



行至水穷处，坐看云起时

——迎接前所未见的慢牛行情

曹有明
从业资格号：F3038998
交易咨询号：Z0013162
2025年6月

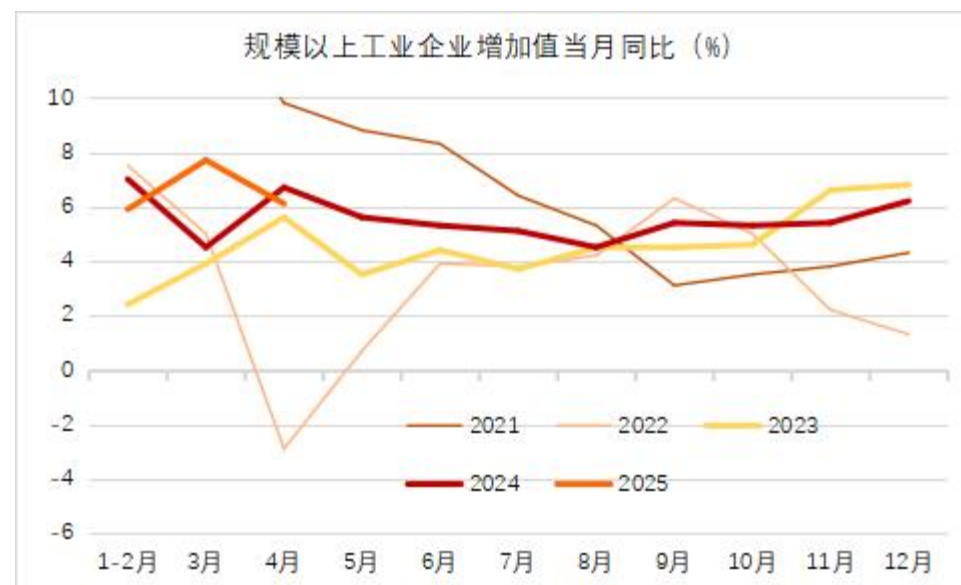
投资有风险，入市需谨慎



- 一. 下半年宏观经济展望
- 二. 指数估值分析
- 三. 行情展望与投资机会研判

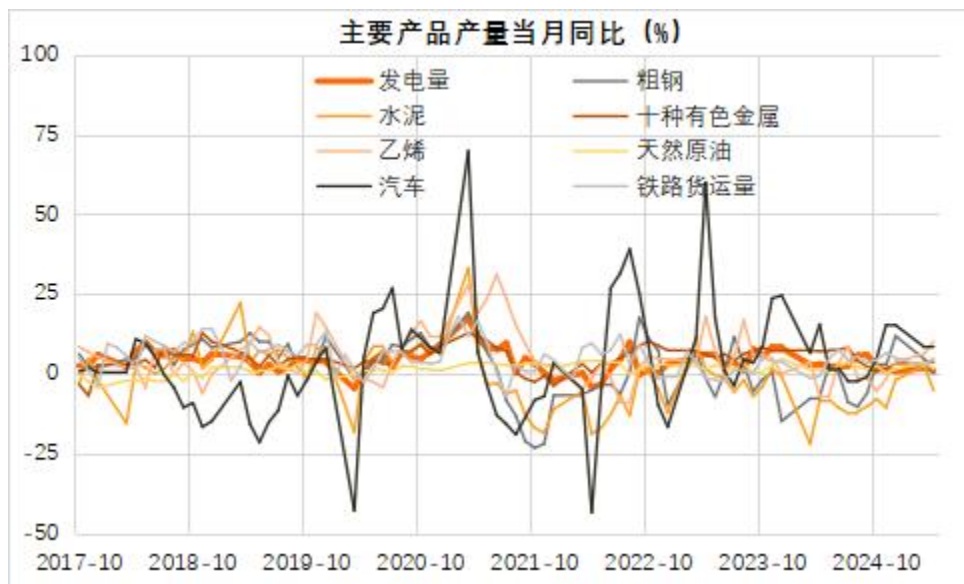
- 股价=每股盈利*PE
- 对于期指来说，其所涵盖的公司的整体盈利情况与估值的变化，是驱动指数涨跌的两个最重要的变量。
- 上市公司整体的盈利情况和宏观经济高度相关。虽然不同行业在经济周期中的表现并不一致，但经济的整体表现是影响上市公司整体业绩的最直接因素。
- 影响估值的因素有很多，包括政治、政策、资金面、市场情绪等。但大的牛市行情最主要的是看价格的上涨能否和驱动价格上涨的各方面因素能形成“正反馈循环”。
- 长期来看，我们坚定的看多中国股市。当前中国股市或有一定的高估，但这主要因为经济基本面的因素。随着反“内卷”以及技术的进步，不远的将来，A股一定是可以走出一轮波澜壮阔的牛市。

工业增加值增速面临较大的下行压力



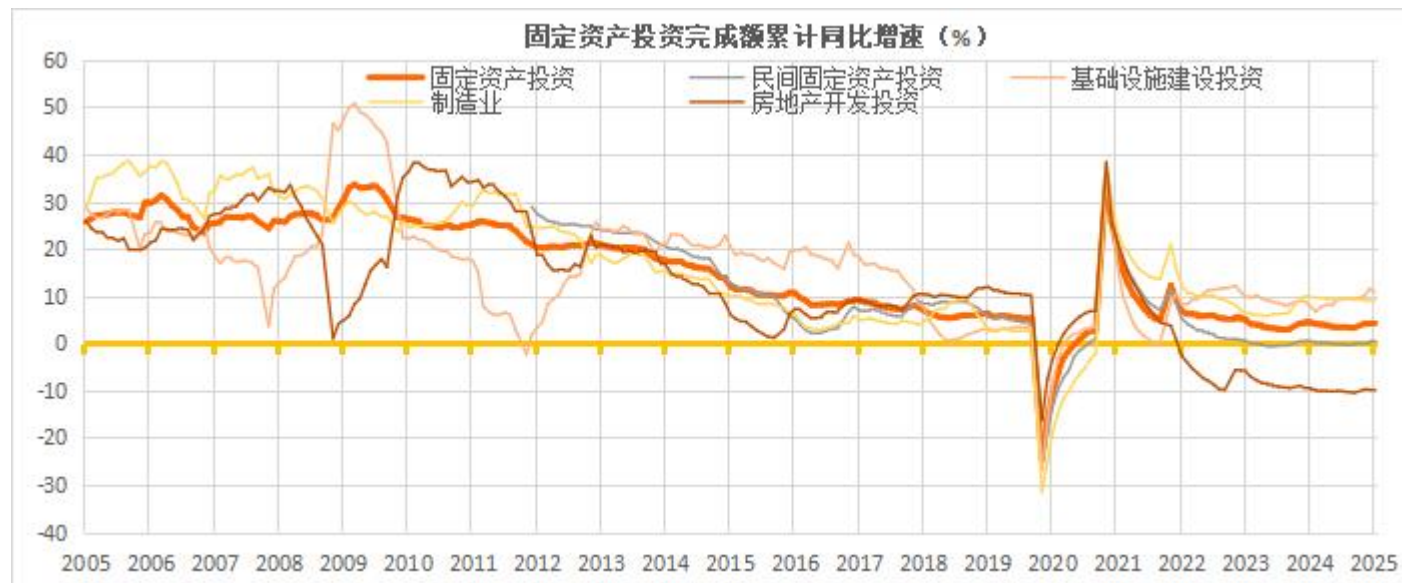
随着“抢出口”的结束以及更新数据的公布，工业增加值增速面临较大的下行压力。4月的同比增速已经低于去年同期了

