

投研视点 | 2025 年第三季度宏观策略展望

国内宏观展望

出口方面，2025 年 1-5 月中国出口同比增长 6.0%，展现较强韧性，尽管中美关税谈判后税率仍较此前高 30%，但出口结构在持续优化，展望三季度出口虽有一定压力但预计仍旧保持较好韧性。消费方面，1-4 月社零增长 4.7%，复苏较缓，但以旧换新政策带动家电、通讯器材等增长较好。投资方面，投资增速 4.0%，制造业增速 8.8%，基建增速 5.8%表现较好，房地产投资下降 10.3%，成为主要拖累。

预计二季度 GDP 增速在 5.1-5.2%，较一季度的 5.4%略微放缓，三季度有进一步承压的趋势和可能；其中制造业投资增速小幅下降但仍保持高位，出口稳中缓降但仍有韧性，基建投资加码用于对冲出口下滑。价格指数方面，CPI 缓慢上行，Q4 同比有望转正，PPI 仍在负值区间等待修复。

A 股策略展望

截至 6 月沪深 300 指数微涨 0.03%，小微盘表现较强。北证 50、中证 2000 等小微盘指数领涨，涨幅均超过 10%；而沪深 300 等大盘指数仅微涨。从结构来看，上半年红利和避险方向的银行、黄金、稀土，科技中的汽车、医药、传媒、机器人等方向涨幅较好。

政策端，去年 9 月 24 日以来稳定资本市场、活跃资本市场的政策持续出台，包括推动中长期资金入市、创设结构性货币工具、上市公司市值管理、“中国版平准基金”等，对资本市场生态建设和健康发展有深远影响。资金端，4 月关税冲击下稳市资金发力，期间主要 ETF 共计净流入约 2000 亿元，结合之前央行的发言，管理层稳定市场的意愿和决心均较强。同时 4 月以来散户资金流入斜率走平，融资余额回落后窄幅震荡，预计三季度随着市场对外部扰动的钝化，活跃资金将延续当前温和情绪。估值端，中国资产在全球仍被低估。当前 MSCI 中国指数相对其它新兴市场 PB-ROE 折价率仍有 4%左右，而 2023 年前沪深 300 溢价平均 5%左右。沪深 300、恒生指数等中国资产在全球范围内仍被低估。

预计在没有冲击的前提下，2025 年三季度 A 股市场将震荡上行，过程中需要重点关注国内政策走向和中美关系两个变量。结构上，重点关注红利+科技。对于红利资产，一方面，监管推动保险资金入市，A 股价值投资生态正在逐步完善；另一方面，存款利率持续下降，低风险偏好银行存款或“搬家”至相似资产，特别是银行、公用事业、煤炭以及消费中的高股息标的。对于科技资产，受益于国家战略和交易拥挤度的下降，

或再次成为下半年市场主线，尤其是调整较为充分、拥挤度较低的电子、计算机、传媒等方向。

港股策略展望

截至 6 月港股大幅跑赢 A 股，新消费、创新药涨幅居前。从政策面看，近两年以来与港股相关的政策频繁释放，表明了香港特区政府吸引资金流入、活跃港股市场的决心与意愿。从基本面看，2024 年港股业绩回暖，销售净利率和资产周转率均出现好转。从资金面看，美元走弱和南向资金共同支撑 Q3 港股表现。历史上美元指数与恒生科技呈现较明显镜像关系，考虑到未来美国美元信用压力持续，美元指数大概率继续承压，有望对港股形成支撑。同时，近期大量南资金持续南下，内地投资者参与港股市场交易的热度维持，增量资金的涌入将支撑港股未来表现。

由于港股在盈利增速和资金供给方面好于 A 股，预计港股三季度表现或更占优。参考日本 1992-2009 年期间市场走势，在资产价格破裂后日本进入了低利率时代，彼时行业中跑赢指数的主要是科技、出海、红利、新消费四个方向。比较 A 股和港股，港股在科技（互联网巨头）、红利（高股息率）或具备更大的优势和弹性。

（作者**杨行远**为太平基金研究部副总监、基金经理）