

## 权益资产如何定价广谱利率下行

## ——2025 年中期策略展望

## 报告摘要:

- 21 年以来, 国债利率持续下行并跌破了长期震荡中枢 2.8%~4.5%; 与此同时, 一年期定期存款利率跌破 1%, 进入了低利率时代。
- 广谱利率下行如何影响权益资产? 市场此前一直存在一种惯性认知: 利率下行可以提升估值, 从而带来权益价格上涨。事实真是如此吗? 从海外国家的发展经验来看, “低利率”在什么条件下可以“拔估值”?
- 我们先从权益市场提估值的两种方式说起: 一种是加速增长或 ROE 上行阶段; 另一种是利率下行环境。然而, 并不是所有的利率下行环境中, 估值均会得到重估。
- 海外经验, 利率下行阶段, 什么时候能赚估值抬升的钱? 利率下行阶段的两种抬估值情形: 一种是利率正常化过程, 经济平稳增长, 估值回升, 如 80 年代; 另一种是大放水环境, 如 10 年代的德国、法国等; 但此时若经济持续走弱, 则利率下行并不能抬估值, 如 90 年代日本, 金融危机之后的英国、韩国、意大利、加拿大等。
- 利率下行能明显抬估值的情况多数是在流动性极宽松时(超宽松的流动性带来短期实际利率大幅回落), 但能否抬估值, 取决于基本面状态:  
(1) 流动性宽松、经济企稳但未显著复苏的环境, 利率下行将带来估值大幅抬升, 如 2012 年之后的日本、法德等欧洲国家。(2) 若复苏力度较大, 则估值上行, 利率也会在通胀预期推动下回升, 如疫情之后的美国。(3) 若经济通缩, 则盈利预期将推动估值继续下移, 如 90 年代的日本、10 年代的意大利和韩国等。
- 回到 A 股市场, 当前市场处于什么状态? 如何展望下半年三类资产? A 股当前 6%-7% 的 ROE 水平对应 2 倍附近的 PB 是相对合理的水平, 但不同行业状况可能会分化, 我们从三类资产的角度逐个分析。
- (1) 经济周期类资产: 目前估值处在相对合理区间, 当前国内逆周期调节力度来看, ROE 比较难显著回升, 三季度地方债到期高峰是政策观察窗口期。
- (2) 稳定类资产: 目前估值更低, 在长期利率中枢下行下有提升空间。从择时角度, 可以等待 6 月“逆风期”过后、拥挤度回到低位再配置。
- (3) 成长类资产: 成交集中度低位、下半年有短期脉冲的机会, 关注中报预期不错的方向。我们对 Q2 高景气、前瞻中报预期向好的子领域做出整理。结合估值位置, 在即将步入中报业绩交易期之际, 推荐关注: 海外 AI 算力链、对欧出口(摩托车/海风)、涨价链(存储/柴发)。
- 风险提示: 地缘政治冲突超预期, 全球通胀上行压力超预期, 美联储降息时间及幅度不及预期, 经济增长不及预期, 市场风险偏好下挫, 科技产业周期进展不及预期, 国内政策稳增长力度不及预期等。

分析师:

刘晨明



SAC 执证号: S0260524020001



010-59136616



liuchenming@gf.com.cn

分析师:

郑恺



SAC 执证号: S0260515090004



SFC CE No. BUU989



021-38003559



zhengkai@gf.com.cn

分析师:

李如娟



SAC 执证号: S0260524030002



020-66336563



lirujuan@gf.com.cn

分析师:

赵阳



SAC 执证号: S0260524030008



13079803372



gfzhaoy@gf.com.cn

分析师:

余可骋



SAC 执证号: S0260524030007



SFC CE No. BRU880



0755-82565905



yukecheng@gf.com.cn

分析师:

杨泽蓁



SAC 执证号: S0260524070003



021-38003800



yangzezhen@gf.com.cn

请注意, 李如娟、赵阳、杨泽蓁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

## 目录索引

一、从提估值的两种方式说起 .....	5
二、利率下行阶段，什么时候能赚估值的钱？ .....	8
（一）估值由 ROE 决定，还是由利率决定？ .....	8
（二）海外经验：利率下行阶段的两种抬估值情形 .....	11
（三）详细复盘：利率下行+估值抬升的全球案例 .....	13
三、回到 A 股，当前处于什么状态？ .....	19
（一）经济周期类资产：目前估值处在相对合理区间，以当前国内逆周期调节力度来看，ROE 比较难显著回升 .....	22
（二）稳定类资产：目前估值更低，在长期利率中枢下行的背景下仍有提升空间。从择时的角度，可以等待 6 月“逆风期”过后、拥挤度回到低位再配置 .....	25
（三）成长类资产：更偏交易性品种，关注中报预期不错的方向 .....	31
四、风险提示 .....	35

## 图表索引

图 1: 国内利率中枢进入下行通道 .....	5
图 2: 若股价运行至高位且增速边际走弱时, 可能面临“景气度陷阱” .....	6
图 3: 估值的利率与 ROE 敏感性 .....	7
图 4: 拥有持续、稳定盈利能力的资产, 可用现金流贴现模型进行定价, 通过 PB-ROE 估值模型计算出理论上的估值中枢 .....	7
图 5: 各主要国家市场指数 PB 与 ROE、PB 与利率的相关系数 (1980-2024 年) .....	8
图 6: 各主要国家市场指数 PB 与 ROE、PB 与利率的相关系数 (1980 年代-1990 年代) .....	9
图 7: 各主要国家市场指数 PB 与 ROE、PB 与利率的相关系数 (2000 年代) ...	9
图 8: 各主要国家市场指数 PB 与 ROE、PB 与利率的相关系数 (2010 年代) .	10
图 9: 各主要国家市场指数 PB 与 ROE、PB 与利率的相关系数 (2020 年代) .	11
图 10: 美国: 市场指数 PB、ROE 与 10 年期国债收益率 .....	13
图 11: 日本: 市场指数 PB、ROE 与 10 年期国债收益率 .....	14
图 12: 德国: 市场指数 PB、ROE 与 10 年期国债收益率 .....	15
图 13: 法国: 市场指数 PB、ROE 与 10 年期国债收益率 .....	15
图 14: 英国: 市场指数 PB、ROE 与 10 年期国债收益率 .....	16
图 15: 意大利: 市场指数 PB、ROE 与 10 年期国债收益率 .....	17
图 16: 加拿大: 市场指数 PB、ROE 与 10 年期国债收益率 .....	17
图 17: 韩国: 市场指数 PB、ROE 与 10 年期国债收益率 .....	18
图 18: A 股: PB、ROE 与 10 年期国债收益率 .....	19
图 19: 主要国家 PB—ROE 经验 .....	20
图 20: 目前全 A 估值处在一个相对合理的状态 .....	20
图 21: A 股主要行业 PB 与 ROE 情况 .....	21
图 22: 三类资产图表 .....	21
图 23: 必需消费成分股权重 .....	22
图 24: A 股 ROE 与 PPI 同比情况 .....	23
图 25: PPI 同比回升的背后往往是广义财政赤字率的显著回升 .....	23
图 26: 国债净融资超季节性 .....	24
图 27: 地方债净融资超季节性 .....	24
图 28: 收入增速和预算目标 .....	24
图 29: 支出增速和预算目标 .....	24
图 30: 地方债到期规模 .....	25
图 31: 1-5 月国债+地方债净融资 .....	25
图 32: 如果按当前速度, 8 月末就将会达到目标额度 .....	25
图 33: 针对不同无风险利率: 当无风险利率下降 20% 时, 理论估值的变化幅度 .....	26
图 34: 针对不同 ROE 水平: 当无风险利率下降 20% 时, 理论估值的变化幅度 .....	26
图 35: A 股: PB、ROE 与 10 年期国债收益率 .....	27

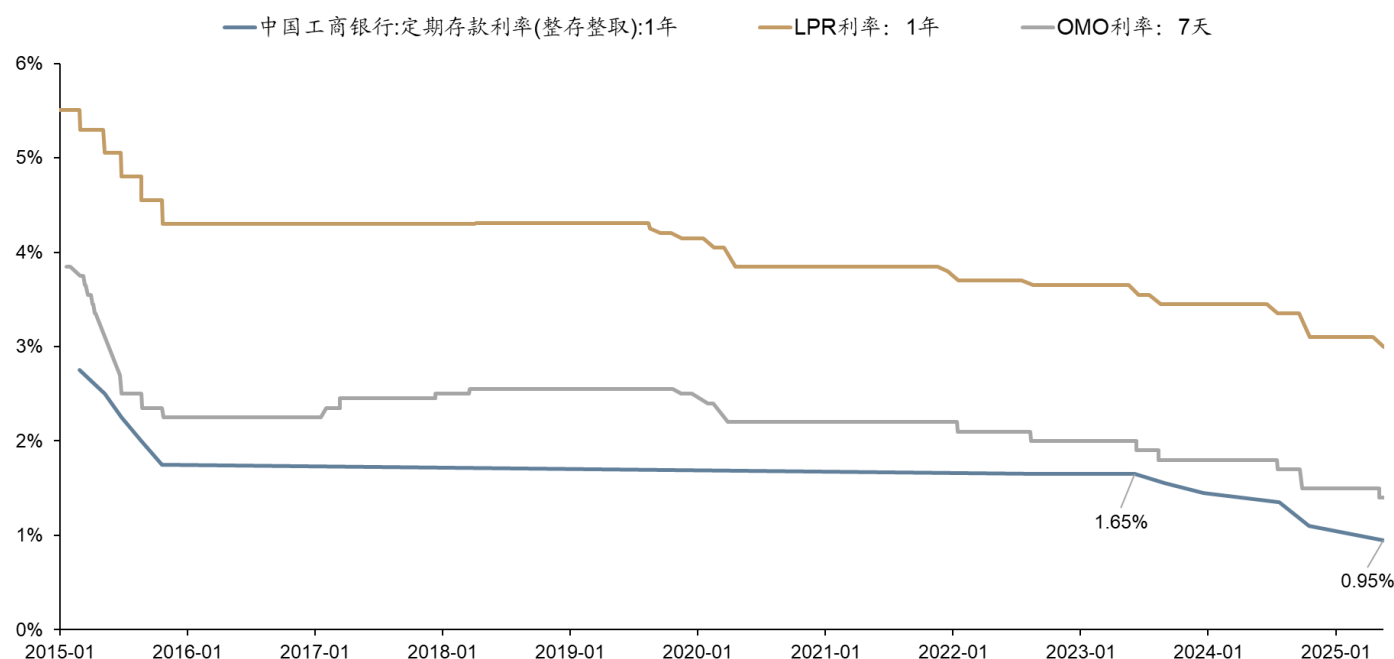
图 36: 国债利率从 3.2%到 2.2%(2021.1-2024.8)、再到 1.6%(2024.9-2025.2), A 股行业的估值与涨跌变化.....	28
图 37: 微盘股和中证红利是少数保持稳定斜率收益率的资产 .....	29
图 38: 红利指数的编制规与涨幅负相关关系 .....	29
图 39: 红利资产在 6 月表现较差 .....	30
图 40: 密集分红是红利资产 6 月逆风的重要原因 .....	30
图 41: 红利拥挤度.....	31
图 42: 当前 TMT 情绪仍然处在阶段性低位 .....	32
图 43: 景气成长类资产 Q2 景气度.....	33
图 44: Q2 景气线索, 哪些可以线性外推? .....	34
图 45: 各行业代表公司的估值情况 (wind 一致预期) .....	35
表 1: 加速增长与降速增长时的年度估值变化 (表中数值为各组年度 PB 变化的中位数) .....	6
表 2: 利率对估值影响的几种常见情形 .....	11
表 3: 各国分阶段的市场指数 PB 与 ROE、PB 与利率的相关系数汇总 .....	12
表 4: 各国或地区推出零利率、负利率、量化宽松的时间点 .....	13
表 5: 针对不同 ROE 与利率水平: 当无风险利率下降 20%时, 理论估值的变化幅度 .....	28

2021年以来，国债利率持续下行，并跌破了长期震荡中枢2.8%~4.5%；与此同时，一年期定期存款利率跌破1%，当前进入了低利率时代。

广谱利率下行如何影响权益资产？市场此前一直存在一种惯性认知：利率下行可以提升股票估值，从而带来权益价格上涨。

事实真是如此吗？从海外国家长期发展经验来看，“低利率”在什么条件下可以“拔估值”？

图 1：国内利率中枢进入下行通道



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 一、从提估值的两种方式说起

一般来说，提估值的方式有两种：一种是盈利上行阶段，估值提升；一种是低利率环境，估值重塑。

第一种情况：利润增速加速增长或ROE上行阶段，一般估值会上升，此时即期估值的高低不太重要；而降速增长或ROE下行阶段，一般估值会回落，此时容易面临“低估值陷阱”。

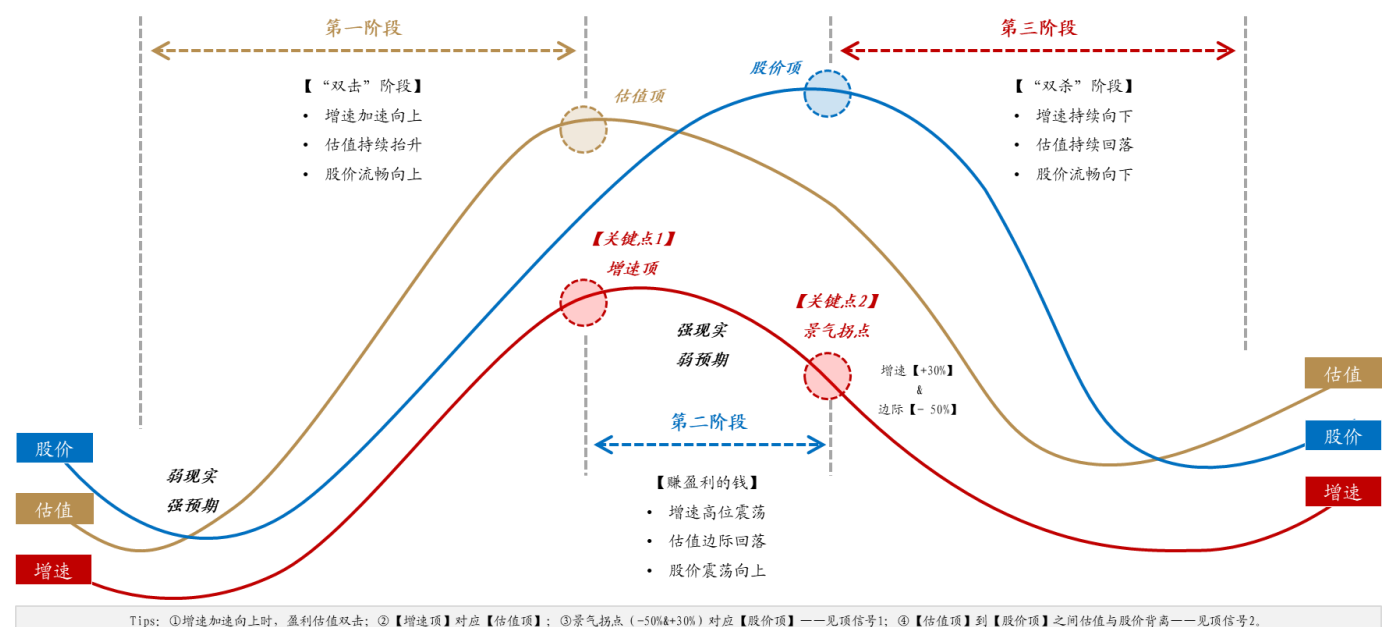
表 1：加速增长与降速增长时的年度估值变化（表中数值为各组年度PB变化的中位数）

增速方向	增速变化	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	中值	均值
加速	250%~300%	-15%	8%	130%	-41%	112%	-29%	-37%	5%	37%	24%	52%	-13%	-21%	-33%	19%	5%	-5%	-24%	-13%	-5%	8%
	150%~250%	-11%	42%	98%	-54%	139%	-2%	-39%	13%	29%	42%	41%	-19%	-17%	-31%	21%	8%	-9%	-17%	-2%	-2%	12%
	100%~150%	0%	51%	30%	-49%	-7%	0%	-37%	9%	16%	10%	11%	13%	-12%	-27%	6%	17%	-6%	-17%	9%	0%	2%
	75%~100%	31%	35%	67%	-55%	101%	-14%	-47%	9%	19%	27%	30%	-31%	-29%	-36%	17%	-20%	-1%	-32%	-23%	-1%	6%
	50%~75%	-23%	15%	95%	-54%	82%	-17%	-49%	-8%	21%	13%	26%	-27%	-15%	-46%	7%	-1%	-20%	-27%	-14%	-14%	-2%
	25%~50%	-31%	8%	70%	-59%	98%	-2%	-45%	-15%	16%	7%	30%	-27%	-30%	-35%	9%	8%	-9%	-21%	-19%	-9%	-2%
降速	-30%~-20%	-30%	20%	97%	-68%	43%	2%	-49%	-10%	-6%	3%	28%	-29%	-27%	-42%	-1%	-2%	-9%	-35%	-19%	-9%	-7%
	-40%~-30%	-40%	55%	43%	-59%	76%	-21%	-49%	-18%	2%	8%	34%	-29%	-30%	-44%	11%	7%	-14%	-25%	-26%	-18%	-6%
	-50%~-40%	-28%	32%	57%	-72%	22%	-6%	-49%	-15%	1%	2%	21%	-2%	-3%	-4%	-3%	-9%	-9%	-32%	-21%	-9%	-11%
	-60%~-50%	-40%	42%	58%	-71%	69%	-23%	-42%	-18%	16%	8%	17%	-28%	-23%	-46%	-3%	-3%	-14%	-32%	-31%	-18%	-9%
	-70%~-60%	-33%	37%	29%	-62%	54%	-15%	-49%	-13%	4%	3%	37%	-27%	-34%	-46%	14%	-15%	-9%	-31%	-11%	-13%	-9%
	-80%~-70%	-40%	29%	43%	-65%	54%	-15%	-43%	-13%	12%	-8%	35%	-31%	-37%	-47%	2%	-9%	-13%	-32%	-23%	-13%	-11%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。注：针对全市场 A 股进行统计，增速变化率（=当期/上期-1）的不同区间进行分组，表中数值为各组年度估值变化的中位数

如果从增长曲线来看，增速加速向上或ROE上行阶段，盈利估值可能双击（第一阶段）；但若股价运行至高位（第二阶段），且景气度出现拐点（绝对增速跌破30%或边际降幅大于50%）时，可能会面临“景气度陷阱”，甚至进入双杀阶段（第三阶段）。