主要工业品产量增速明显偏低，工业企业盈利能力偏弱



- 在工业品中，除了乙烯产量同比增速有所抬升外，其他品种的产量增速均有所回落，水泥的增速回落更为明显。
- 一般情况下，上半年增速加快，下半年回落。
- 与之对应的是，工业企业盈利能力较差，利润总额同比已经很长时间维持在零上下波动。盈利能力弱的主要原因在于价格的走低

固定资产投资增速偏低



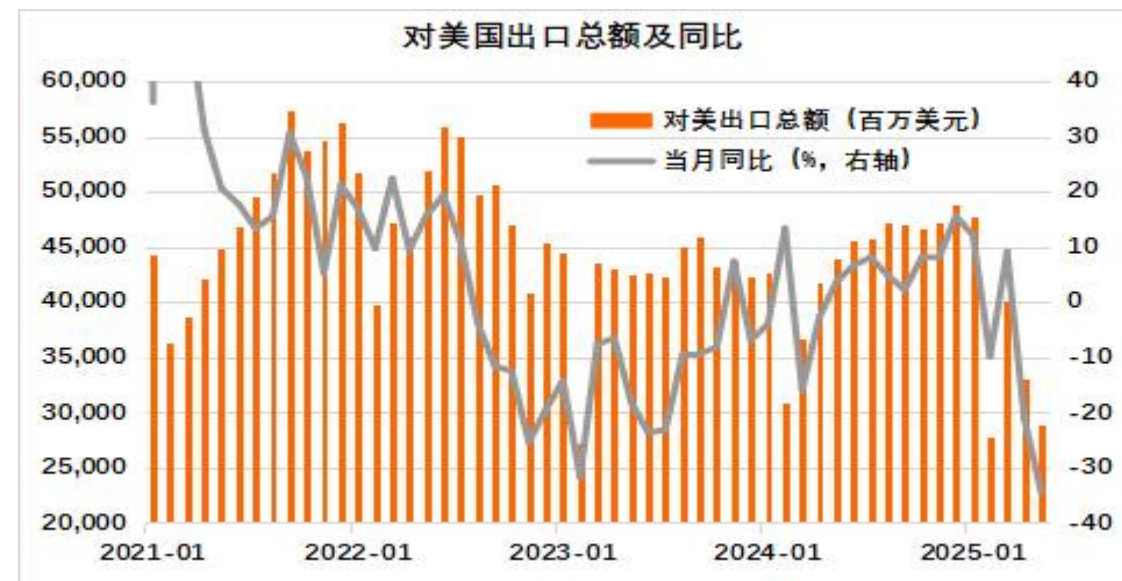
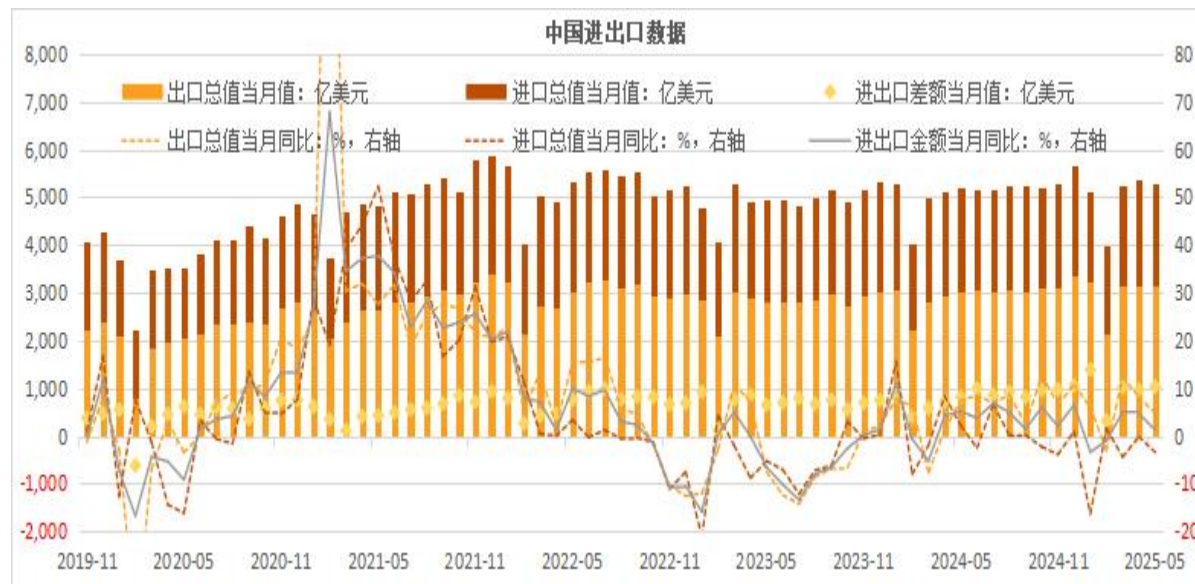
其中民间固定资产投资增速以及房地产开发投资增速明显更低，制造业投资暂时维持稳定，基建投资增速略有上升。中期来看，能拉到整体投资增速的主要看基建投资。

