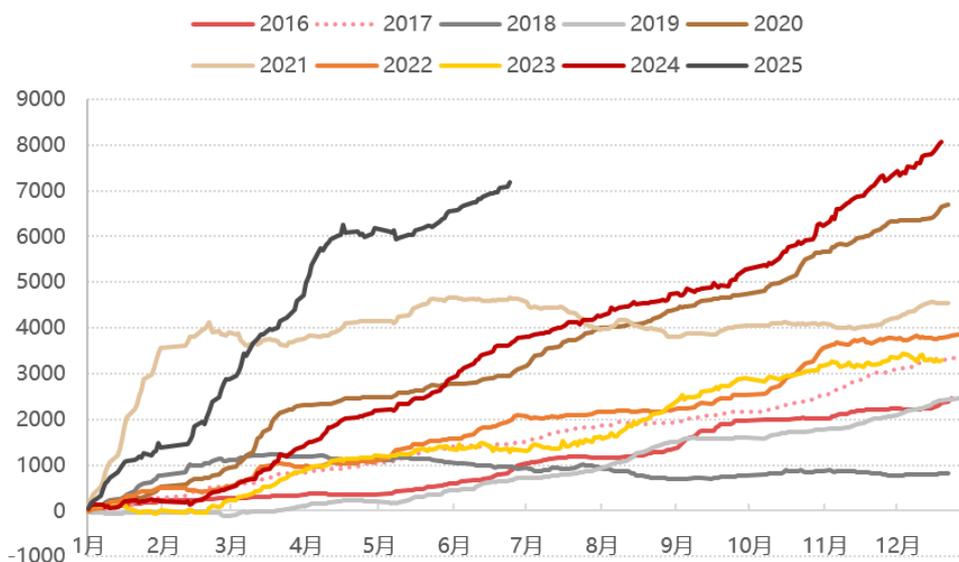
亿港元，令 1 个月期 Hibor 利率降至历史低位；二是南向资金净流入约 7,000 亿港元，接近去年全年 8,000 亿。下半年边际收紧压力显现，港币若贬至弱方保证，金管局或停止注资，Hibor 与美元利差难持续；同时 AH 股溢价率已降至 128%，为 2020 年来最低水平，南向资金流入规模难以线性外推。