图 2：若股价运行至高位且增速边际走弱时，可能面临“景气度陷阱”



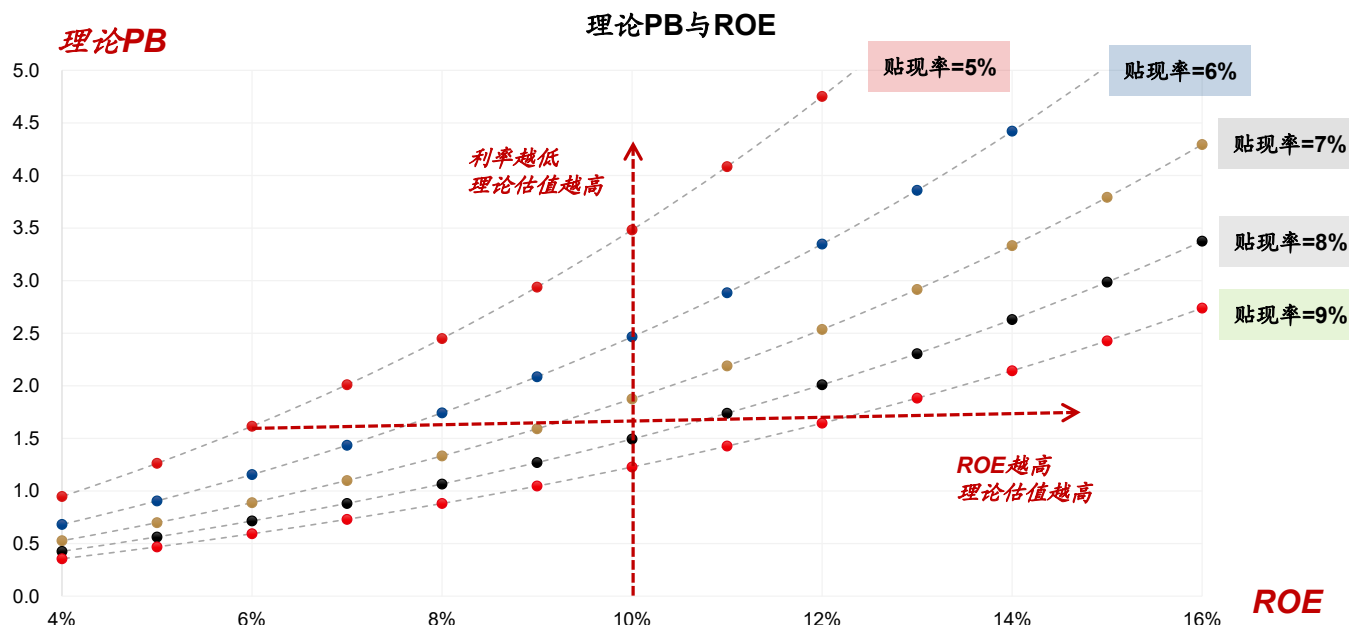
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心



**第二种：**利率下行环境中，估值也可能会重塑。我们做一个简单测算，假设资产一阶段增长 15 年、之后永续增长（增速 2%），模拟不同 ROE 水平与贴现率水平组合，所对应的估值水平。

一般来说，利率越低、理论估值越高；ROE 越高、理论估值越高。

图 3：估值的利率与ROE敏感性



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：拥有持续、稳定盈利能力的资产，可用现金流贴现模型进行定价，通过PB-ROE估值模型计算出理论上的估值中枢

一阶段增长  
(假设永续增长)

$$PB = \frac{P}{BV} = \frac{ROE * d * (1 + g)}{r - g}$$

$$PE = \frac{PB}{ROE} = \frac{d * (1 + g)}{r - g}$$

$$g = ROE * (1 - d)$$

二阶段增长  
(先增长后永续)

$$PB = ROE * \left\{ \frac{d_1 * (1 + g_1)}{r - g_1} * \left[ 1 - \left( \frac{1 + g_1}{1 + r} \right)^T \right] + \frac{d_2 * (1 + g_2)}{r - g_2} * \left( \frac{1 + g_1}{1 + r} \right)^T \right\}$$

三阶段增长  
(先高速增长后低速再永续)

$$PB = ROE * \left\{ \frac{d_1 * (1 + g_1)}{r - g_1} * \left[ 1 - \left( \frac{1 + g_1}{1 + r} \right)^{T_1} \right] + \frac{d_2 * (1 + g_2)}{r - g_2} * \left( \frac{1 + g_1}{1 + r} \right)^{T_1} * \left[ 1 - \left( \frac{1 + g_2}{1 + r} \right)^{T_2} \right] + \frac{d_3 * (1 + g_3)}{r - g_3} * \left( \frac{1 + g_1}{1 + r} \right)^{T_1} * \left( \frac{1 + g_2}{1 + r} \right)^{T_2} \right\}$$

数据来源：广发证券发展研究中心

## 二、利率下行阶段，什么时候能赚估值的钱？

那么，是不是所有的利率下行环境中，估值均会得到重估？我们进一步拆解海外市场过去几十年的历史经验。

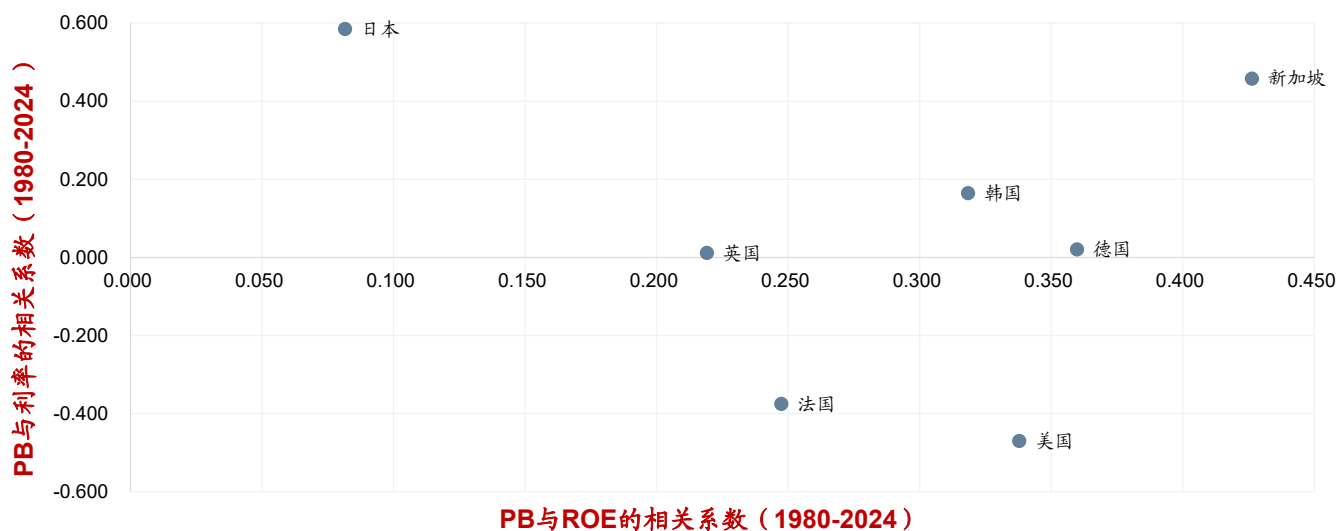
### （一）估值由 ROE 决定，还是由利率决定？

首先，从估值的公式出发：估值分子端，由 ROE 决定；估值分母端，由利率和风险溢价决定。

各国来看，1980-2024 年，估值与 ROE 有较明确的正相关性；但估值与利率的关系不明确，有正相关的（比如日本、新加坡），也有相关性弱的（比如英国、德国），也有负相关的（比如美国、法国）。

从海外复盘可以看到：（1）各个国家利率对估值的影响方向并不是固定的；（2）利率下行阶段，并不一定对应着估值抬升；（3）同理，利率上行阶段，也不一定对应着估值收缩。

图 5：各主要国家市场指数 PB 与 ROE、PB 与利率的相关系数（1980-2024 年）



数据来源：Datastream，广发证券发展研究中心

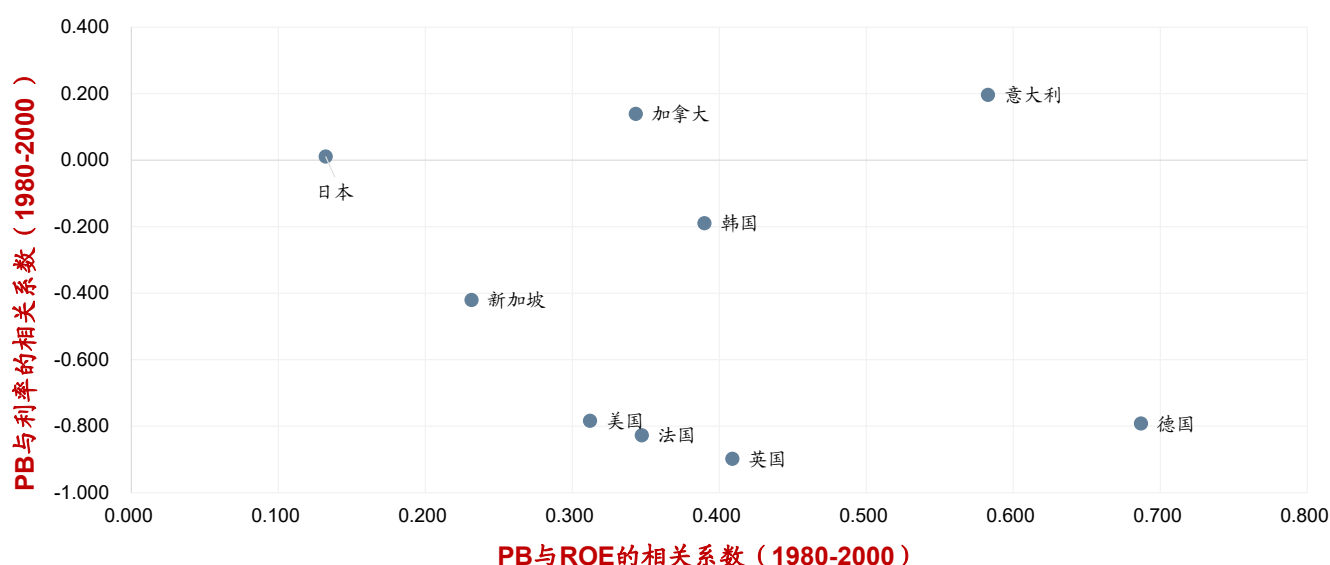
分阶段来看，不同年代和宏观环境，各国表现出的规律性并不一致。

（1）1980 年代-1990 年代是利率回归正常化过程中，实际短期利率和通胀预期均较高，其下行对估值的边际提升作用明显，因此这个阶段各个国家的估值与利率多数呈现负相关性或相关性较弱。

日本例外，1980 年代估值与利率的相关系数也很显著，为-0.83；但 1990 年代经济下行速度更快（分子端作用大于分母端），相关系数为+0.60。



图 6：各主要国家市场指数PB与ROE、PB与利率的相关系数（1980年代-1990年代）

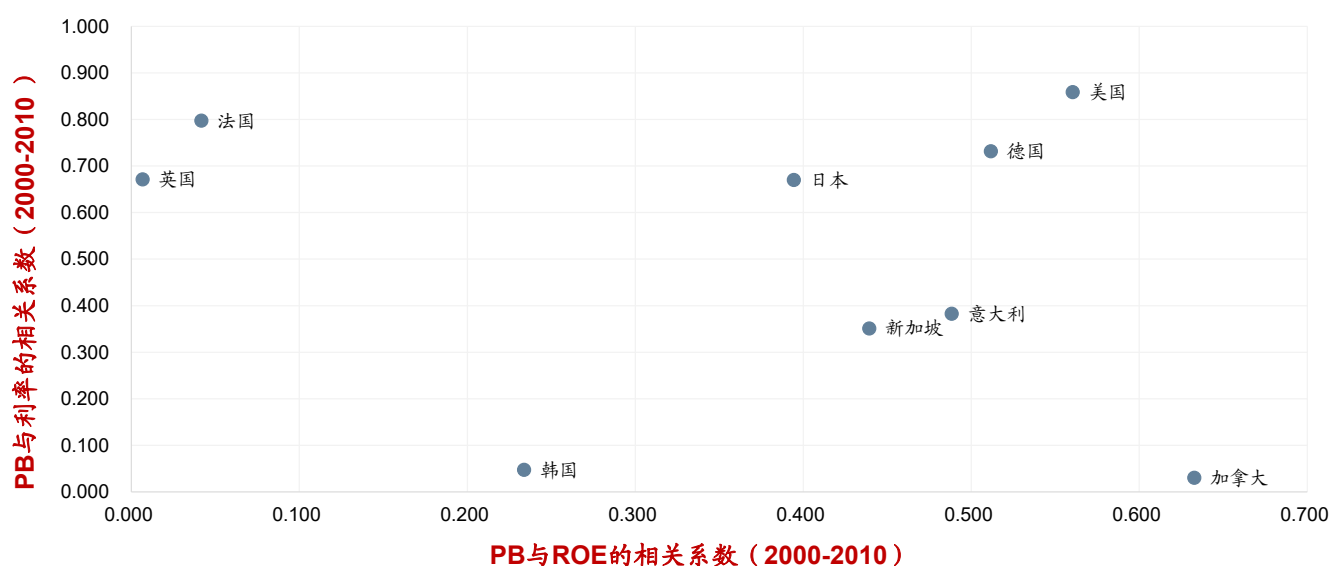


数据来源：Datastream，广发证券发展研究中心

（2）2000 年代与 1980 年代-1990 年代差异比较大，各国家的估值水平与利率多数呈现明显的正相关性。

这是由于这个阶段各国家的利率基本回归到正常、稳定状态，美、英、法、德的国债利率中枢均在 4% 左右。此时基本面变化，同时作用于估值的分子端（EPS）和分母端（实际利率预期），且分子端的敏感度开始高于分母端，这就造成了估值与利率同向变化的情况。

图 7：各主要国家市场指数PB与ROE、PB与利率的相关系数（2000年代）

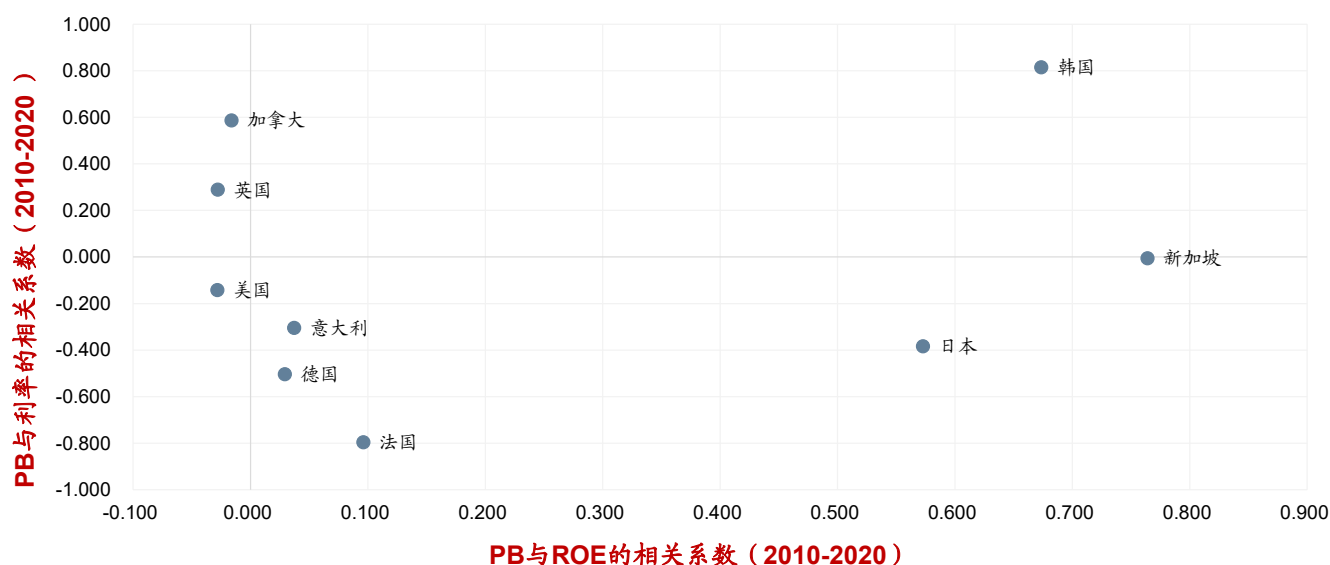


数据来源：Datastream，广发证券发展研究中心

(3) 2010 年之后，估值与利率的关系再次发生变——欧洲、日本的估值体系与利率再度呈现负相关性。

这个阶段宏观因素发生了变化，经济缺乏新增长点以及欧债危机爆发，使得发达国家实施财政货币化，过剩的流动性压低了实际短期利率，同时也一定程度缓和了危机、降低了期限溢价，使得估值得到抬升；也因此，市场对央行货币政策变化的敏感度和依赖度大大提升。

图 8：各主要国家市场指数PB与ROE、PB与利率的相关系数（2010年代）

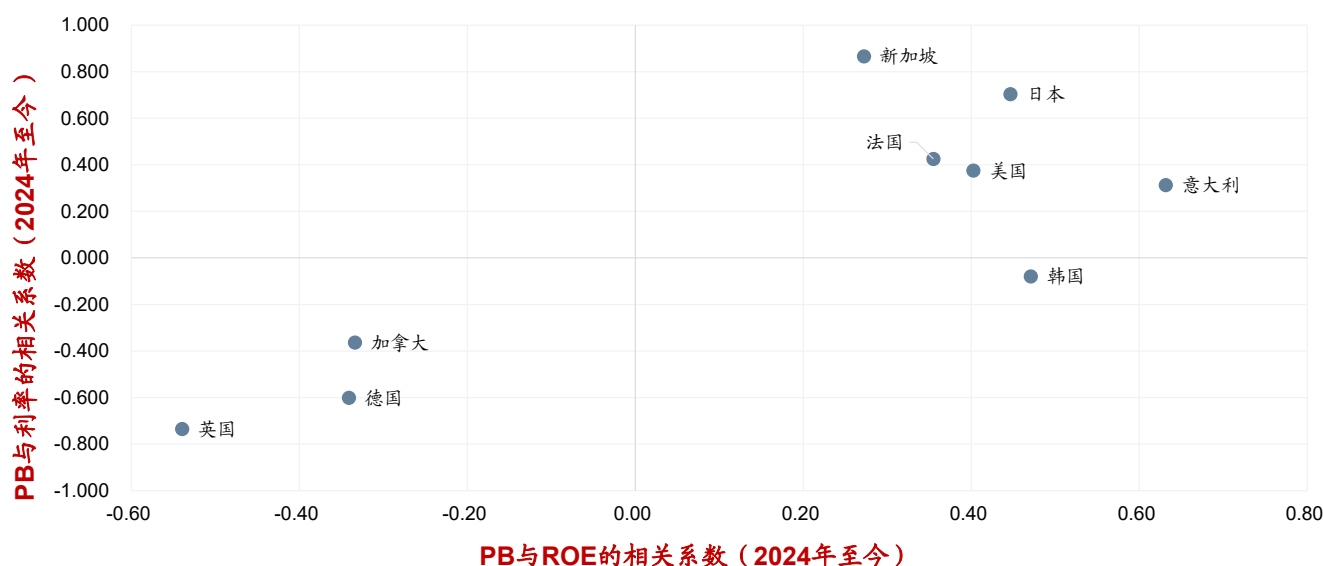


数据来源：Datastream，广发证券发展研究中心

(4) 2020 年至今，估值与利率的关系两极化——英德等国维持负相关性、美日等国正相关性加强。

这个阶段，美国经济一枝独秀、日本走出通缩，这两个国家基本面同时决定了利率和估值的方向；而欧洲分化较大，英国以金融业为主、德国以制造业为主，经济对利率的敏感度高，呈现负相关性，而法国、新加坡等服务业国家，基本面较好，此时估值与利率则呈现正相关性。