消费的表现尚可，但消费者信心指数偏弱



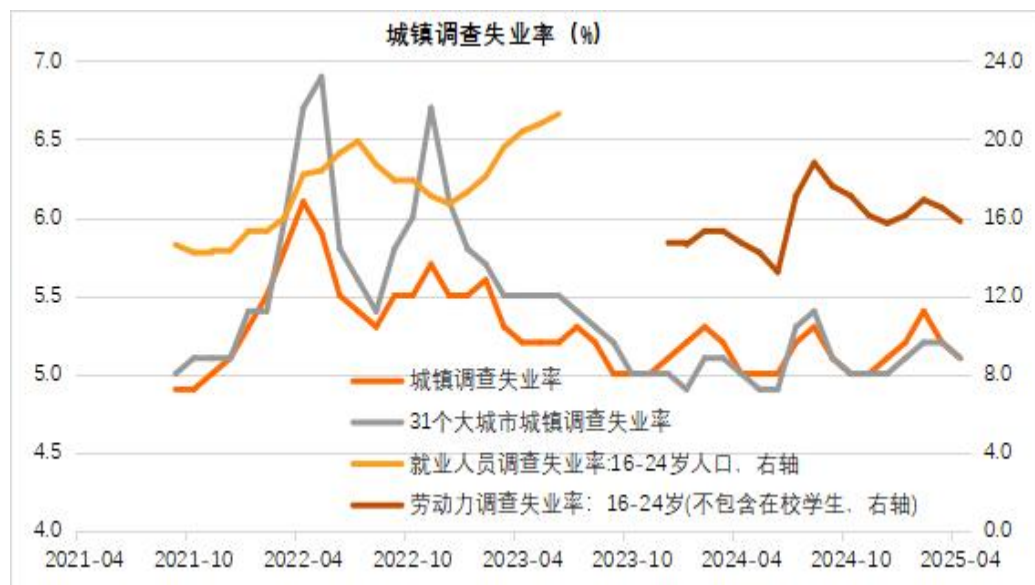
虽然社零累计增速和当月的增速均有所抬升，主要因消费补贴以及节日旅游等的带动。下半年只剩下国庆假期，部分省份消费补贴额度已经用完，社零的增速预计继续改善的空间不大

出口好于预期，但直接对美出口增速已经大幅下降



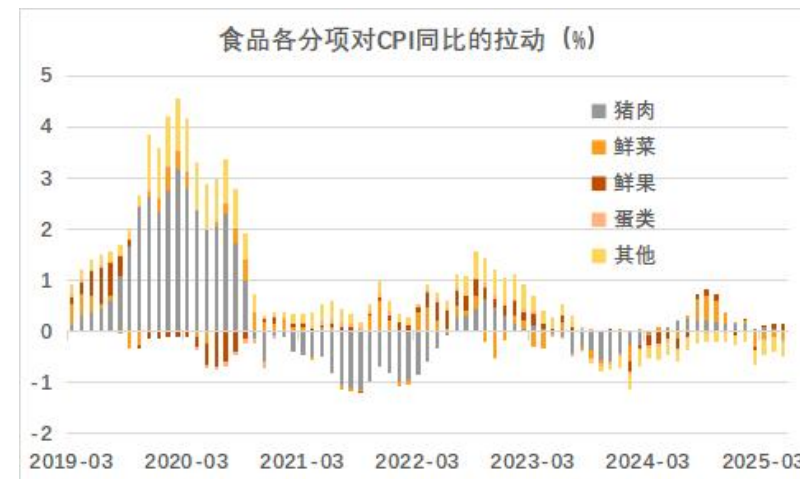
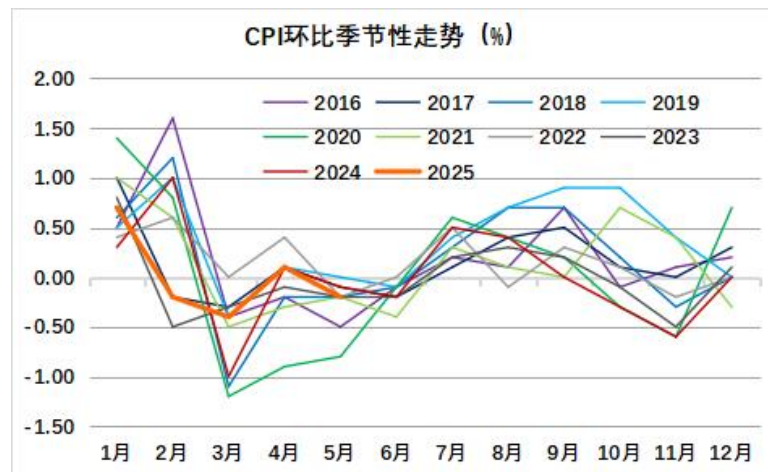
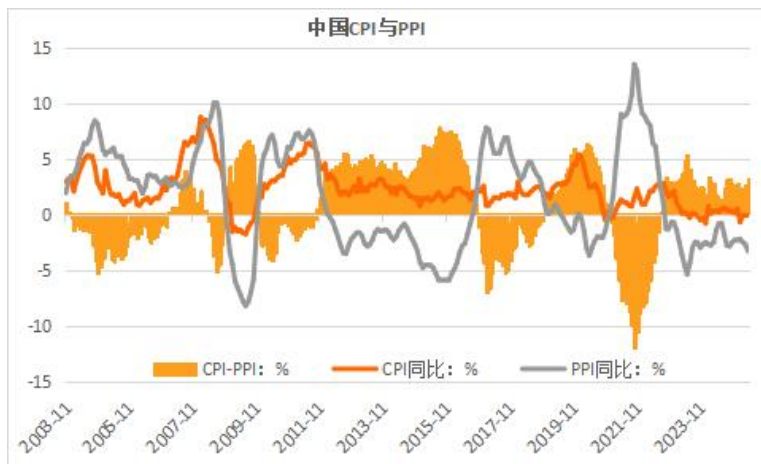
贸易战爆发之前，“抢出口”因素对出口形成明显的支撑。但随着特朗普发动贸易战，一方面全球经济增速受负面冲击，另一方面，对我国出口影响更为显著。从中国对美国的集装箱运费已经大幅下降可见一斑。