图：港元 Hibor 利率与美元利率罕见地大幅背离



数据来源：Wind，东方红资产管理

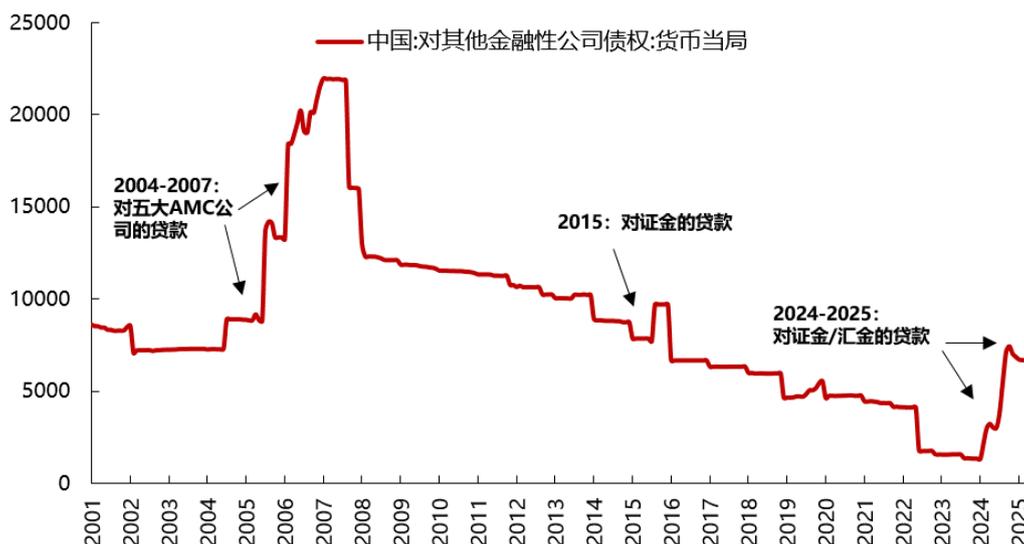
图：港股通净流入创历史同期新高



数据来源：Wind，东方红资产管理

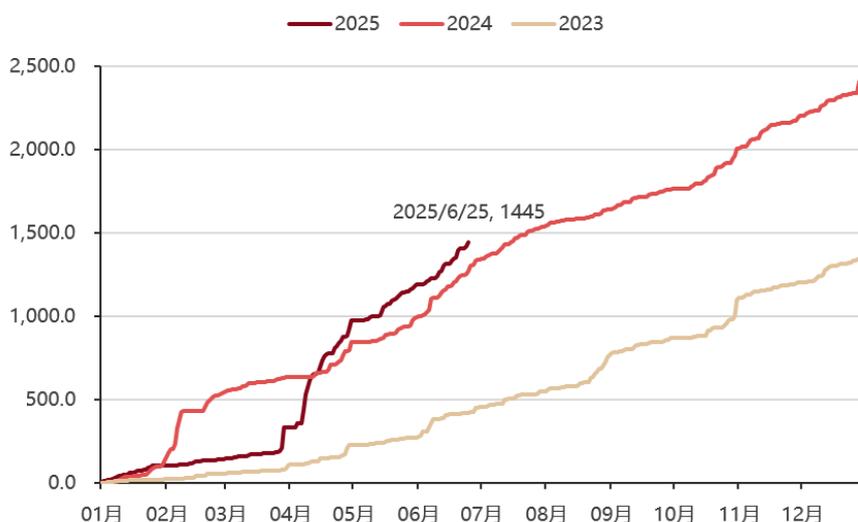
对比来看，A股流动性则由长线资金发挥“稳定器”作用。一方面，政策重视资产价格稳定，稳定资产价格已成为宏观调控重要目标，2024年中央经济工作会议和今年政府工作报告均强调“稳住楼市股市”，楼市（影响财富基础）和股市（影响财富弹性）稳定对释放财富效应、提振消费、形成市场预期与经济发展良性循环至关重要。另一方面，中长期资金是重要多头力量，将支撑市场估值。在人民银行的流动性支持下，中央汇金发挥类“平准基金”作用，通过增持各类ETF，成为维护资本市场平稳运行的“压舱石”；保险资金长期股票投资试点规模当前已批复2200亿，后续或还将继续扩容；上市公司密集公布回购方案，年内回购方案上限总额超1400亿元，且注销式回购渐成主流趋势，打破了股份长期闲置惯例。

图：央行对非银机构贷款大幅增长



数据来源：Wind，东方红资产管理

图：A股年内回购公告预案金额（亿元）



数据来源：Wind，东方红资产管理

3、低波市场的历史规律与应对策略

整体而言，A股市场波动率处于历史相对低位。指数窄幅波动特征显著，年初至今上证指数振幅仅17.4%，仅略高于历史最低的2017年。5月以来万得全A的30日波动率持续低于0.8%，处于2009年以来10%分位数以下的极低区间。回溯2017年、2023年等类似的历史阶段，低波市场的共同点是经济预期一致、结构性主线清晰、主导市场的增量资金主要来自低换手率的机构投资者，如2017年的外资，2023年的险资/社保等。