图 9：各主要国家市场指数PB与ROE、PB与利率的相关系数（2020年代）



数据来源：Datastream，广发证券发展研究中心

## （二）海外经验：利率下行阶段的两种抬估值情形

利率下行对估值的影响，要从利率的三个构成因素说起：短期实际利率的预期（取决于对经济增长或货币政策路径的预期）、通胀预期（长期通胀预期，各国央行锚定在 2% 左右）、期限溢价（对未来的风险补偿，包括宏观政策、债券供给等）。

我们从利率的构成（短期实际利率的预期、通胀预期、期限溢价）以及几个核心影响因素（经济增长、通胀预期、货币政策、债券供给等）出发，梳理了利率对估值影响的几种常见情形，如下表：

表 2：利率对估值影响的几种常见情形

利率方向	经济增长	通胀预期	流动性	估值变化	背后含义	典型案例
上行	上行	回升	适中	提升	分子端（盈利）定价：经济强劲增长，带来通胀和利率回升，此时估值分子端定价权重更大	一般是在经济周期回升且未过热阶段
	平稳	回落	紧缩	回落	分母端（期限溢价和风险偏好）定价：政策环境、债券供给等因素带来期限溢价上行，进一步导致利率脱离基本面上行	2019年9月、2023年8-10月美国发债冲击
	【1】上行	回落	适中	提升	分母端（通胀预期）定价：通胀和利率正常化过程，经济走出高通胀或滞胀的环境，估值得到修复	1980年代-1990年代的美国；2023年之后的美国
下行	【2】平稳	回升	宽松	提升	分母端（短期实际利率预期）定价：超宽松的流动性带来短期实际利率大幅回落，甚至为负	危机之后的大放水（负利率、QE），比如欧债危机之后的欧洲、疫情之后的全球、实施负利率之后的日本
	【3】衰退	通缩	宽松	回落	分子端（盈利）定价：经济出现严重衰退和通缩，宽松环境不足以扭转预期	1990年代的日本；2010年代的意大利等欧洲国家和加拿大等国

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从海外经验来看，利率下行阶段能够抬估值的情形主要有两种：

一种是利率正常化过程，利率跟随高通胀回落，经济平稳增长，估值回升，如 1980 年代；

另一种是危机模式之后的大放水，如 2010 年代的欧洲，但此时若经济严重回落，则利率下行并不一定能抬升估值，比如 1990 年代的日本。

表 3：各国分阶段的市场指数 PB 与 ROE、PB 与利率的相关系数汇总

年代		2020-2024	2010-2020	2000-2010	1980-2000	1980-2024	
美国	PB与ROE的相关系数	0.40	-0.03	0.56	0.31	0.34	
	PB与利率的相关系数	0.38	-0.14	0.86	-0.78	-0.47	
	10年期国债均值	2.73	2.38	4.43	8.49	5.52	
日本	PB与ROE的相关系数	-0.54	0.57	0.39	-0.75	0.50	0.08
	PB与利率的相关系数	-0.74	-0.38	0.67	-0.83	0.60	0.58
	10年期国债均值	2.43	0.47	1.44	6.42	3.94	2.69
英国	PB与ROE的相关系数	-0.34	-0.03	0.01	0.41	0.22	
	PB与利率的相关系数	-0.60	0.29	0.67	-0.90	0.01	
	10年期国债均值	1.09	2.02	4.66	9.55	5.92	
德国	PB与ROE的相关系数	0.45	0.03	0.51	0.69	0.36	
	PB与利率的相关系数	0.70	-0.50	0.73	-0.79	0.02	
	10年期国债均值	0.39	1.09	4.16	7.04	4.35	
法国	PB与ROE的相关系数	0.35	0.10	0.04	0.35	0.25	
	PB与利率的相关系数	0.42	-0.80	0.80	-0.83	-0.38	
	10年期国债均值	1.56	1.56	4.27	9.21	5.48	
意大利	PB与ROE的相关系数	0.63	0.04	0.49	0.61	0.58	
	PB与利率的相关系数	0.31	-0.30	0.38	-0.56	0.20	
	10年期国债均值	2.65	3.18	4.54	12.27	7.35	
新加坡	PB与ROE的相关系数	0.27	0.76	0.44	0.23	0.43	
	PB与利率的相关系数	0.56	-0.01	0.35	-0.42	0.46	
	10年期国债均值	2.28	2.14	3.19	4.69	2.71	
韩国	PB与ROE的相关系数	0.47	0.67	0.23	0.39	0.32	
	PB与利率的相关系数	-0.08	0.82	0.05	-0.19	0.16	
	10年期国债均值	2.76	2.94	5.81	13.10	7.06	
加拿大	PB与ROE的相关系数	-0.33	-0.02	0.63	-0.13	0.34	
	PB与利率的相关系数	-0.36	0.59	0.03	-0.84	0.14	
	10年期国债均值	2.33	2.05	4.53	9.40	5.82	

数据来源：Datastream，广发证券发展研究中心

利率与估值呈现显著负相关性的阶段多数是在流动性极度宽松的时候。但能否抬估值，取决于基本面的状态：

（1）若基本面持续下行或长期处于通缩状态，如 1990 年代的日本、2010 年代的意大利等，则估值很难获得抬升；

（2）若基本面边际企稳，走平不再下滑，则一般估值能获得抬升，如 2012 年之后的日本、法德等欧洲国家；

（3）但若复苏力度较大，则估值会跟随上行，利率同样也会在通胀预期的推动下开始回升，如疫情之后的美国、欧洲。

下表我们统计了各国或地区推出零利率、负利率、量化宽松的时间点，在后文的案例分析中，我们看到估值、利率，甚至基本面的走势，都与这些时点密切相关。

表 4：各国或地区推出零利率、负利率、量化宽松的时间点

国家	零利率推出时间	当时的 10Y 利率	负利率推出时间	当时的 10Y 利率	量化宽松推出时间	当时的 10Y 利率
日本	1999 年 2 月	2.0%	2016 年 1 月	0.1%	2010 年 10 月	1.0%
欧元区	2008 年 10 月	4.4%	2014 年 6 月	2.3%	2015 年 3 月	1.0%
瑞士	2008 年 12 月	2.2%	2014 年 12 月	0.4%	2009 年 3 月	2.2%
瑞典	2009 年 7 月	3.4%	2014 年 7 月	1.6%	2009 年 2 月	2.9%
丹麦	2012 年 7 月	1.1%	2012 年 7 月	1.1%	2009 年 1 月	3.4%
英国	2009 年 3 月	3.2%	-	-	2009 年 3 月	3.2%
美国	2008 年 12 月	2.2%	-	-	2008 年 11 月	2.9%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### （三）详细复盘：利率下行+估值抬升的全球案例

#### （1）美国 1980 年代-1990 年代，通胀回落、利率正常化过程中，估值抬升。

期间，美债利率的下行主要来自几个方面原因：一是商品价格持续回落，1980 年代以来，商品通胀见顶，1990 年代，商品持续低迷，通胀预期进一步降低，推动美债利率持续下行；二是美国政府财政状况好转，减少了对债务融资的依赖，降低了新发行国债的规模，推动美债价格上涨，利率下行。

图 10：美国：市场指数PB、ROE与10年期国债收益率



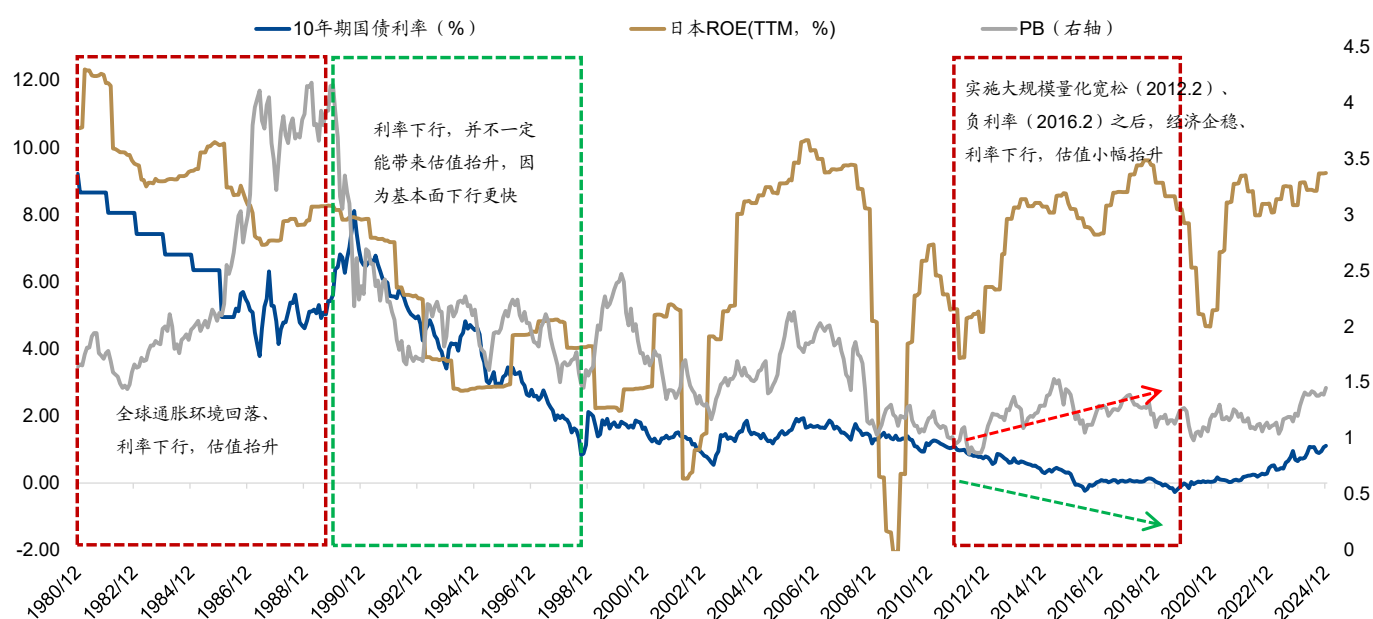
数据来源：Datastream，Wind，广发证券发展研究中心

(2) 日本利率下行+估值抬升的案例有两段：1980 年代、2012 年之后，也有反例，比如 1990 年代。

一段是在 1980 年代，全球通胀回落、利率正常化过程中，估值逐步抬升；另一段是在 2012 年实施大规模量化宽松、设定 1%通胀目标、特别是 2016 年 1 月实施负利率之后，经济边际企稳、利率下行，估值抬升。

但是利率的下行并不一定能带来估值抬升，因为基本面可能下行更快，比如 1990 年代的日本。

图 11：日本：市场指数PB、ROE与10年期国债收益率



数据来源：Datastream, Wind, 广发证券发展研究中心

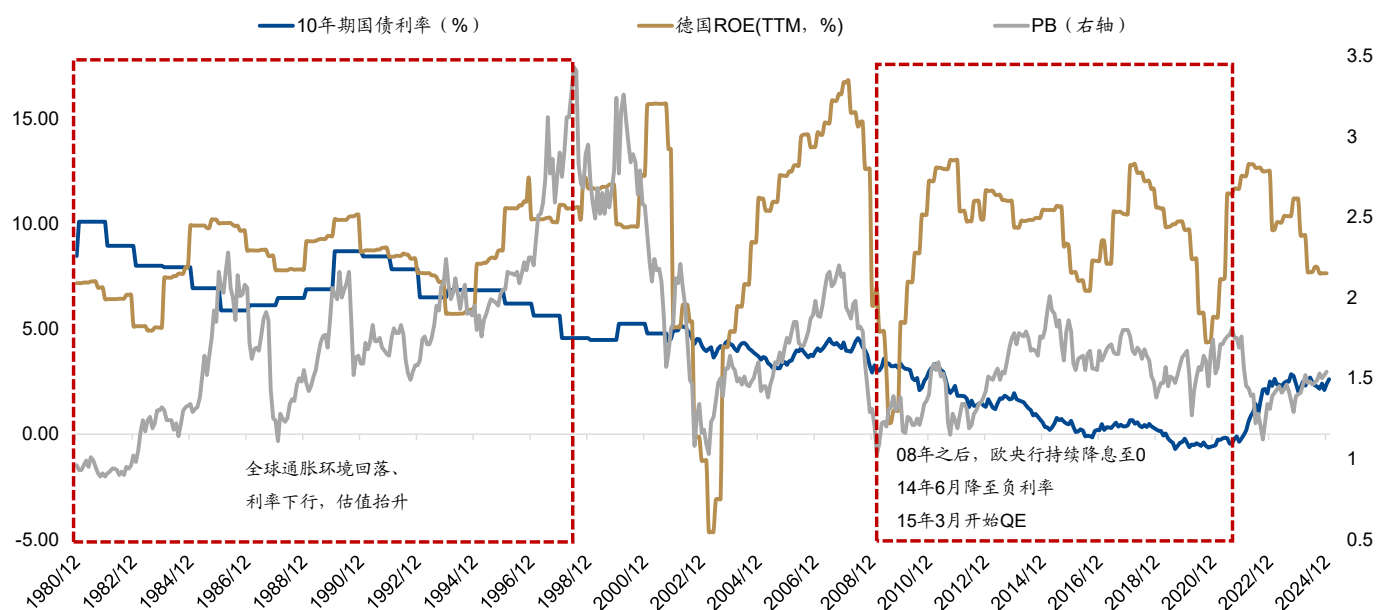
(3) 德国利率下行+估值抬升的案例有两段：1980 年代-1990 年代、金融危机之后。

一段同样是在 1980 年代-1990 年代，全球通胀回落、利率正常化过程中，估值逐步抬升，全球主要发达国家市场在这段时间的估值走势都类似；

另一段是在金融危机之后，欧央行利率从 4.25% 降至接近零的水平，并在 2014 年进一步降至负利率，2015 年开始实施量化宽松，随着利率下移，估值中枢小幅抬升。



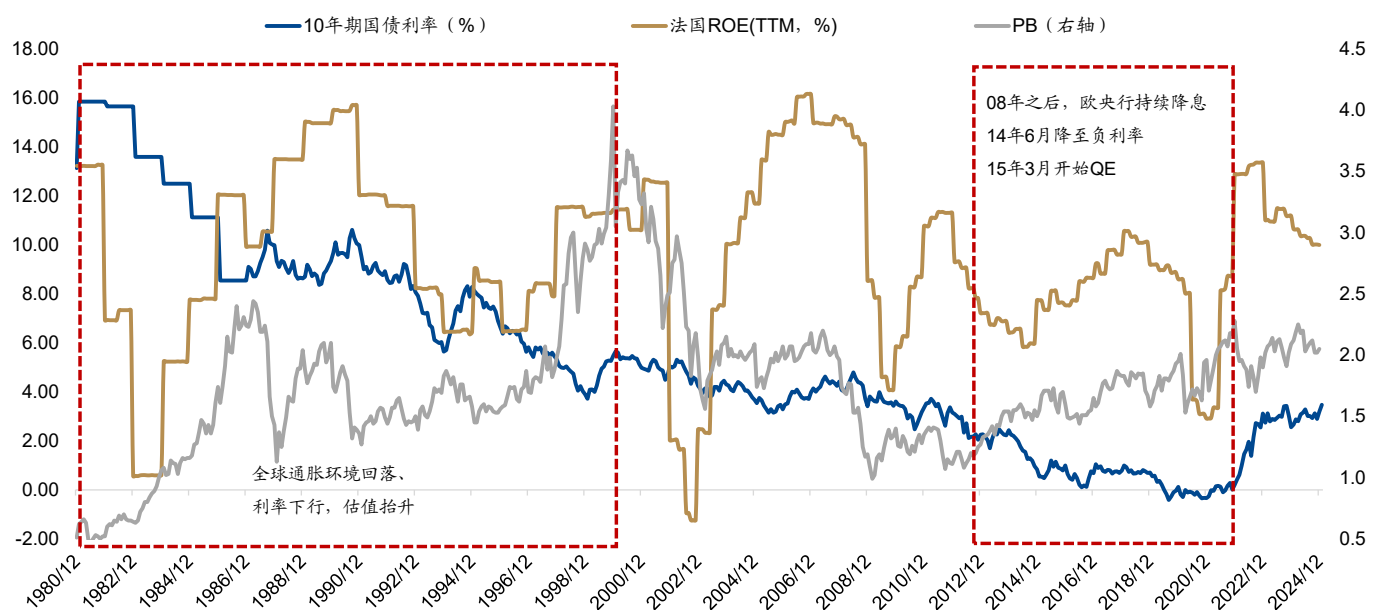
图 12: 德国: 市场指数PB、ROE与10年期国债收益率



数据来源: Datastream, Wind, 广发证券发展研究中心

(4) 法国利率下行+估值抬升的案例也有两段: 1980 年代-1990 年代、金融危机之后。一段同样是在 1980 年代-1990 年代, 全球通胀回落、利率正常化过程中, 估值逐步抬升; 另一段是在金融危机之后的负利率与量化宽松阶段。2014 年, 欧元区调和 CPI 同比降至负值, 开始实施负利率政策和量化宽松, 缓解了通缩风险, 但复苏力度有限且分化较大, 德法等国基本面修复情况较好。