失业率依然偏高



虽然失业率整体有所改善,但随着高校毕业生将于暑假进入就业市场,预计年轻人的失业率将会出现季节性的抬升。

CPI和PPI持续低迷

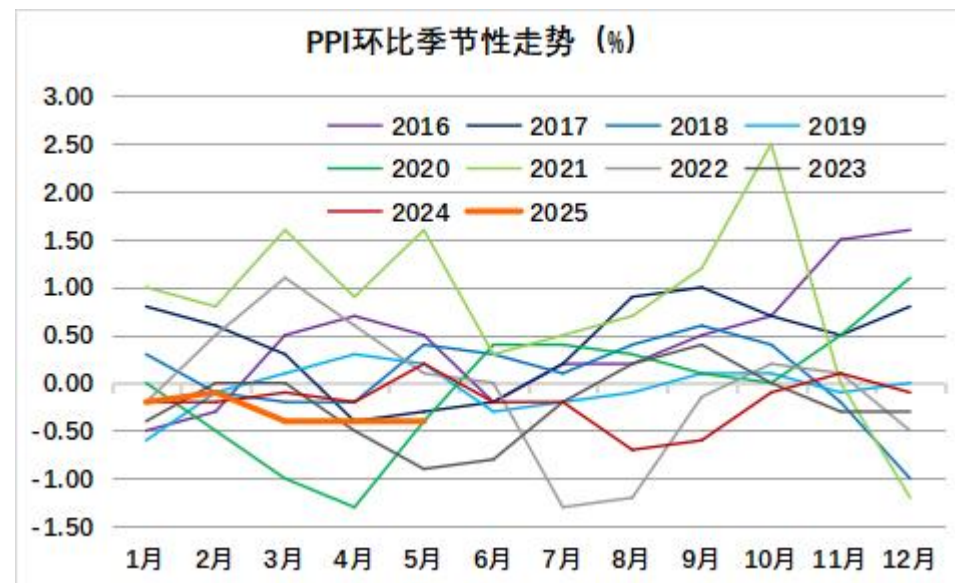
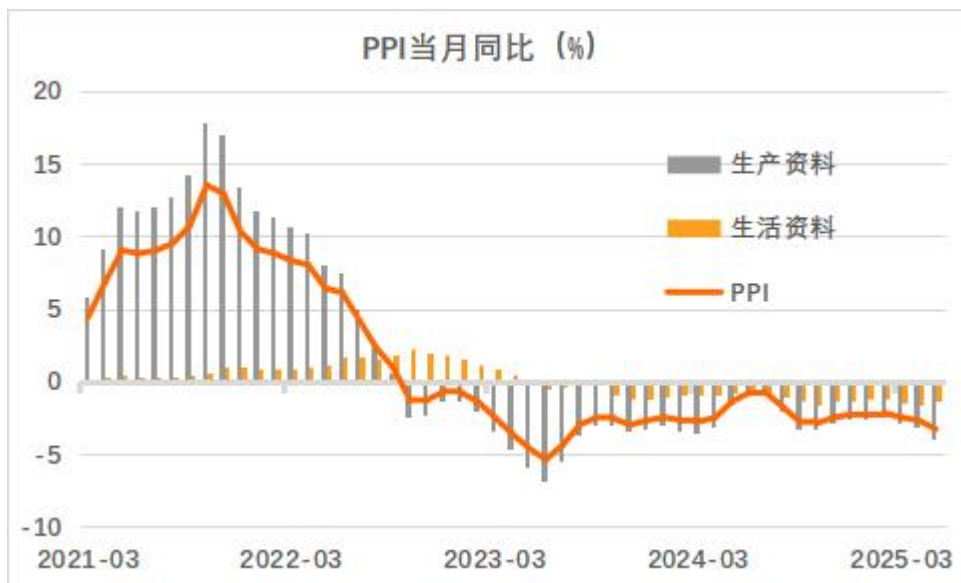


从季节性规律来看，CPI 环比预计将有所上升，但暑期之后，环比增速又将回落。今年蔬菜、鲜果价格同比偏低，带动了CPI的走低

投资有风险，入市需谨慎

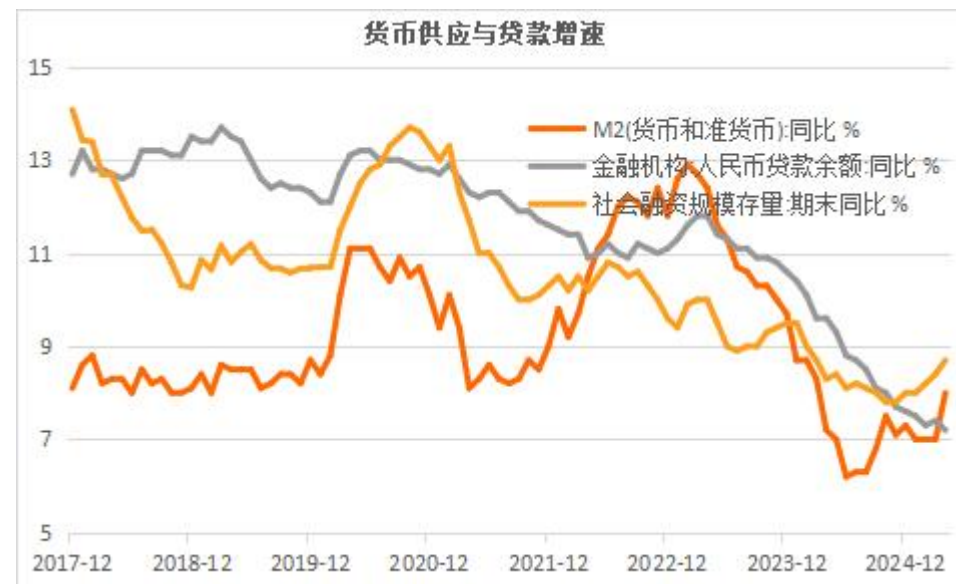
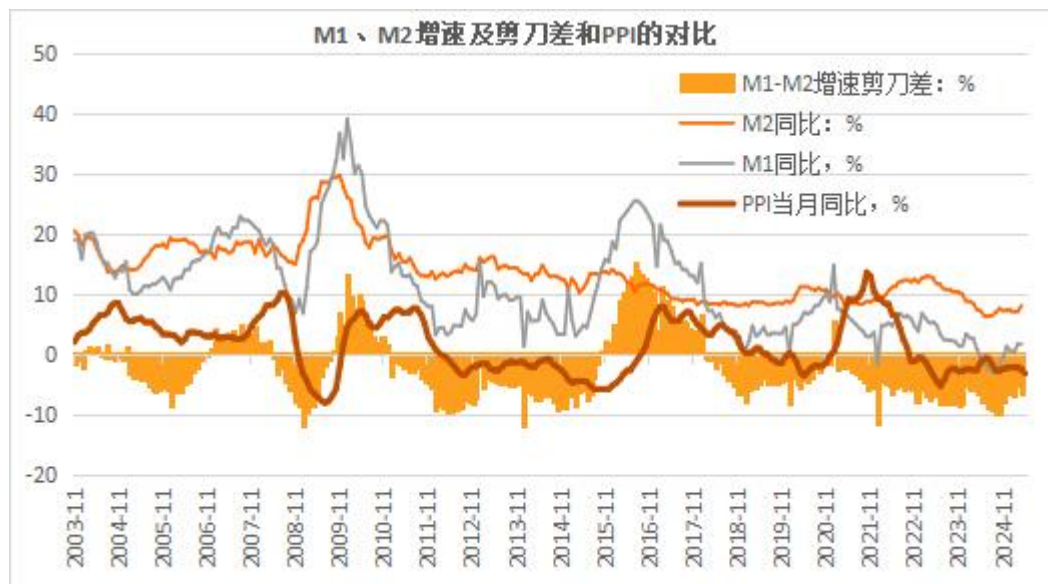
数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