图：A股波动率处于历史相对低位

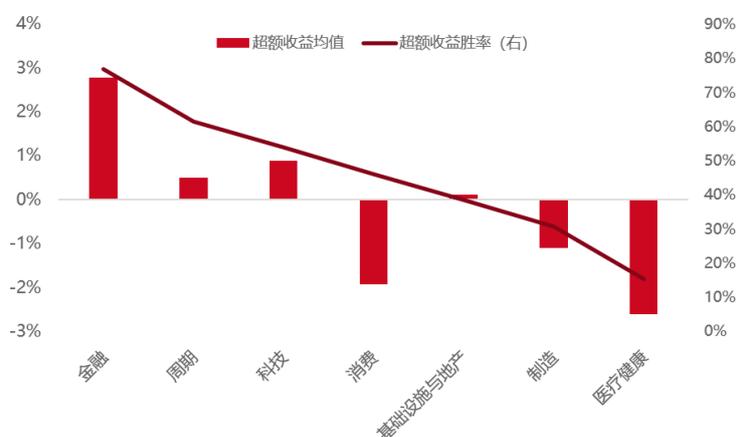


数据来源：Wind，东方红资产管理

回顾 2009 年以来指数区间波动率处于低分位数阶段（0~15%）的市场风格和行业表现，主要有以下结论：

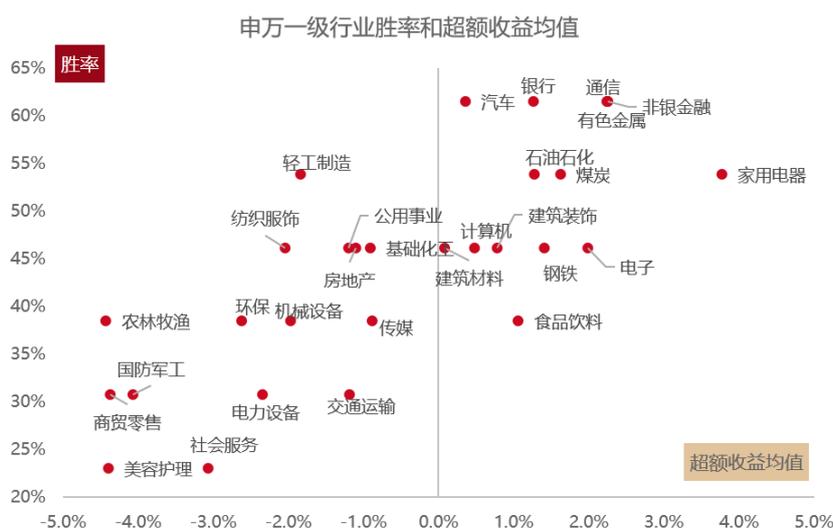
估值风格方面，低市盈率风格占优，历史平均超额收益为 2.2%，胜率明显高于中市盈率和 high 市盈率；在低波环境中金融胜率最高，金融板块的胜率高达 78%，且历史平均超额收益（+2.8%）相对靠前；在低波阶段，满足胜率大于 60%且历史超额收益均值大于 1%的申万一级行业包括银行、非银金融、通信、有色金属。

图：低波动率阶段的大类风格表现



数据来源：Wind，东方红资产管理

图：低波动率阶段的行业表现



数据来源：Wind，东方红资产管理，图为相对万得全 A 的胜率和超额收益，历史数据不代表未来表现。

低波环境易低估尾部风险，因此应对策略方面，建议利用低成本对冲：在低波动期以较低成本为投资组合购买“保险”（对冲工具），同时为波动率回归做准备，利用哑铃策略应对不确定性。其理论基础在于策略两端资产相关性低，且均与经济基本面关联较弱（具逆周期属性），能有效分散风险、平滑波动。市场下跌时，稳定类资产缓冲损失；上涨时，小盘、成长股贡献弹性。统计显示，当指数波动率从低位均值回归时，未来 30 日走势取决于反转方向：向下反转（防御）：大盘、低市盈率风格占优，医疗、消费等板块或有相对收益；向上反转（进攻）：小盘、高市盈率风格占优，科技等成长板块胜率高。

关税反复仍是潜在外部风险。自 4 月 2 日遭遇所谓“对等关税”冲击后，A 股、港股已经普遍回升至该事件前水平。三季度需关注两个关键时点：美国 90 天对等关税暂缓期将于 7 月 8 日结束，中国缓冲期则于 8 月 10 日到期，相关博弈及潜在极限施压可能再度成为市场焦点。

尽管“对等关税”面临司法挑战，但作为特朗普的核心施政工具，其在财政压力下难以被轻易放弃。长期看，贸易政策主导权或仍由总统与国会掌控，特朗普或借其他法案（如以“国家安全”为名征税的 232 调查）发起新一轮关税攻势。后续中美博弈焦点将集中于 20% 的芬太尼关税，以及针对重点领域 232 调查，如半导体、电子等。

图：2019 年关税多次反复，大盘指数处于震荡区间



数据来源：Wind，东方红资产管理

三、风险与不确定性

1、**大国博弈风险**：地缘政治风险，以及经贸、科技、金融等方面的摩擦或制裁风险。

2、**美国货币政策超预期风险**：美联储不降息的风险以及引发局部金融市场动荡风险。

3、**经济增速下行超预期风险**：如果海外经济动能持续回落，存在外溢效应超预期风险。

风险提示：

本材料中所述内容仅供一般参考，不代表东方红资产管理的任何意见或建议，历史情况不代表未来表现，东方红资产管理不对任何依赖于本材料任何内容而采取的行为所导致的任何后果承担责任。本材料所载信息截止至2025年7月有效，前瞻性陈述具有不确定性风险。本材料知识产权归东方红资产管理所有，未经允许请勿转发、转载、截取或完整使用本材料所载内容。