图 13: 法国: 市场指数PB、ROE与10年期国债收益率



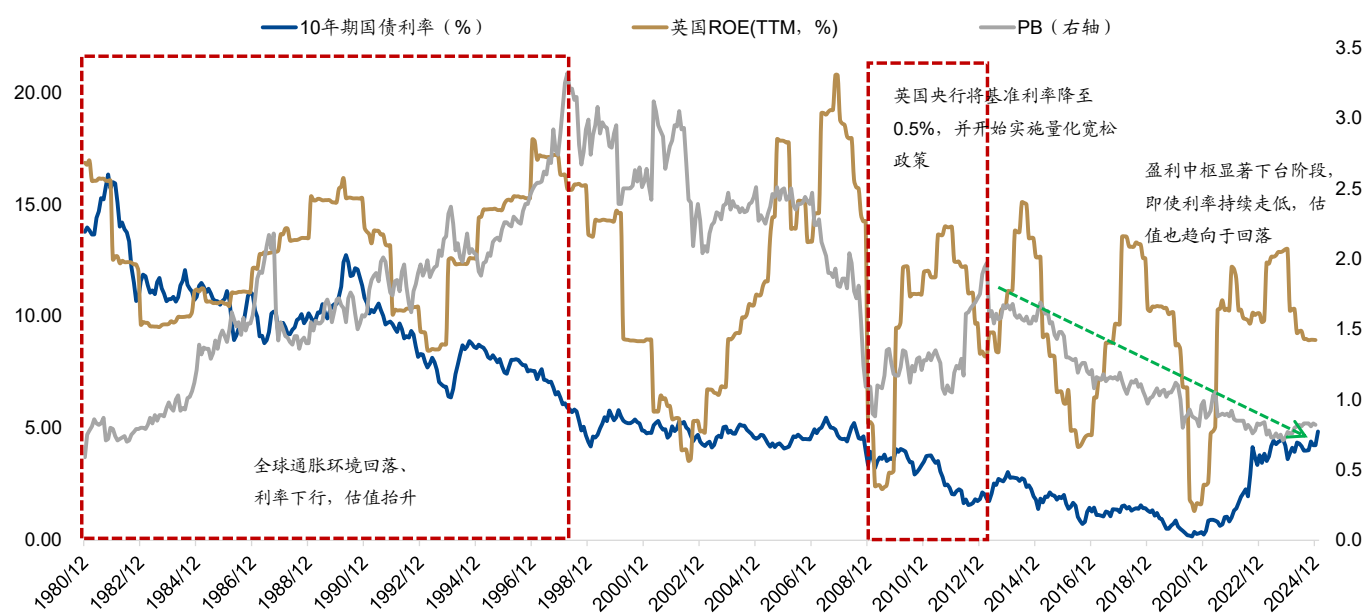
数据来源: Datastream, Wind, 广发证券发展研究中心

(5) 英国利率下行+估值抬升的案例有两段：1980年代-1990年代、2009年-2012年，2013年之后是反例。

英国利率下行+估值抬升的有两段一段是在1980年代-1990年代，另一段是在金融危机之后，2009年-2012年的量化宽松阶段。

而在2013年之后，由于盈利中枢显著下台阶，即使由于宽松货币政策导致利率持续走低，但估值也趋向于回落。

图 14：英国：市场指数PB、ROE与10年期国债收益率

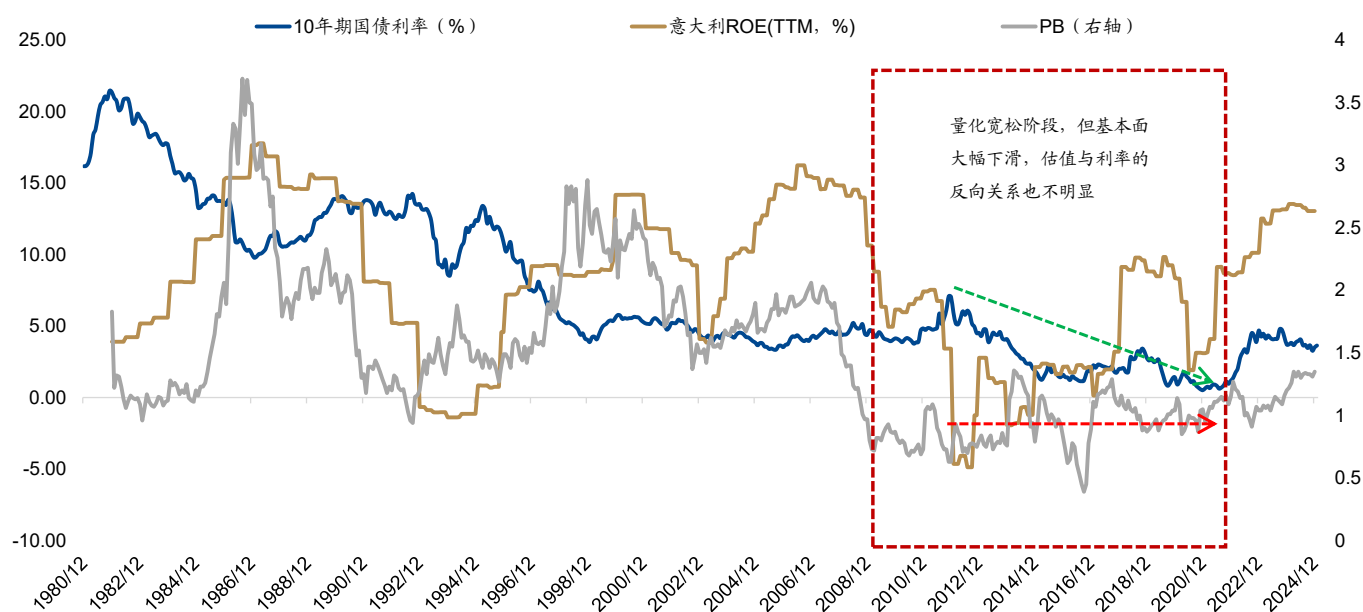


数据来源：Datastream, Wind, 广发证券发展研究中心

(6) 意大利股市是一个反例，即使在2014年之后的负利率与量化宽松阶段，估值与利率的反向关系也不明显。

这是由于意大利是欧债危机的重灾区，经济复苏较慢，基本面预期与通胀预期继续压制利率和估值的表现，估值持续回落至2016年。

图 15：意大利：市场指数PB、ROE与10年期国债收益率

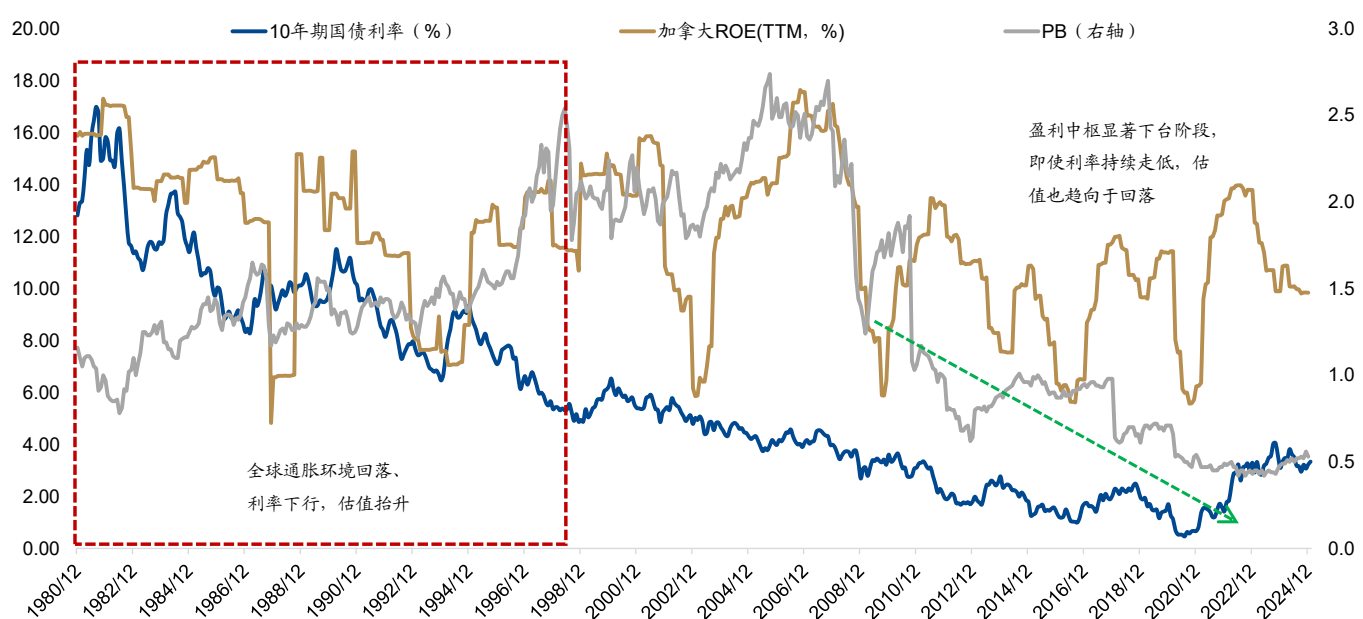


数据来源：Datastream, Wind, 广发证券发展研究中心

(7) 加拿大也是一个反例，特别是金融危机之后，估值随着利率持续走低。

加拿大比较持续的利率下行+估值抬升阶段是在 1980 年代-1990 年代；而在金融危机之后，估值随着利率下行而回落，呈现强正相关性，主要是因为整体的盈利中枢在下台阶，估值分子端的影响更大。

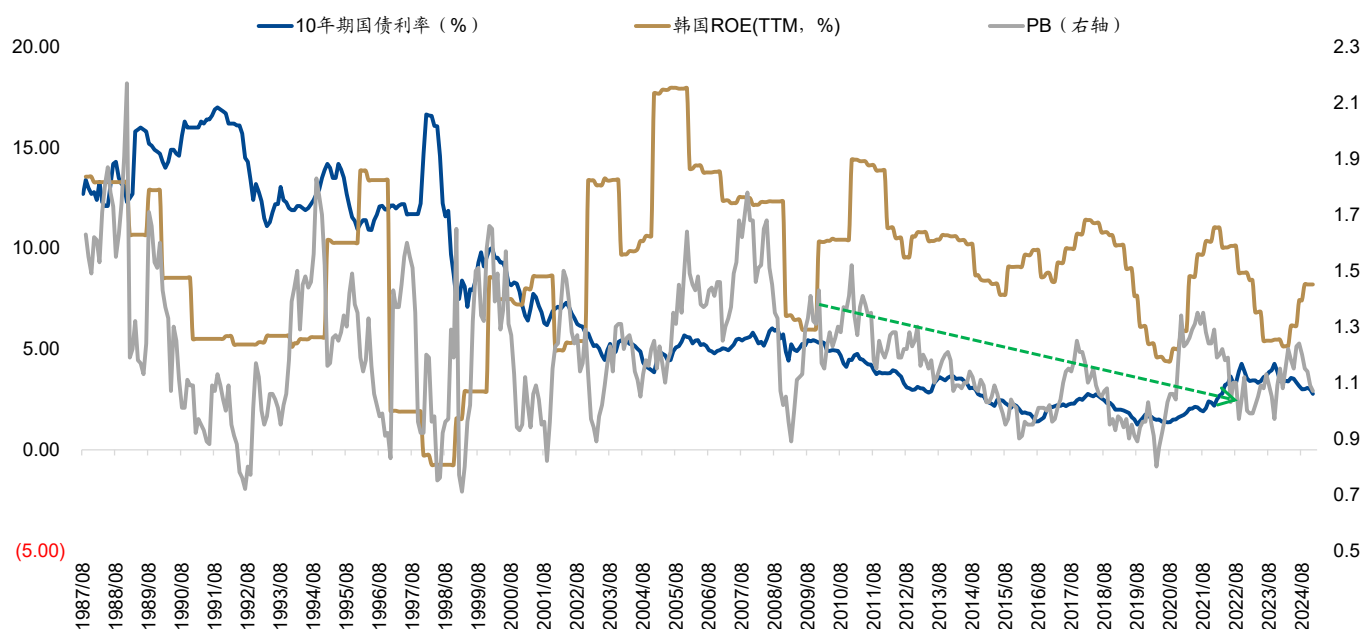
图 16：加拿大：市场指数PB、ROE与10年期国债收益率



数据来源：Datastream, Wind, 广发证券发展研究中心

(8) 韩国过去未出现过明显的利率下行+估值抬升的阶段。估值、利率、基本面，多数时候呈现同向变动的走势。

图 17：韩国：市场指数PB、ROE与10年期国债收益率



数据来源：Datastream, Wind, 广发证券发展研究中心

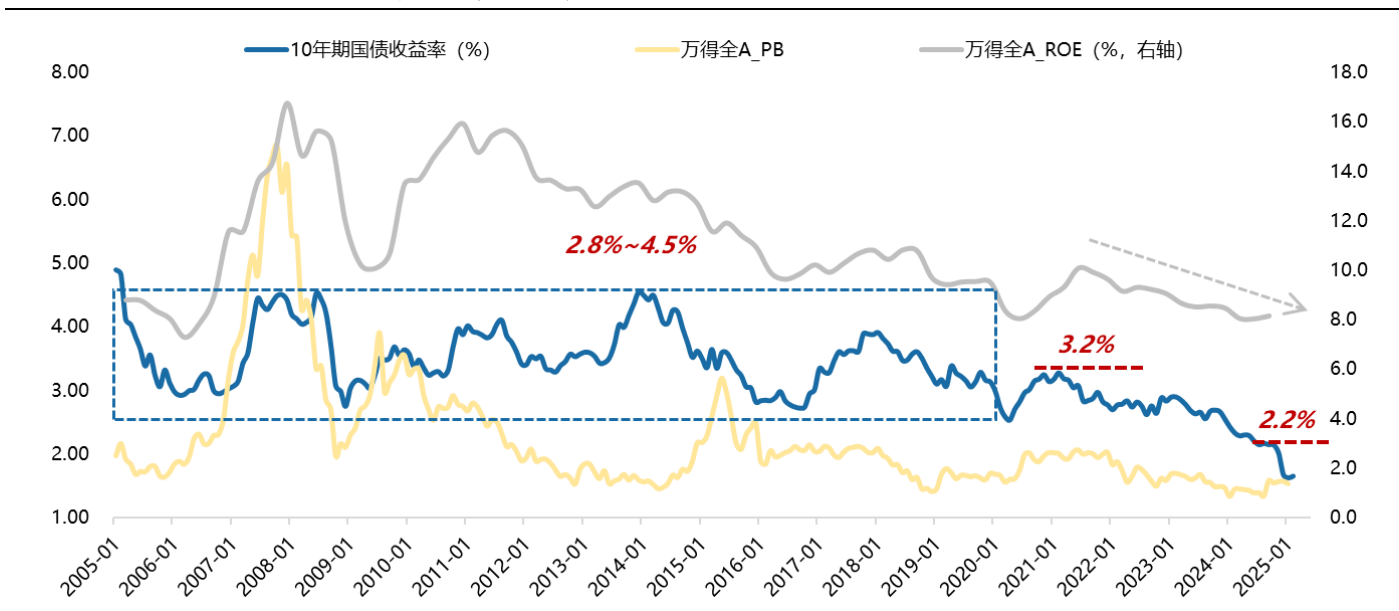
总结来说，利率下行带来估值抬升的情形，一般是发生在流动性极度宽松（0 利率、负利率、QE）、经济企稳但未显著复苏的环境。

若复苏力度较大，则估值上行，利率也会在通胀预期的推动下开始回升；若经济通缩、基本面下台阶，则盈利前景与通胀预期将推动估值继续下移。

### 三、回到 A 股，当前处于什么状态？

过去几年无论是利率中枢还是估值中枢，都有明显的下移；如果单独考虑利率的变化、或者单独考虑PB的历史分位数，都很难做出令人信服判断。

图 18：A股：PB、ROE与10年期国债收益率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从海外的经验来看，稳态的ROE与PB中枢有着长期稳定的对应关系：科技/卫生保健>必需消费>可选消费/工业/电信>基本材料/能源>公用事业>金融。

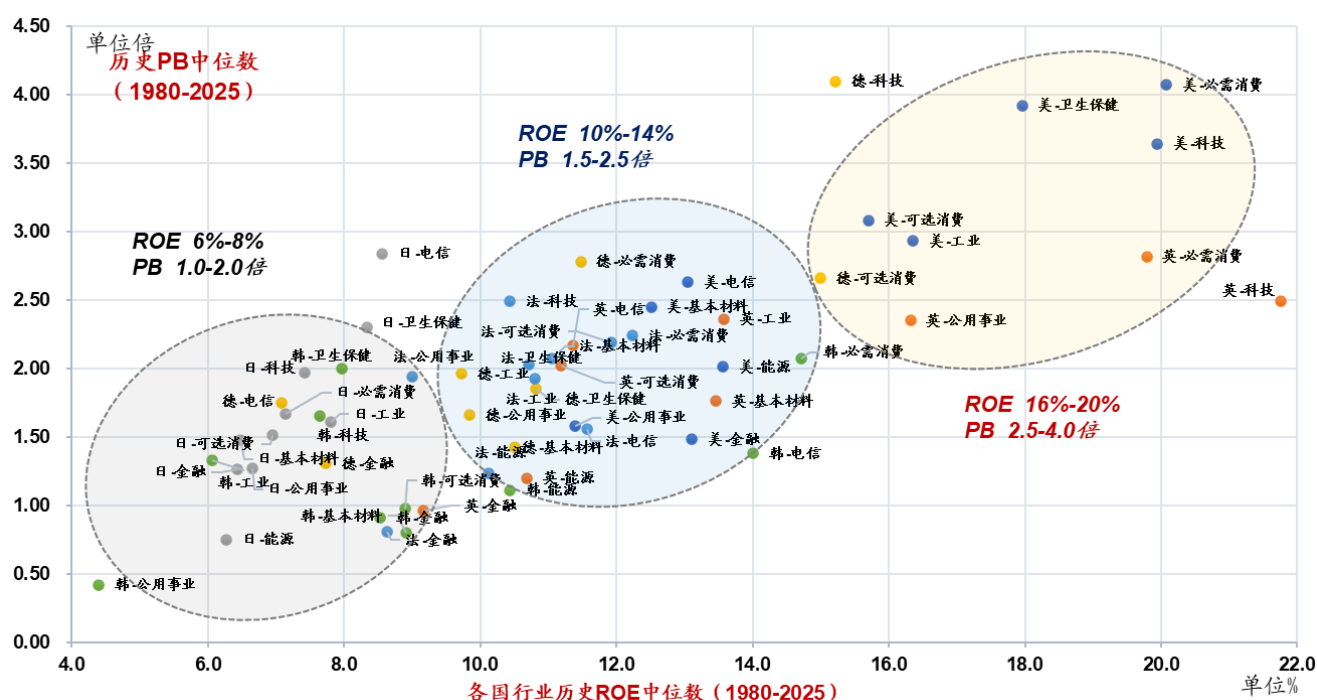
(1) ROE 位于16%-20%，对应PB 2.5倍-4.0倍。例如美国科技、美国卫生保健、英国必需消费、美国工业、美国可选消费、英国公用事业、德国科技等；