PPI持续负增长，环比明显偏弱



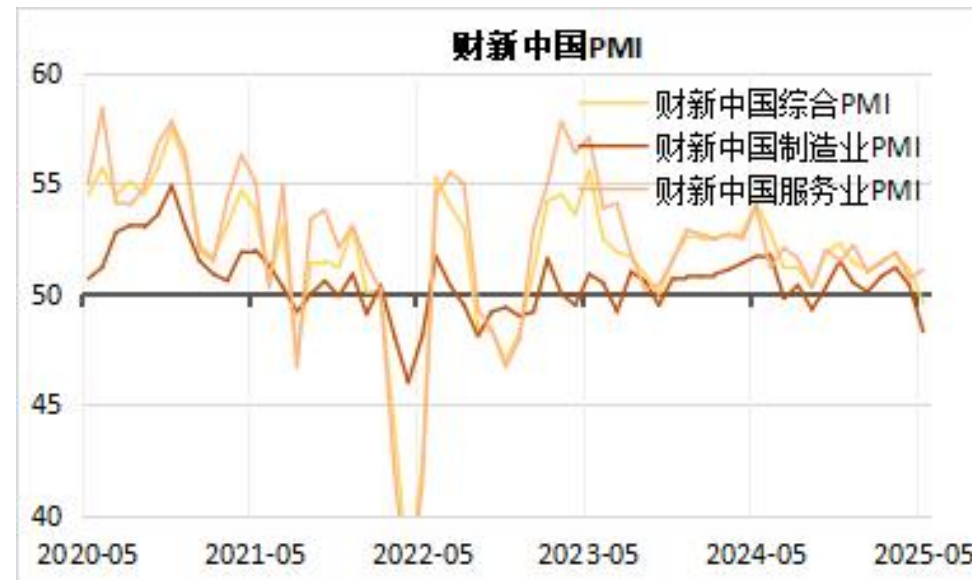
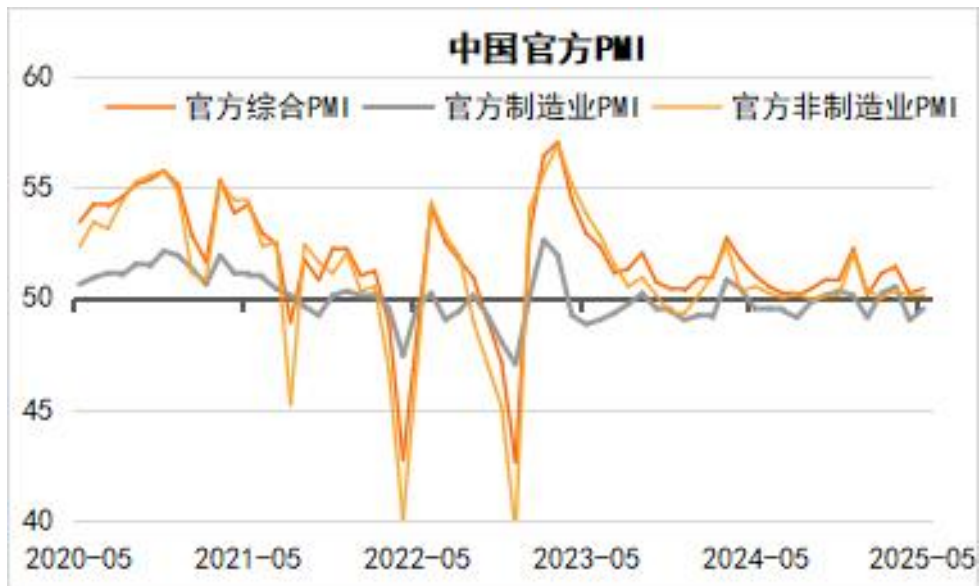
商品价格持续下跌，对PPI形成明显的拖累。PPI环比数据明显弱于往年。PPI的走低，对企业盈利构成很大的压力

M1和M2增速回升，但PPI走势明显滞后



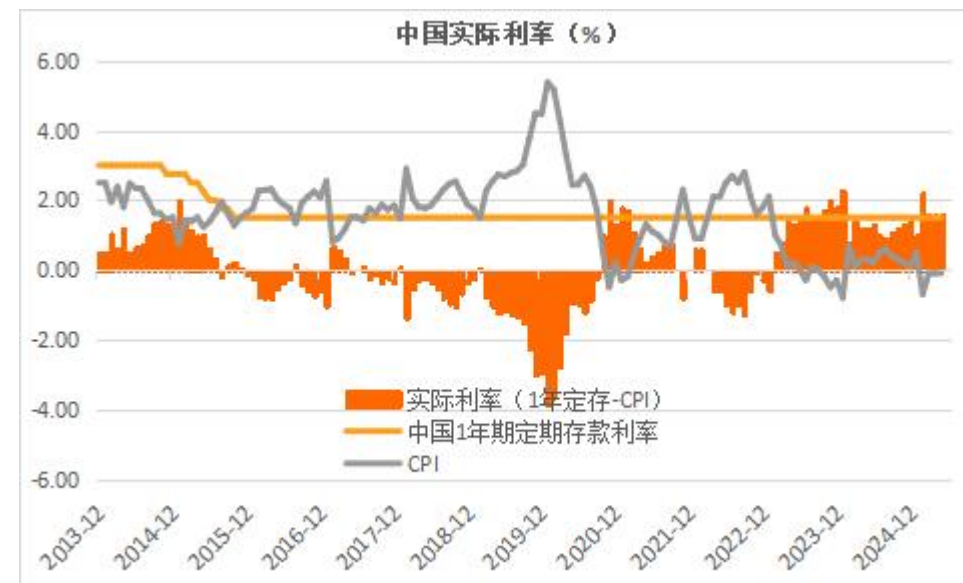
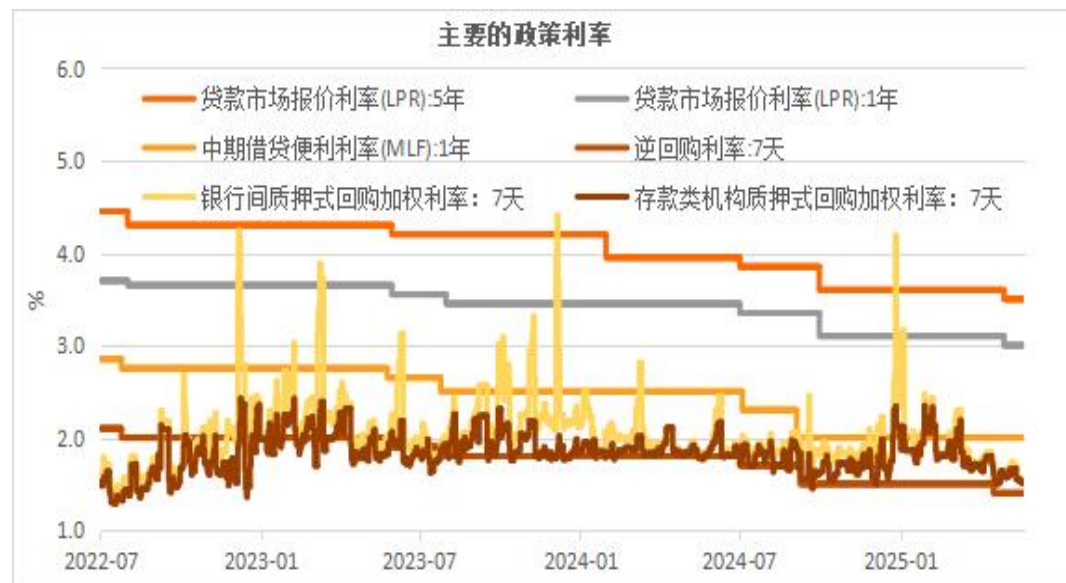
一般情况下，M1和M2的增速与PPI高度相关，但最佳几个月，相关性明显减弱，货币供应的增加，不见PPI的回升，主要原因在于目前整体需求偏弱。

PMI数据走势偏弱



官方制造业PMI连续三个月已经低于荣枯线，财新中国制造业PMI跌至荣枯线下方，显示制造业的景气度转差

资金利率不断下行，实际利率仍据高位



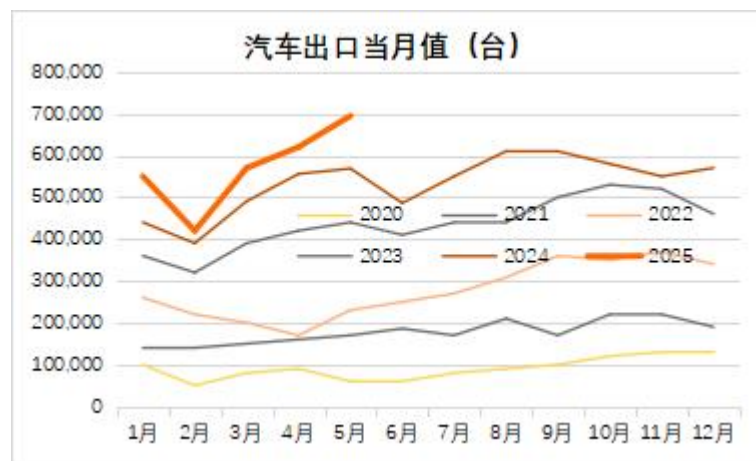
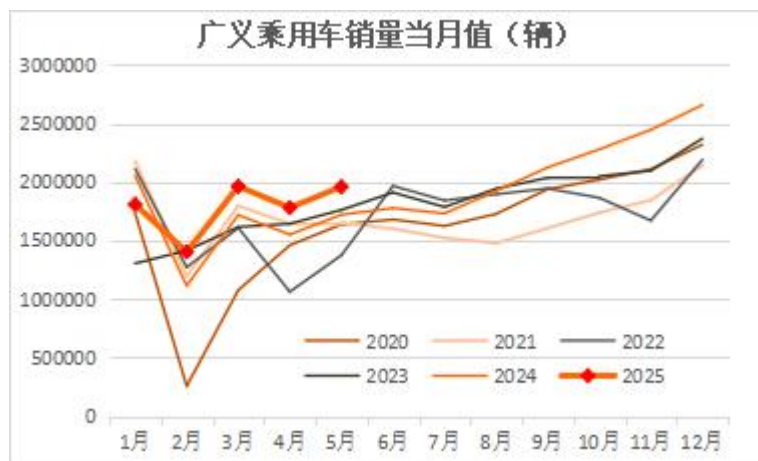
虽然货币供应增速回升，但PPI持续回落，一方面，央行主动下调利率，另一方面，市场信贷需求不足，二者共同造成资金利率持续回落。另外，市场的实际利率近2%，明显偏高。如果以PPI作为计算基准，则实际利率将更高

房地产仍处于筑底过程中—或将滞后于整体经济复苏

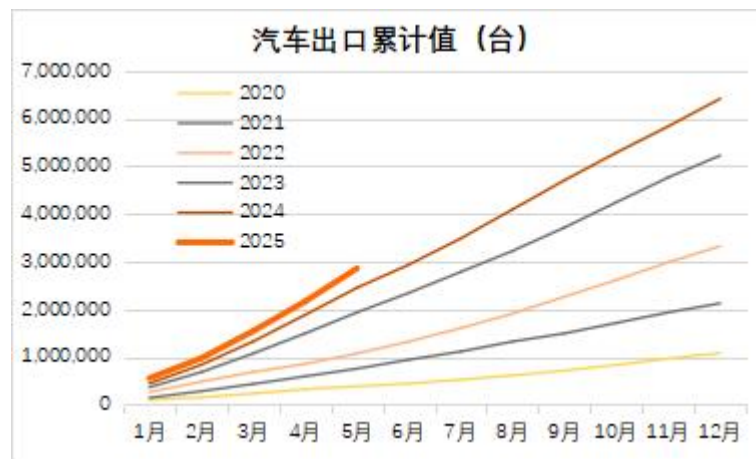
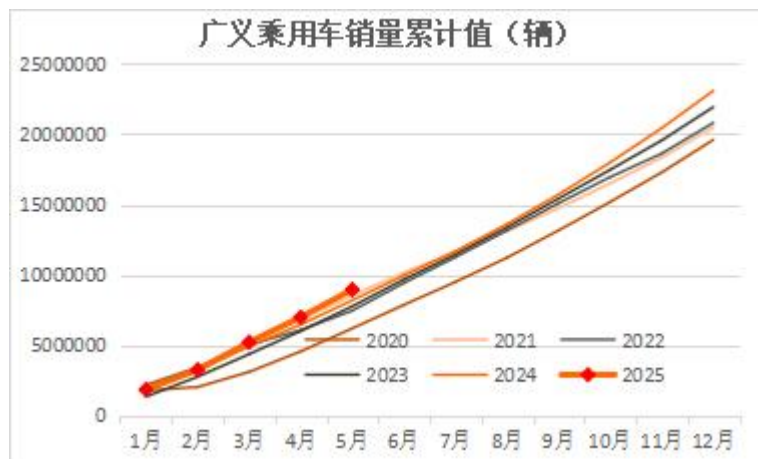