(2) ROE 位于10%-14%，对应PB 1.5倍-2.5倍。例如美国公用事业、美国电信、英国可选消费、法国必需消费、法国卫生保健、德国工业、韩国必需消费等；

(3) ROE 位于6%-8%，对应PB 1.0倍-2.0倍。例如韩国可选消费、韩国金融、日本必需消费、日本可选消费、日本工业、日本科技、英国金融、德国金融等。

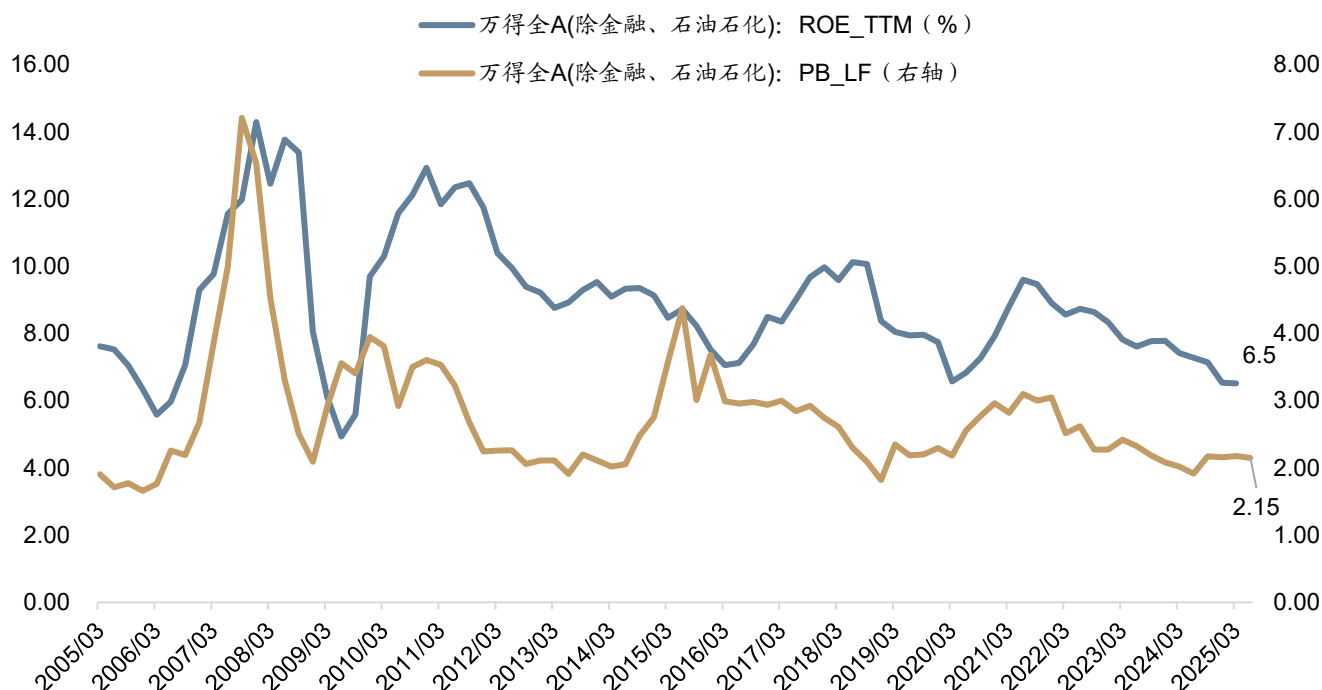
对应A股目前的情况来看，当前6%-7%的ROE水平对应2倍附近的PB是相对合理的水平，但不同行业状况可能会分化，我们从三类资产的角度逐个分析。

图 19：主要国家PB—ROE经验



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，数据截至 20250620

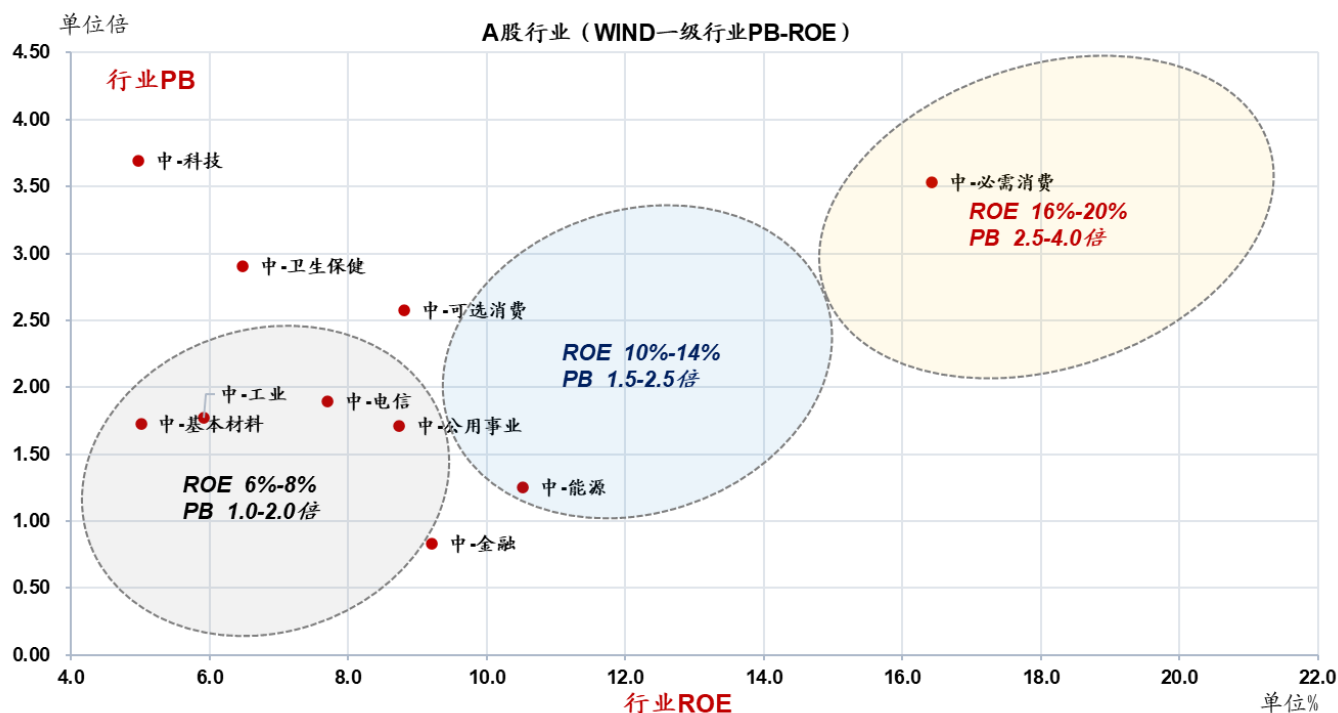
图 20：目前全A估值处在一个相对合理的状态



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，数据截至 20250620



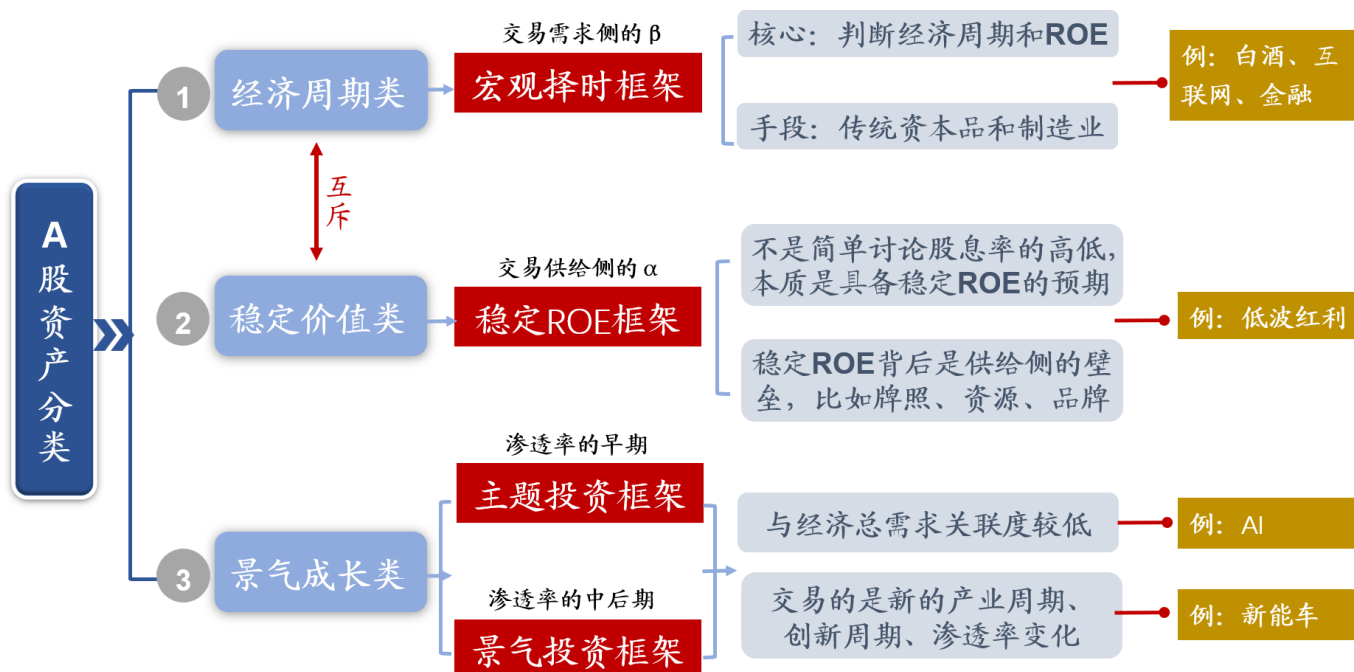
图 21: A股主要行业PB与ROE情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 数据截至 20250620

那么当前三类主要资产的估值能否进一步拔升, 我们分情况来看。

图 22: 三类资产图表



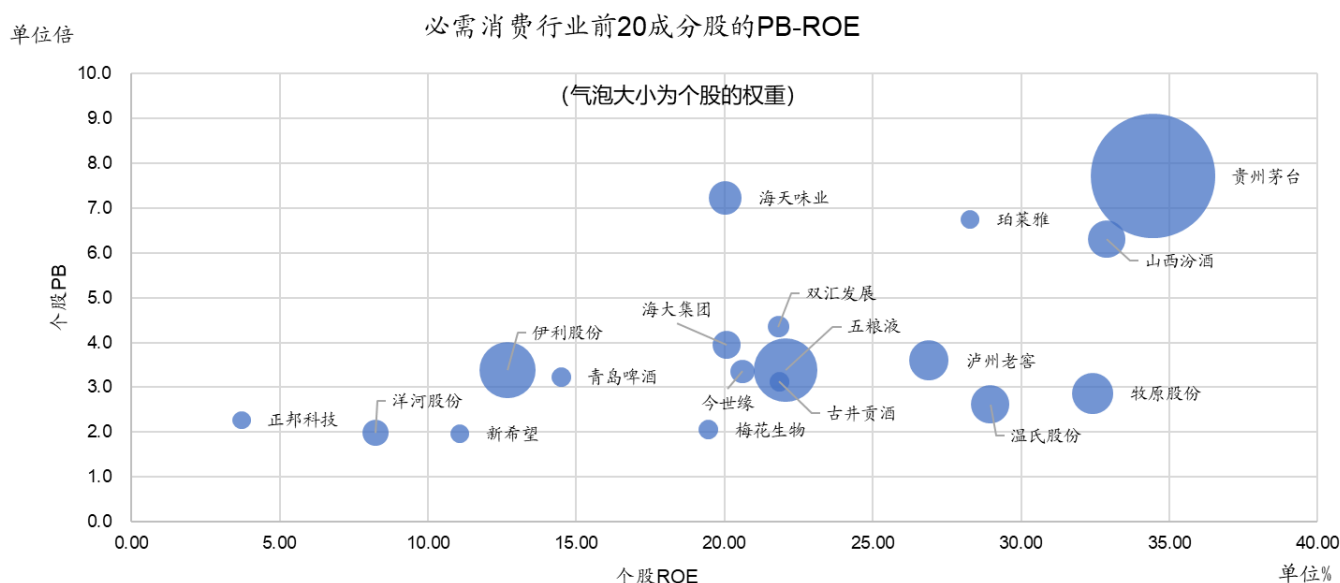
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### （一）经济周期类资产：目前估值处在相对合理区间，以当前国内逆周期调节力度来看，ROE 比较难显著回升

从上图的表格来看，经济周期类资产（比如工业、基本材料、可选消费、必需消费等行业）处在1-2倍PB相对合理的估值区间。

这里需要注意的是，必需消费作为“异常值”处在右上角。这源于其成分股中，贡献主要来自白酒（茅台权重29%、五粮液7.6%、伊利5.9%），前20大权重占比68%。若这部分消费资产的盈利能力能够维持，则当前的市场定价基本合理。

图 23：必需消费成分股权重

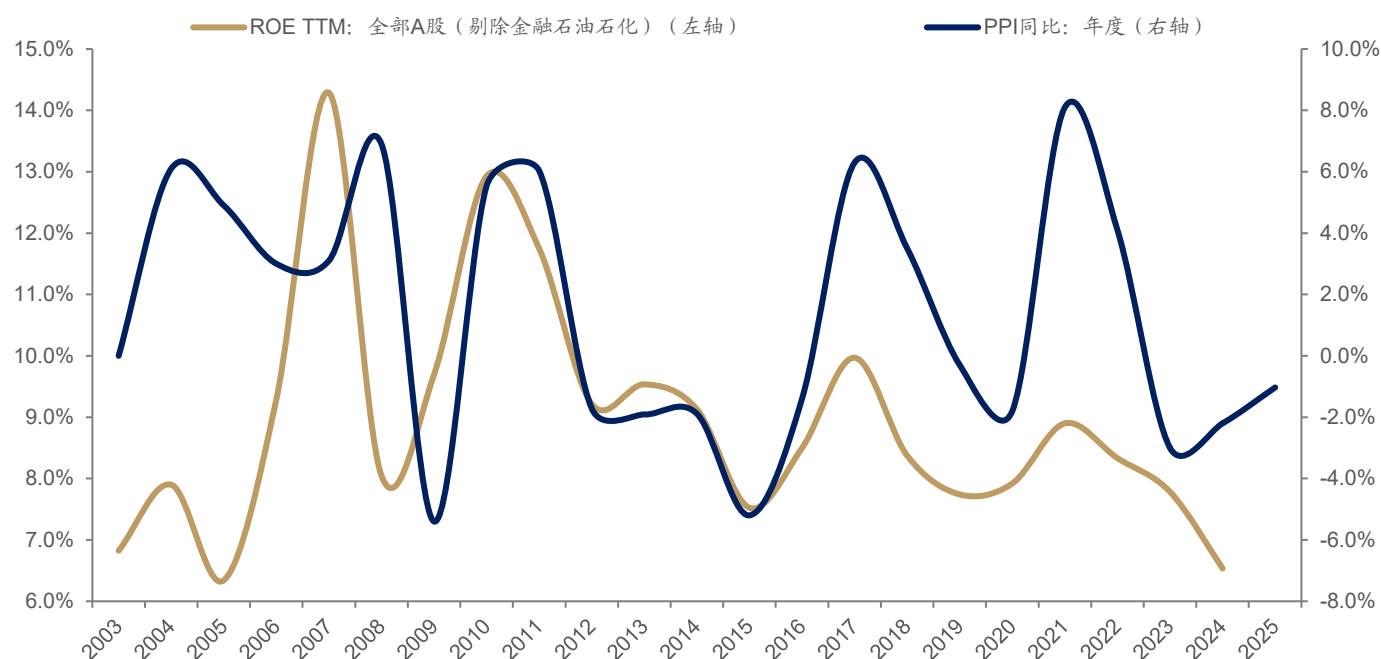


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截止 20250620

对于整体经济周期类资产而言，能否继续提升估值，决定性因素还在于PPI。过去20年，中国PPI的4轮上行周期分别由4轮财政扩张所拉动，并且广义财政占名义GDP的扩张比例需要达到5个百分点以上，分别对应07、09、15-16、20年。

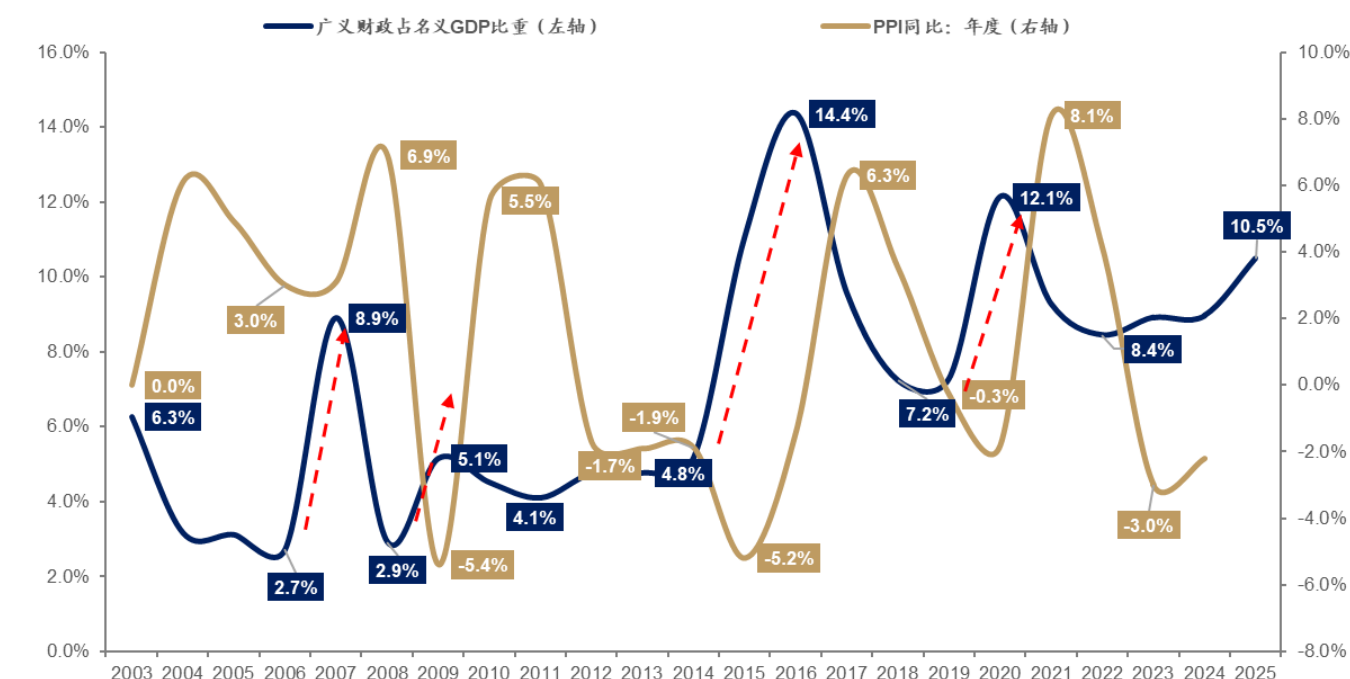
回到当下，两会后，我们测算2025年广义财政较过去3年有明显变化，大约占GDP的比例较去年提升了1.5个百分点左右（如果考虑AI方面的资本开支那么总量会更多一些），对PPI形成托底效果，但是没有被财政直接刺激到的顺周期方向仍然缺少向上的 $\beta$ 。