房价环比仍为负增长，仅一线城市表现较好。房屋销售累计同比仍是负增长，考虑到年初数据一般都相对更好，预计今年房屋销售同比仍为负增长。目前房地产开工数据低迷，反映市场仍处于筑底过程中

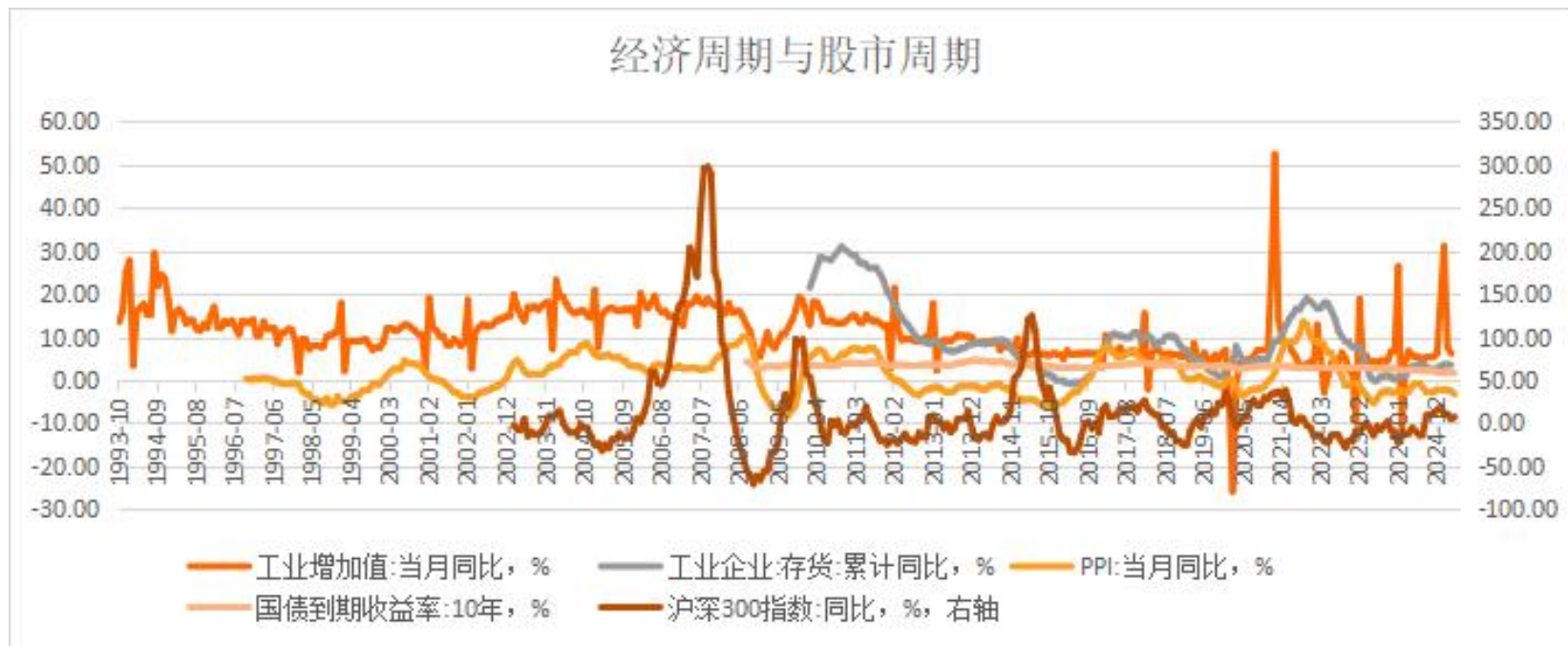
汽车工业厚积薄发，表现亮眼



汽车销量近几年每年上一个台阶，出口每年以超过100万辆的速度增加。经过多年的积淀，中国的汽车正受到全球的欢迎。

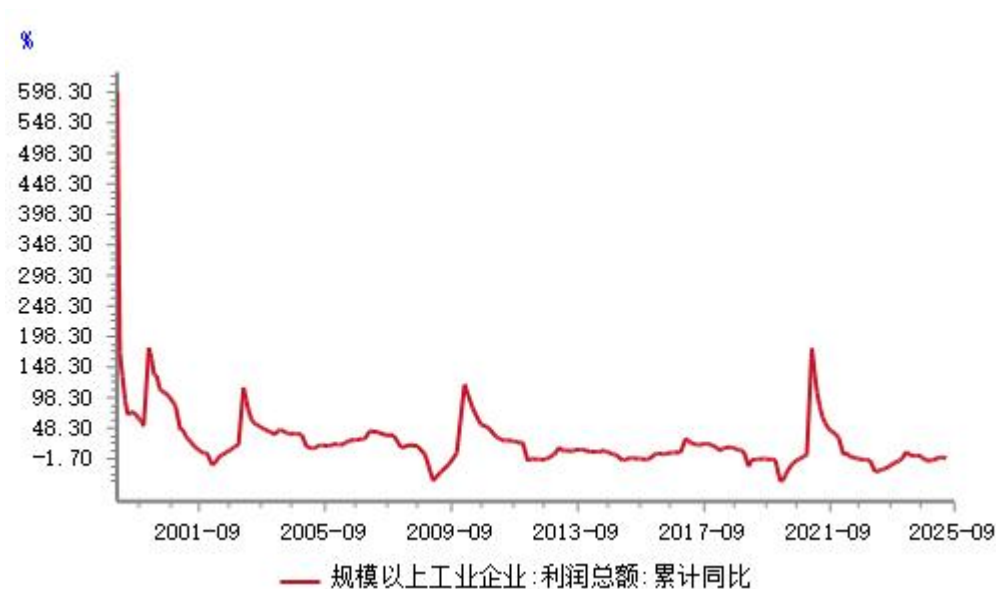


从周期的角度看，盈利压力大，仅靠估值抬升难以走远



经济基本面的变化和指数同比的变化呈现高度相关。在基本面没有出现明显改善的情况下，指数大幅上涨的可能性很小

规模以上工业企业利润下降



规模以上工业企业利润增速继续回落。中国1至5月份规模以上工业企业实现利润总额2.72万亿元同比下降1.1%，逆转中国1至4月份规上工业企业利润同比增长1.4%。数据也显示，中国5月份规上工业企业利润同比下降9.1%。