图 24: A股ROE与PPI同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

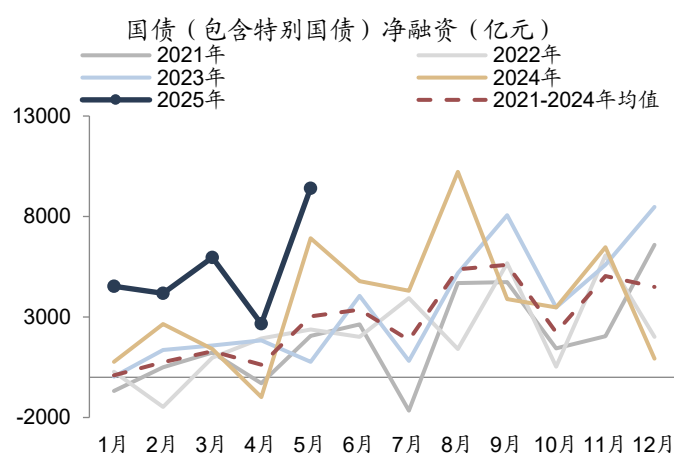
图 25: PPI同比回升的背后往往是广义财政赤字率的显著回升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

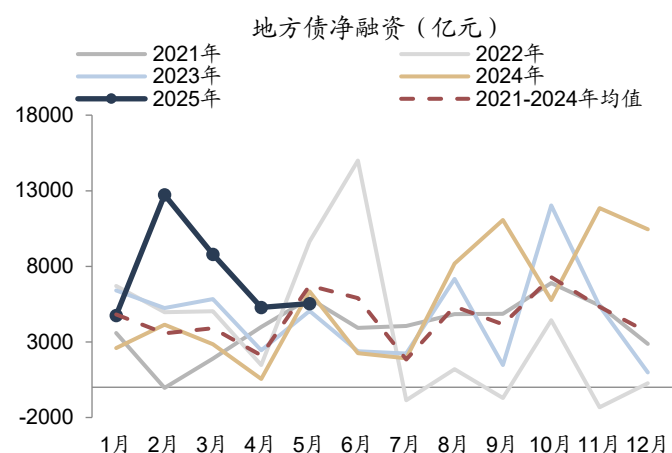
展望下半年，三季度可能是重要的观察时间窗口。今年以来，虽然政府债（国债和地方债）发行、政府支出提速明显，但其中的大部分可能仍然以防风险为主，比如化债和维持正常运营，拉动实体经济的乘数效应较低，中长期贷款的增速也较为低迷。

图26: 国债净融资超季节性



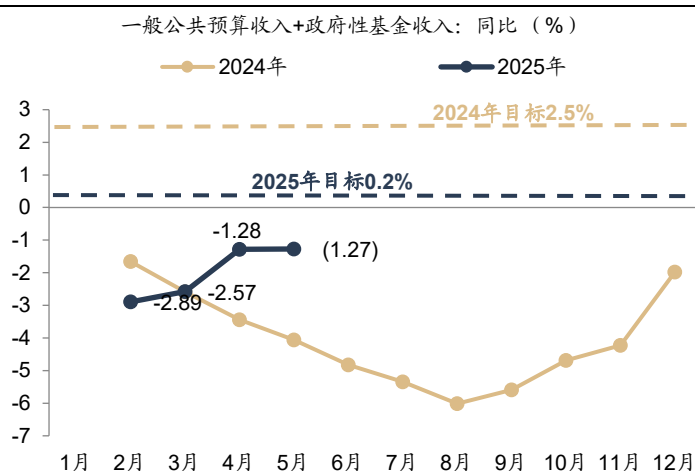
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图27: 地方债净融资超季节性



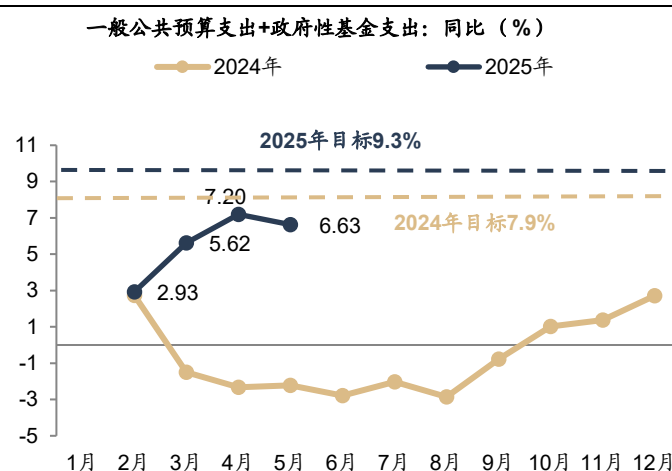
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图28: 收入增速和预算目标



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

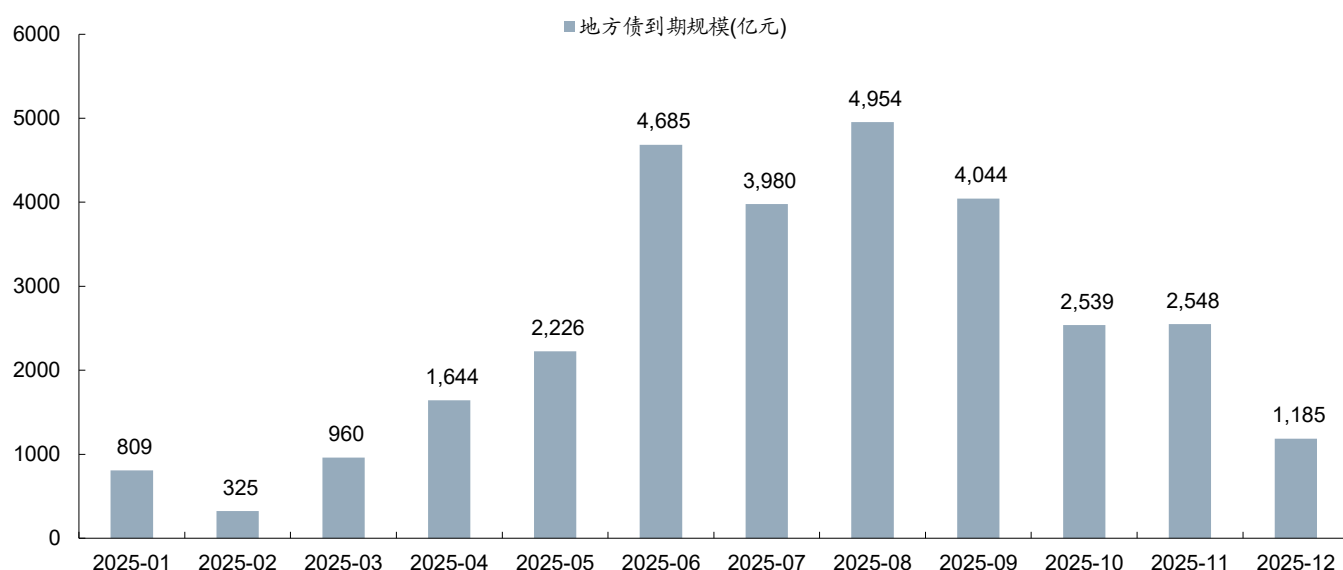
图29: 支出增速和预算目标



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

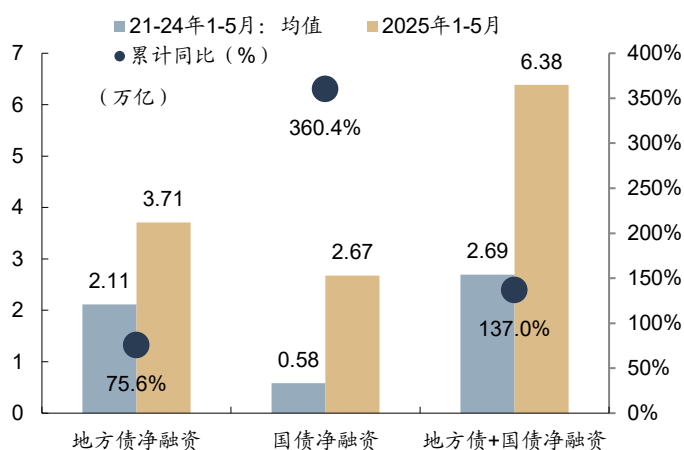
考虑到三季度地方债到期高峰，并且用于建设的地方债通常在二、三季度发行。如果地方债和国债维持1-5月的净融资强度，在8月可能会达到额度上限，新一轮政策窗口期的必要性将大幅提升，届时市场也将保持关注，这也决定着后续顺周期类资产能否再度估值回升。

图 30：地方债到期规模



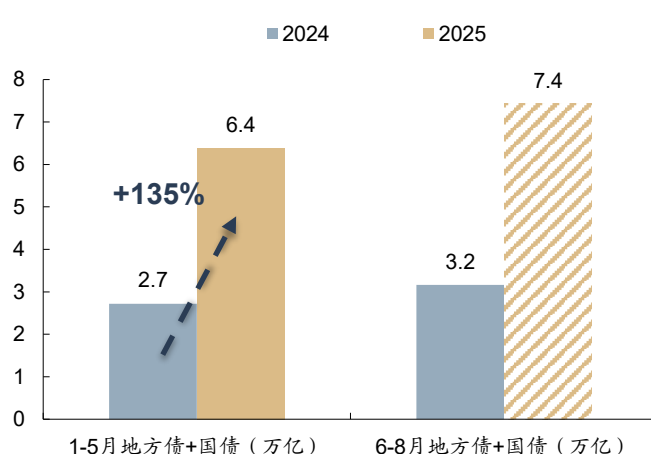
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图31：1-5月国债+地方债净融资



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图32：如果按当前速度，8月末就将会达到目标额度



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**（二）稳定类资产：**目前估值更低，在长期利率中枢下行的背景下仍有提升空间。从择时的角度，可以等待6月“逆风期”过后、拥挤度回到低位再配置

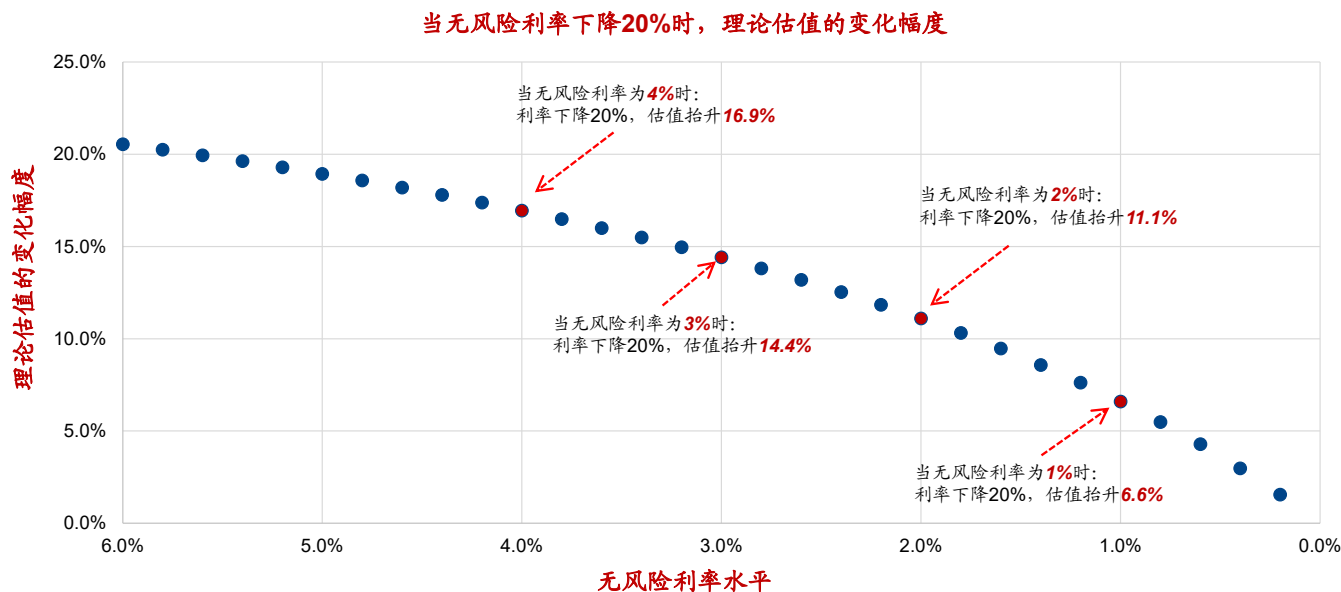
对于盈利稳定类资产，我们可以用贴现模型测算利率下行的估值敏感性。

假设一公司一阶段增长15年（ROE12%、分红率50%）、之后永续增长（增速2%、分红率70%），其中，贴现率=无风险利率+风险溢价，风险溢价取沪深300近10年的均值4.8%。从结论来看，估值随着利率的下行而抬升，随着利率走低，同样的下行幅度所带来的估值抬升幅度在收窄（估值的利率敏感性降低）。

而对于不同盈利能力的资产，其估值的利率弹性也不一样。ROE越大，利率

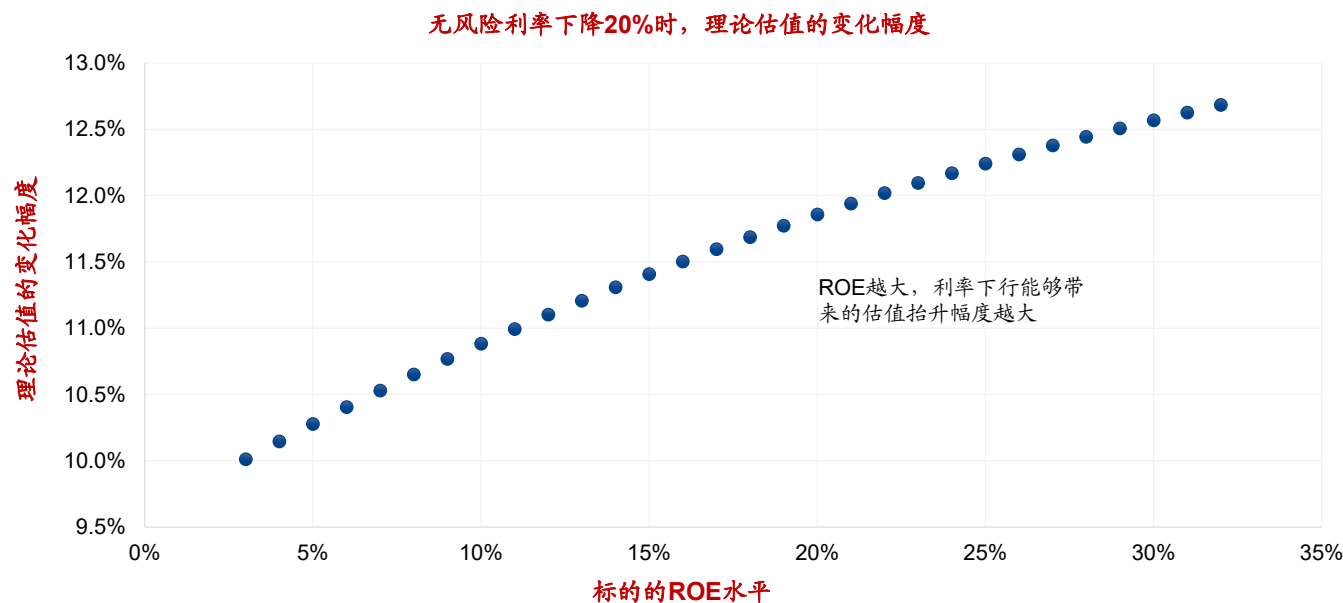
下行能够带来的估值抬升幅度越大，换句话说，ROE 越大，估值的利率敏感性越高。

图 33：针对不同无风险利率：当无风险利率下降20%时，理论估值的变化幅度



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 34：针对不同ROE水平：当无风险利率下降20%时，理论估值的变化幅度



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从历史回溯来看，在利率下行的大部分时间里，市场估值倾向于回落，能抬估值的都是有稳定盈利能力的公用事业类资产；而在利率下行的尾声，市场可能系统



性抬估值，方向是抢跑景气类资产，此时稳定类资产反而未能有超额收益：

2021 年以来，国内 10 年期国债利率持续下行，并跌破了长期以来的震荡中枢（2.8%~4.5%）。注：文中“利率”若无特别说明，均指 10 年期国债利率。

2021 年初，利率 3.2% 的时候，PB 约 2.0 倍，2024 年 8 月利率下行至 2.2% 的时候，PB 约 1.3 倍，主要是对基本面下行的定价，【稳定类资产】占优。

2024 年 9 月之后，利率进一步下探至 1.6%，但市场估值开始修复，这时候主要驱动力是政策预期和产业周期，【景气类资产】占优。

在这两个时间段里，行业层面来看：

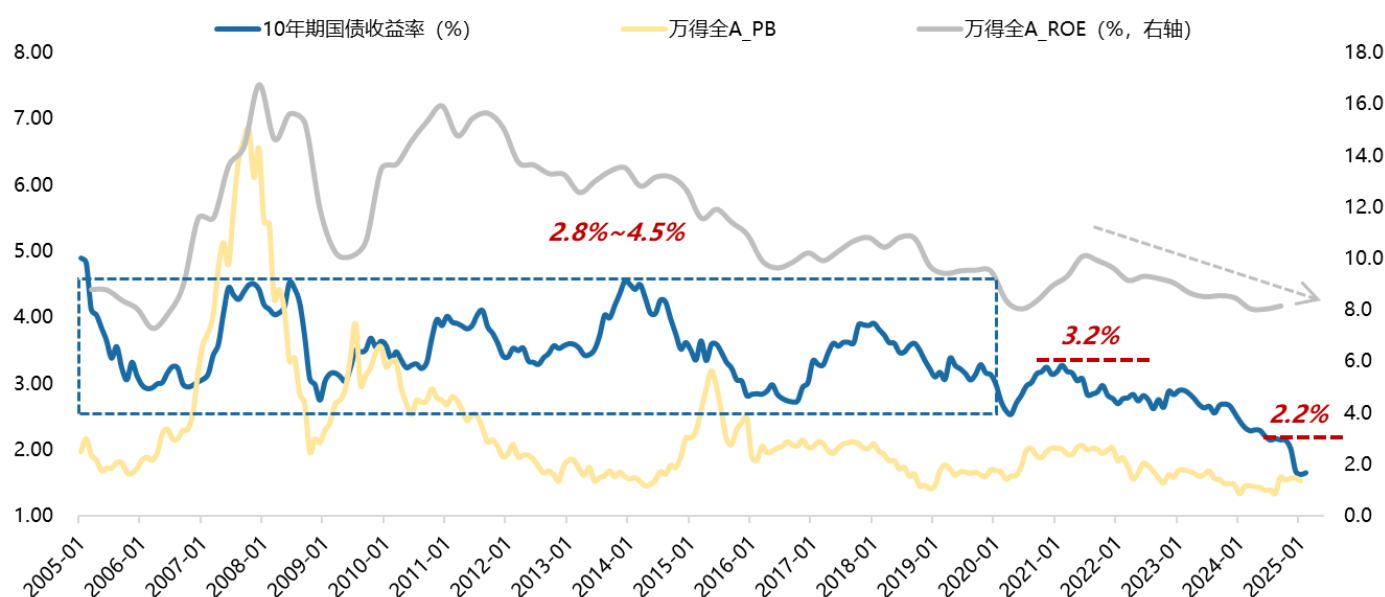
国债利率从 3.2% 到 2.2%，抬估值的行业只有公用事业、煤炭，反应的是基本面对下行阶段的避险需求以及利率回落过程中的估值重塑。

国债利率从 2.2% 到 1.6%，抬估值的行业主要是景气度驱动的 TMT 板块，防御板块反而在这段时间是杀估值的。

因此，在利率下行的第一个时间段中，稳定类资产随着估值的重塑而出现估值的拔升，但在利率下行的第二阶段，随着利率阶段性走平，市场预期 PPI 和利率中枢可能维持在当前水平，因此没有进一步交易稳定类资产估值的提升。

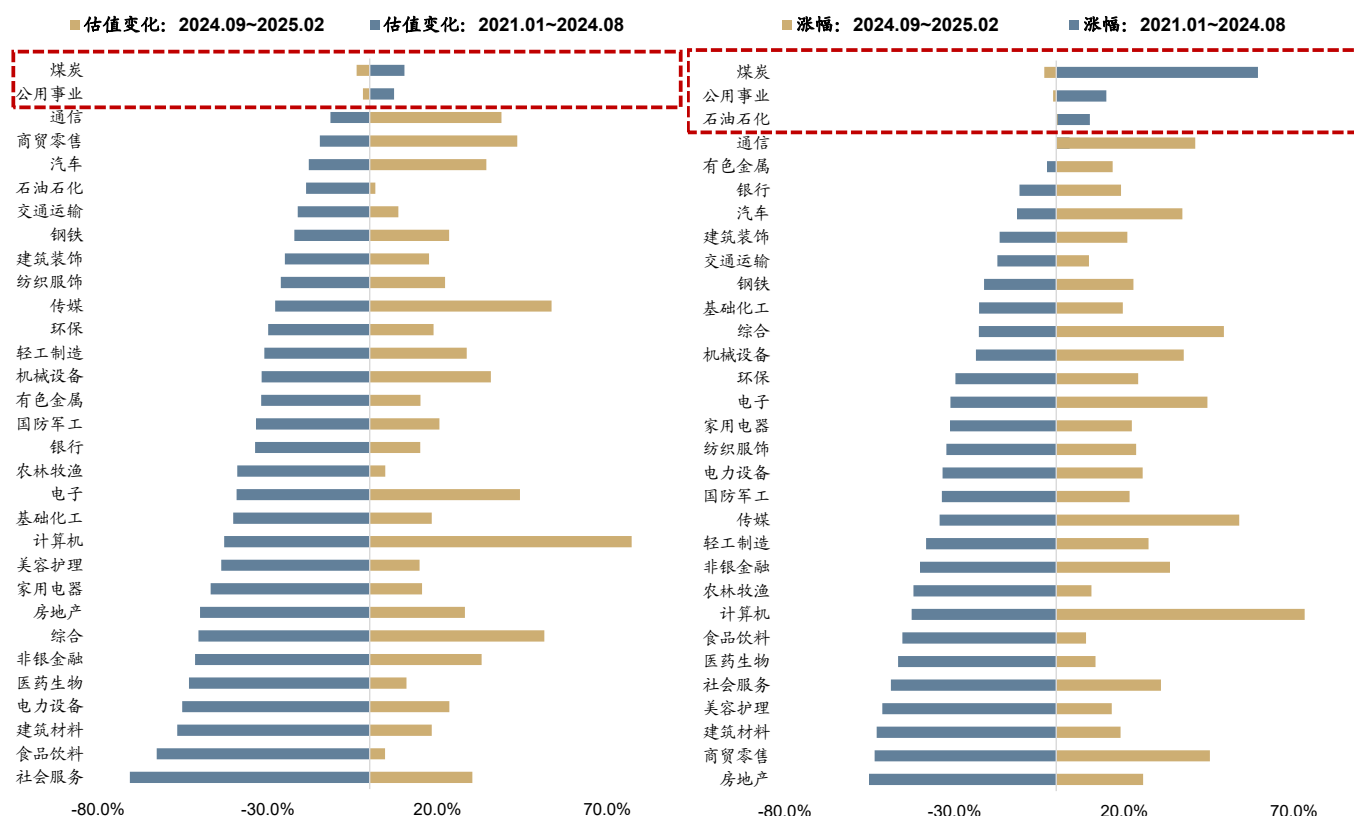
如果利率中枢继续下行，量化测算当前红利资产继续抬估值的空间：对于 ROE 为 12% 的公司：当利率由【1.5%】降至【1.0%】时，估值可再抬升【16%】。

图 35：A 股：PB、ROE 与 10 年期国债收益率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 36：国债利率从3.2%到2.2%(2021.1-2024.8)、再到1.6%(2024.9-2025.2)，A股行业的估值与涨跌变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

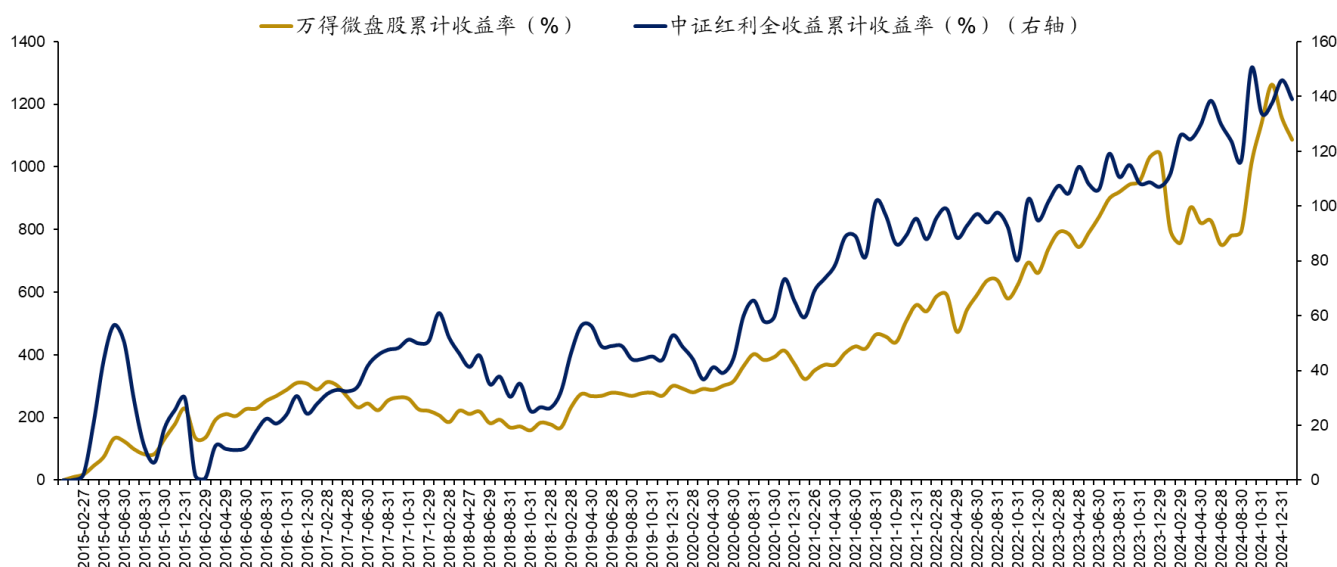
表 5：针对不同ROE与利率水平：当无风险利率下降20%时，理论估值的变化幅度

理论PB变化幅度		无风险利率							
		0.20%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	4.0%
ROE	5%	1.48%	3.45%	6.2%	8.4%	10.3%	11.8%	13.2%	15.3%
	6%	1.50%	3.48%	6.3%	8.5%	10.4%	12.0%	13.4%	15.6%
	7%	1.51%	3.51%	6.3%	8.6%	10.5%	12.2%	13.6%	15.8%
	8%	1.52%	3.54%	6.4%	8.7%	10.7%	12.3%	13.7%	16.1%
	9%	1.53%	3.57%	6.4%	8.8%	10.8%	12.5%	13.9%	16.3%
	10%	1.54%	3.60%	6.5%	8.9%	10.9%	12.6%	14.1%	16.5%
	11%	1.55%	3.63%	6.5%	9.0%	11.0%	12.7%	14.2%	16.7%
	12%	1.56%	3.65%	6.6%	9.0%	11.1%	12.9%	14.4%	16.9%
	13%	1.57%	3.68%	6.7%	9.1%	11.2%	13.0%	14.6%	17.2%
	14%	1.58%	3.70%	6.7%	9.2%	11.3%	13.1%	14.7%	17.4%
	15%	1.59%	3.72%	6.7%	9.3%	11.4%	13.3%	14.9%	17.6%
	16%	1.60%	3.75%	6.8%	9.3%	11.5%	13.4%	15.0%	17.8%
	17%	1.61%	3.77%	6.8%	9.4%	11.6%	13.5%	15.2%	18.0%
	18%	1.62%	3.79%	6.9%	9.5%	11.7%	13.6%	15.3%	18.1%
	19%	1.62%	3.81%	6.9%	9.5%	11.8%	13.7%	15.4%	18.3%
	20%	1.63%	3.83%	7.0%	9.6%	11.9%	13.8%	15.6%	18.5%
	21%	1.64%	3.85%	7.0%	9.7%	11.9%	13.9%	15.7%	18.7%
	22%	1.65%	3.87%	7.0%	9.7%	12.0%	14.0%	15.8%	18.9%
	23%	1.65%	3.88%	7.1%	9.8%	12.1%	14.1%	15.9%	19.0%
	24%	1.66%	3.90%	7.1%	9.8%	12.2%	14.2%	16.1%	19.2%
	25%	1.67%	3.92%	7.1%	9.9%	12.2%	14.3%	16.2%	19.3%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。注：假设一阶段增长 15 年（分红率 50%，ROE 分不同情形）、之后永续增长（增速 2%、分红率 70%）、无风险利率分不同情形

除此之外，指数编制规则也决定了红利资产是为数不多在长期可以作为底仓配置的资产。在A股中，红利指数和微盘股指数采用了低买高卖的指数调仓策略，不是胜在公司质量有多好，核心是持续低买高卖的调仓策略，让他们的净值曲线走势几乎保持了不变的斜率。

图 37：微盘股和中证红利是少数保持稳定斜率收益率的资产



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 38：红利指数的编制规与涨幅负相关关系

➢ 上证50，沪深300，中证500，中证800，红利指数每年会进行定期调整；万得微盘股指数每月末会进行定期调整。



➢ 红利指数、微盘股指数的编制标准与其他大多数指数性质不同，其与股票涨跌幅是负相关关系。

#### 市值规模大+流动性

**上证50**：上海证券交易所中市值规模最大、流动性最好的50只股票，根据日均总市值和日均成交额进行综合排名。  
**沪深300**：日均成交额（前50%）和日均总市值（前300）  
**中证500**：剔除沪深300指数样本以及过去一年日均总市值排名前300的证券后，日均成交额（前80%）和日均总市值（前500）  
**中证800**：由中证500和沪深300指数成分股组成

与股票涨幅正相关

#### 股息率/市值规模小

**万得微盘股指数**：沪深两市上市股票中，剔除ST及退市警告后总市值最小的400只股票。

**红利指数（上证红利）**：对样本空间内证券，按照过去三年平均现金股息率由高到低排名，选取排名前50的上市公司证券作为指数样本，并采用股息率加权。

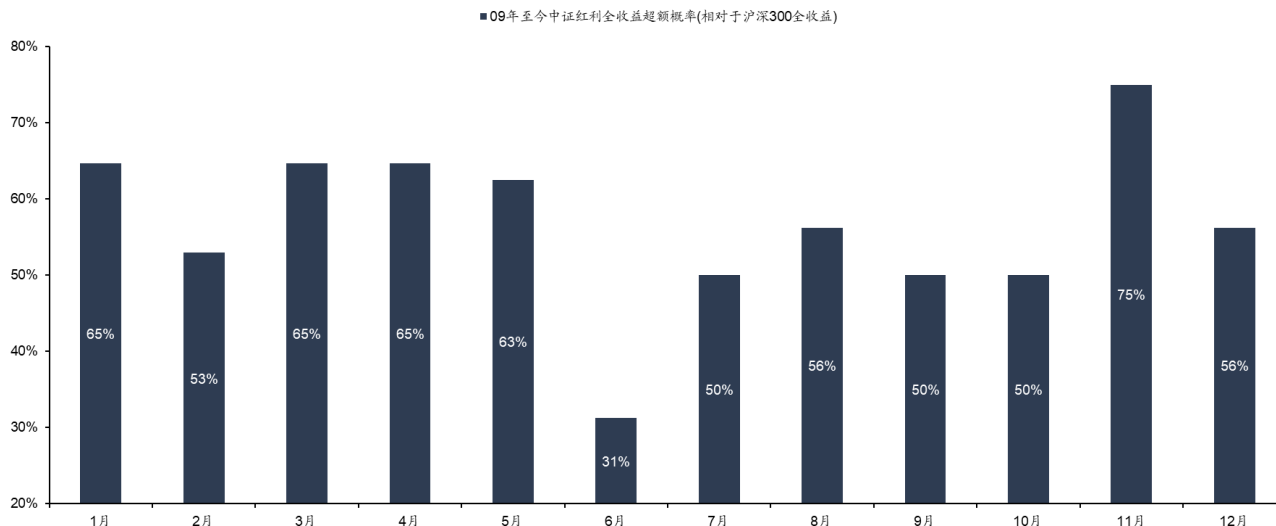
与股票涨幅负相关

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

短期来看，6月红利资产可能处在“逆风期”，而在这个过程中拥挤度回到绝对低位后，是重新再配置的机会。从日历效应来看，6月中证红利全收益跑赢沪深300全收益的胜率仅有30%左右，主要源于进入分红密集区间，仅在市场极端防御（15年）和行业自身因素（14年、16年、21年）才能跑赢。

从今年6月的表现来看，中证红利表现仍然符合日历效应情况，后续我们可以观测拥挤度情况，当拥挤度回到历史低位（以红利指数为例，成交占比大概在1.1%-1.2%），往往是很好的布局时点。

图 39：红利资产在6月表现较差



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

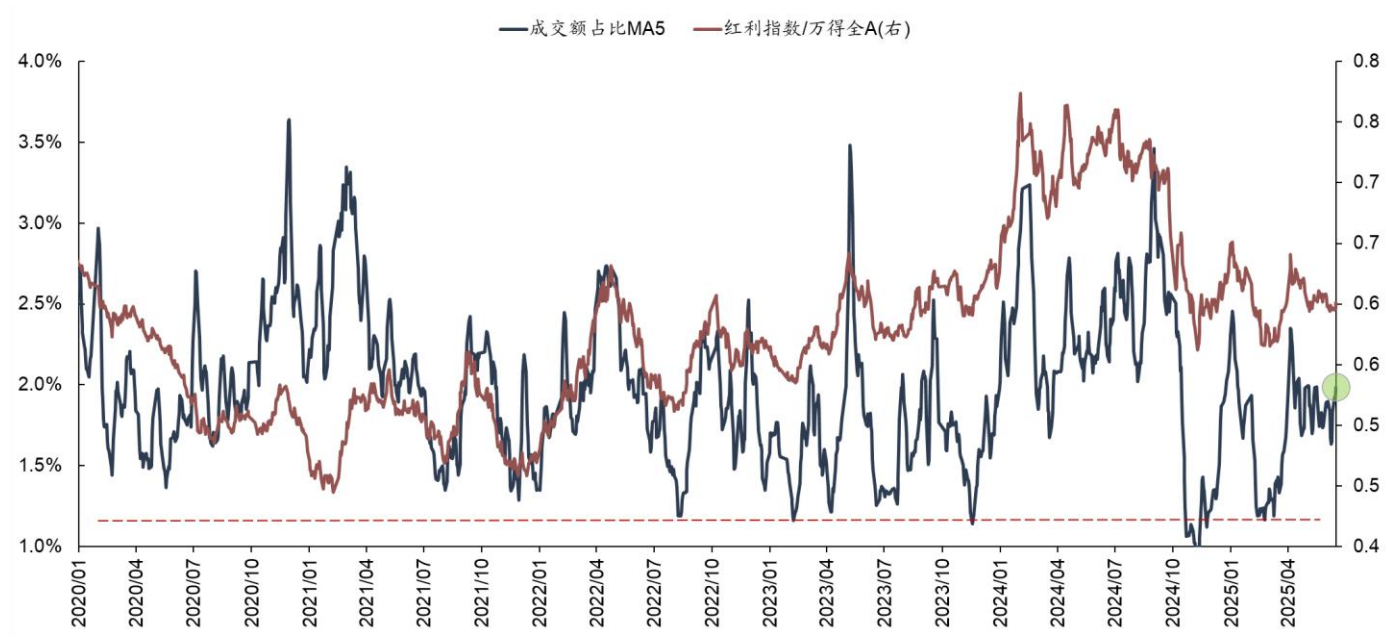
图 40：密集分红是红利资产6月逆风的重要原因

中证红利	分红所在月份	平均胜率	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年	2009年
	4月	4.2%	3.2%	4.1%	3.3%	4.2%	5.2%	2.1%	2.0%	3.1%	2.0%	7.6%	6.3%	1.1%	5.4%	2.2%	6.9%
	5月	17.9%	16.0%	14.3%	20.9%	13.5%	12.4%	14.4%	10.4%	14.1%	17.3%	21.7%	21.9%	27.7%	21.5%	21.7%	20.7%
	6月	38.5%	42.6%	42.9%	27.5%	33.3%	34.0%	38.1%	34.4%	45.5%	40.8%	30.4%	34.4%	38.3%	43.0%	46.7%	46.0%
	7月	32.5%	36.2%	32.7%	44.0%	41.7%	40.2%	36.1%	39.6%	29.3%	32.7%	32.6%	26.0%	26.6%	28.0%	21.7%	20.7%
公用事业	分红所在月份	平均胜率	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年	2009年
	4月	3.6%	3.9%	5.6%	5.1%	7.0%	0.0%	5.2%	5.0%	2.7%	1.5%	7.8%	1.5%	0.0%	2.1%	4.1%	2.5%
	5月	20.2%	19.4%	13.5%	25.3%	17.4%	14.6%	16.9%	16.3%	16.2%	20.0%	17.2%	25.0%	20.7%	25.0%	28.6%	27.5%
	6月	37.1%	33.0%	42.7%	31.6%	34.9%	39.0%	37.7%	38.8%	40.5%	38.5%	45.3%	35.3%	36.2%	41.7%	40.8%	20.0%
	7月	29.5%	36.9%	30.3%	30.4%	31.4%	35.4%	29.9%	26.3%	32.4%	25.0%	25.0%	27.9%	32.8%	20.8%	18.4%	35.0%
银行	分红所在月份	平均胜率	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年	2009年
	4月	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%	7.7%
	5月	10.4%	7.3%	7.3%	15.0%	12.8%	8.3%	6.3%	15.4%	12.0%	0.0%	6.7%	0.0%	0.0%	26.7%	7.1%	30.8%
	6月	39.8%	39.0%	41.5%	33.3%	38.9%	40.6%	19.2%	36.0%	43.8%	20.0%	31.3%	56.3%	60.0%	78.6%	78.6%	23.1%
	7月	46.8%	51.2%	51.2%	47.5%	48.7%	52.8%	50.0%	61.5%	52.0%	56.3%	60.0%	68.8%	43.8%	13.3%	7.1%	38.5%
煤炭	分红所在月份	平均胜率	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年	2009年
	4月	3.2%	0.0%	3.8%	4.0%	4.3%	0.0%	0.0%	4.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.7%	12.0%	4.3%	4.2%
	5月	15.3%	23.1%	23.1%	12.0%	13.0%	4.0%	18.2%	9.5%	0.0%	25.0%	0.0%	13.0%	25.0%	4.0%	30.4%	29.2%
	6月	39.8%	46.2%	34.6%	40.0%	30.4%	56.0%	36.4%	42.9%	47.1%	25.0%	59.1%	30.4%	28.6%	44.0%	39.1%	37.5%
	7月	35.6%	19.2%	30.8%	44.0%	47.8%	28.0%	40.9%	38.1%	47.1%	41.7%	36.4%	47.8%	21.4%	36.0%	26.1%	29.2%
交通运输	分红所在月份	平均胜率	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年	2009年
	4月	3.6%	1.0%	2.2%	5.4%	3.5%	3.4%	2.2%	3.3%	4.9%	2.8%	4.3%	3.1%	1.5%	7.9%	6.7%	2.0%
	5月	18.0%	22.3%	20.2%	15.2%	15.1%	7.9%	19.6%	16.5%	11.0%	18.1%	14.3%	23.1%	17.9%	23.8%	20.0%	24.5%
	6月	39.4%	37.9%	41.6%	39.1%	39.5%	36.0%	41.3%	39.6%	42.7%	47.2%	45.7%	43.1%	40.3%	27.0%	40.0%	30.6%
	7月	30.8%	32.0%	29.2%	31.5%	34.9%	36.0%	32.6%	34.1%	30.5%	26.4%	28.6%	21.5%	31.3%	34.9%	23.3%	34.7%
白色家电	分红所在月份	平均胜率	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年	2009年
	4月	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.3%	14.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	5月	9.9%	12.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.5%	12.5%	28.6%	28.6%	0.0%	14.3%	0.0%	20.0%	20.0%	0.0%
	6月	33.9%	50.0%	50.0%	57.1%	42.9%	50.0%	25.0%	25.0%	14.3%	0.0%	28.6%	57.1%	42.9%	20.0%	20.0%	25.0%
	7月	39.5%	0.0%	16.7%	14.3%	28.6%	50.0%	37.5%	62.5%	42.9%	71.4%	28.6%	14.3%	42.9%	40.0%	40.0%	75.0%
	分红所在月份	平均胜率	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年	2009年
	4月	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.3%	14.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	5月	9.9%	12.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.5%	12.5%	28.6%	28.6%	0.0%	14.3%	0.0%	20.0%	20.0%	0.0%
	6月	33.9%	50.0%	50.0%	57.1%	42.9%	50.0%	25.0%	25.0%	14.3%	0.0%	28.6%	57.1%	42.9%	20.0%	20.0%	25.0%
	7月	39.5%	0.0%	16.7%	14.3%	28.6%	50.0%	37.5%	62.5%	42.9%	71.4%	28.6%	14.3%	42.9%	40.0%	40.0%	75.0%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心



图 41：红利拥挤度



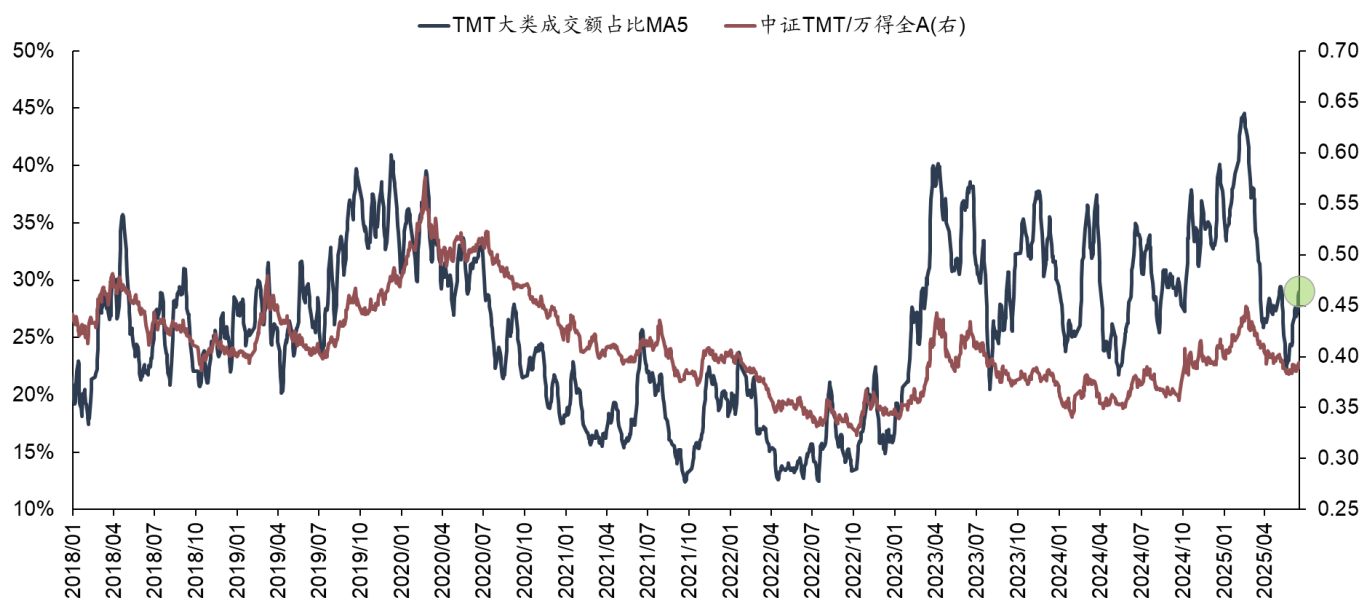
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### （三）成长类资产：更偏交易性品种，关注中报预期不错的方向

从上图的估值情况来看，代表性的方向比如科技、医药整体估值相对高于其他几类资产。在机器人、AI、智能驾驶、创新药等产业周期展开的背景下，上述科技成长方向有望在中期层面随着基本面的逐步兑现而获得估值支撑。

而在短期层面，在TMT等科技成长方向情绪仍然不高的情况下，关注后续催化带来的短期脉冲机会。6月科技产业链的重磅催化比较密集，既有232调查临近结束、陆家嘴论坛这类β层面的刺激事件，也涵盖了消费电子、AI国产大模型、海外与国内算力、商业航天等多个领域的重大边际变化，考虑到前面提到的、月内科技结构性行情的演绎模式，预计这些方向都有至少是脉冲级别的机会。

图 42: 当前TMT情绪仍然处在阶段性低位



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

除此之外，景气成长资产内部也建议关注预期中报不错的方向。总结来看，**Q2景气线索**如下所示：

- (1) 海外AI算力：海外推理侧需求提升，ASIC上修，国内厂商产能扩张（PCB/光模块/CCL）。
- (2) 国内AI算力：大厂CAPEX拉动放量，部分环节供需缺口涨价（服务器ODM/柴发）。
- (3) 非美出口：欧洲需求侧复苏，部分自主品牌积极拓份额。海风、摩托车、储能逆变器等对欧出口高增（海风/摩托车/储能逆变器）。
- (4) 对美出口：5月中旬关税90天豁免后小幅抢出口（家居等）。
- (5) 部分自下而上的行业复苏：包括海风开工、存储涨价、游戏新品、创新药BD等。



图43：景气成长类资产Q2景气度

大类行业	Q2 景气度	Q2 景气表现	Q2 景气不错领域
海外 AI 算力	高增	海外推理侧需求爆发，ASIC 上修、国内厂商产能扩张	PCB、光模块、CCL
国内 AI 算力	高增	大厂 CAPEX 拉动放量，部分环节供需缺口涨价	服务器 ODM、柴发
出口链：非美	高增	欧洲需求侧复苏，部分自主品牌积极拓份额。海风、摩托车、储能逆变器、新能源车等对欧出口高增	海风、摩托车、储能逆变器
出口链：对美	高增	5 月中旬关税 90 天豁免后小幅抢出口	家居等
风电零部件	高增	海风等 Q2 开工加速，出货高增	塔筒桩基、轴承、叶片等
创新药	高增	BD 出海爆发贡献业绩	创新药
游戏	高增	4 月移动游戏收入同比高增，新品提振流水	游戏
存储	高增	海外原厂产能退出，DDR4 涨价明显	存储

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

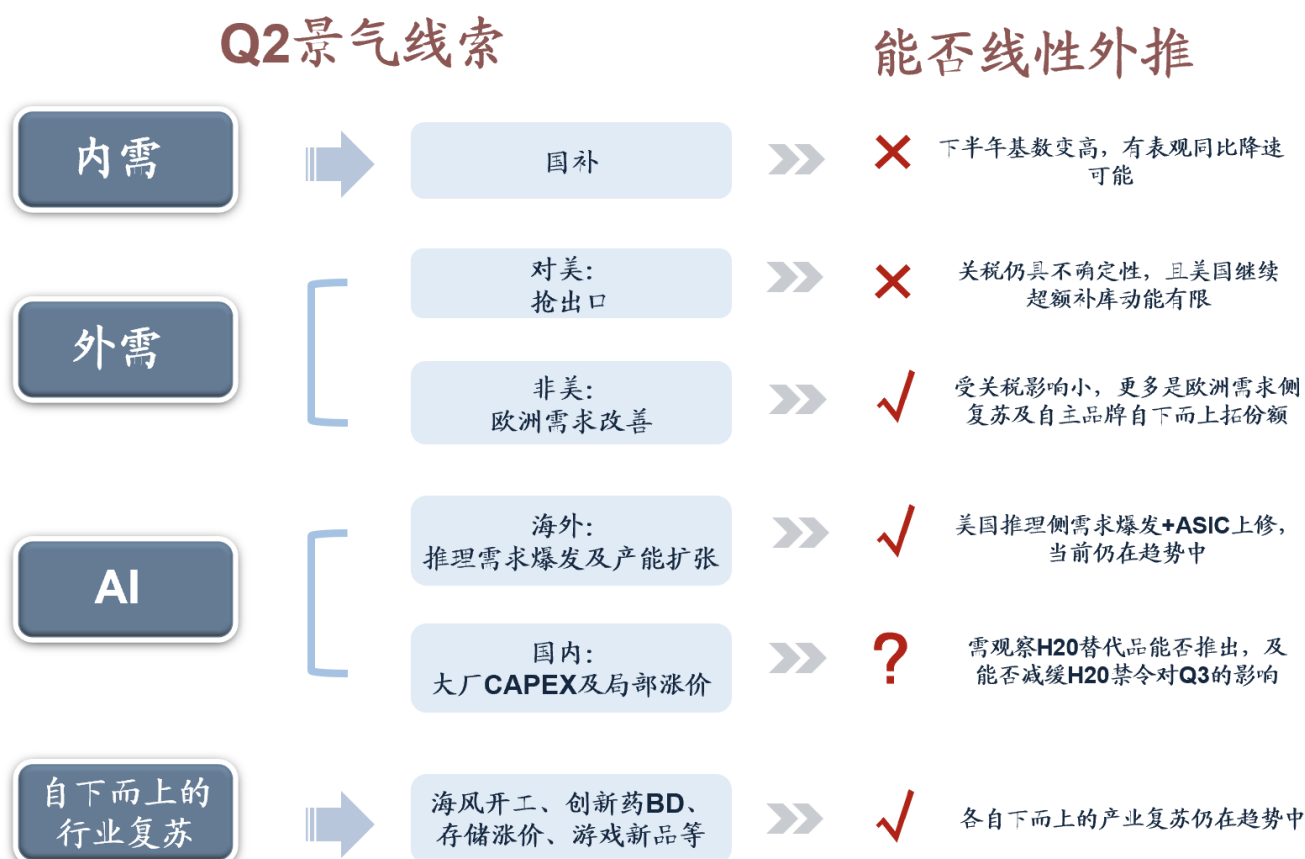
### Q2景气度不错的领域，哪些能线性外推？

Q1诸多行业的业绩高增源于“国补”和“抢出口”。例如除家电汽车外，诸多半导体环节Q1的高增也是部分源于国补。彼时是“抢出口”难线性外推，站在当下，“国补”线性外推的难度也在加大。由于国补是去年8月开始，因此下半年基数变高，有表观同比有降速的可能。“抢出口”依旧难以线性外推。一方面关税仍具不确定性，另一方面美国继续超额补库的动能可能有限。

可以线性外推的是与“国补”与“抢出口”关联不大的海外AI、对欧出口、各自下而上的行业复苏。上述驱动因素属于产业内生动能的演绎，目前自下而上观察来看可能仍具持续性。

此外，国内算力需求能否线性外推仍待观察。需观察H20替代品能否推出，及能否减缓H20禁令对Q3的影响。部分供需缺口涨价品种业绩确定性相对更高。

图44: Q2景气线索, 哪些可以线性外推?



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

最后, 我们结合估值位置, 在市场对于中报业绩关注度提升之际, 景气成长内部推荐关注: 海外AI算力链、对欧出口(摩托车/海风)、涨价链(存储/柴发)。

**图45：各行业代表公司的估值情况（wind一致预期）**

环节	公司	市值（亿元）	25E 利润增速	PE（25E）	PE（25E）分位数
海外 AI 算力	中际旭创	1390	58%	17	8%
海外 AI 算力	新易盛	1114	127%	17	21%
海外 AI 算力	天孚通信	595	55%	29	31%
海外 AI 算力	胜宏科技	1009	379%	18	35%
海外 AI 算力	沪电股份	859	40%	24	43%
海外 AI 算力	生益电子	416	124%	56	80%
海外 AI 算力	生益科技	723	53%	27	69%
摩托车	隆鑫通用	258	64%	14	-
海风	大金重工	202	95%	22	56%
海风	海力风电	155	1083%	20	31%
存储	兆易创新	814	39%	53	45%
存储	澜起科技	922	55%	42	12%
存储	香农芯创	171	164%	25	26%
柴发	科泰电源	98	689%	35	-
柴发	潍柴重机	104	76%	32	-
储能逆变器	德业股份	471	26%	13	2%
储能逆变器	艾罗能源	90	98%	22	64%
储能逆变器	锦浪科技	219	78%	18	9%
储能逆变器	固德威	101	516%	39	50%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截止 20250618

注：公司仅作举例，展示客观统计数据，不作任何推荐，不代表行业研究团队观点

## 四、风险提示

地缘政治冲突超预期，全球通胀上行压力超预期，美联储降息时间及幅度不及预期，经济增长不及预期，市场风险偏好下挫，科技产业周期进展不及预期，国内政策稳增长力度不及预期等。

## 广发投资策略研究小组

刘晨明：首席分析师，南开大学世界经济硕士，10年策略研究经验。

郑恺：首席分析师，华东师范大学金融学硕士，10年策略研究经验。

许向真：（上海）资深分析师，厦门大学硕士，8年策略研究经验。

倪康：（上海）资深分析师，中山大学硕士，7年策略研究经验。

陈振威：（上海）高级分析师，香港中文大学硕士，2年策略研究经验。

杨泽蓁：（上海）高级分析师，上海财经大学硕士，2年策略研究经验。

侯蕾：（上海）高级分析师，复旦大学硕士，2年策略研究经验。

毕露露：（上海）研究员，上海财经大学硕士。

赵阳：（北京）资深分析师，南开大学硕士，7年策略研究经验。

逸昕：（北京）资深分析师，澳大利亚国立大学硕士，3年策略研究经验。

李如娟：（广深）资深分析师，中山大学硕士，9年策略研究经验。

余可骋：（广深）资深分析师，澳大利亚国立大学硕士，6年策略研究经验。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。