宏观经济处于筑底阶段，上市公司整体业绩增速承压

- 从宏观的角度来看，目前国内宏观经济处于震荡筑底的阶段。主要表现在，投资增速偏低，整体消费依旧相对疲弱，出口面临较大的下行压力，就业压力依旧较大，工业品价格持续走弱，物价下行压力仍然存在
- 在经济的筑底阶段，企业业绩也承受明显的压力，股价的上涨主要靠拔高估值来完成，指数整体表现一般，股市主要体现为结构性机会

上证50的PE和PB



目前上证50的
PE约10倍左右，已
经处于相对偏高的
位置



投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

沪深300的PE和PB



目前沪深300的PE在13倍左右，从过去7年时间看，是一个偏高的位置

投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

中证500的PE与PB



中证500的PE在30左右高于近8年绝大部分时期。



投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

中证1000的PE与PB



中证1000指数的估值在40左右，也处于相对偏高的位置



投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

万得全A（剔除金融和石化）的估值

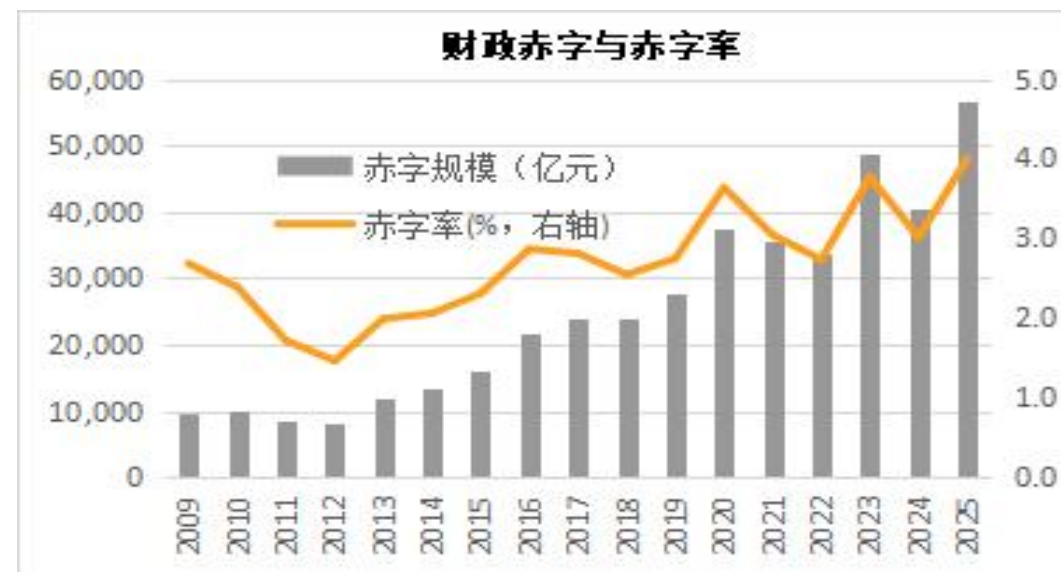
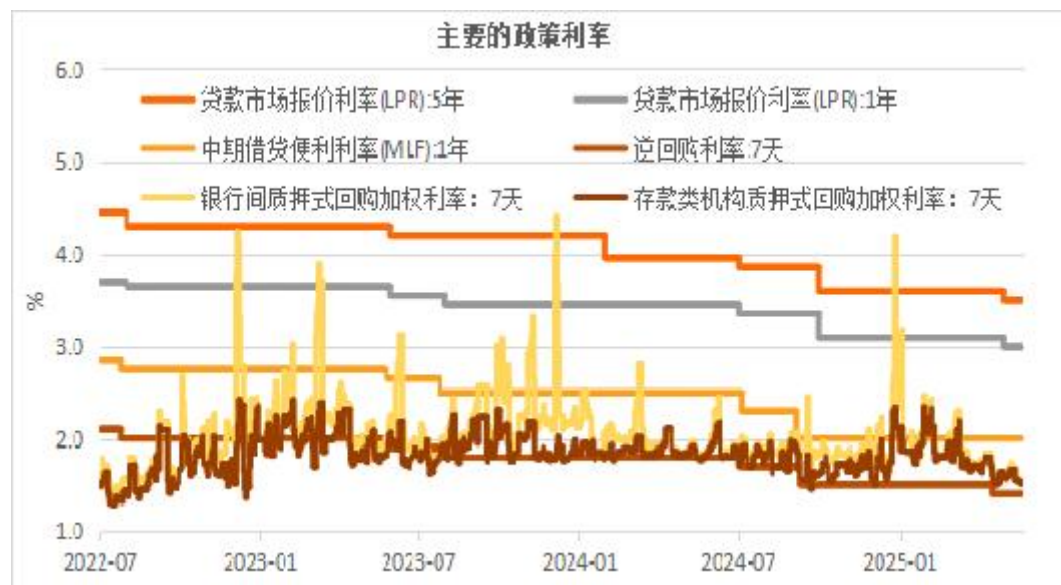


剔除金融和石化之后，万得全A的指数PE在33左右，已经出现了较大幅度的回升，超过了21年年底，已经处于近10年偏高的位置，说明继续上涨面临较大的阻力

投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

财政、货币双宽松，预示指数下跌空间受到限制



目前在财政和货币双宽松的状态下，只要指数下跌过快，回调幅度过大，则高层仍有可能会及时的推出相关政策来稳定股市。稳定股市、楼市写进整改工作报告。另外，在中央汇金等准平准基金的支撑下，股市向下的空间远小于向上的空间。一旦出现快速下杀，预计中央汇金等机构将再次出手。

一旦市场形成这样的预期，当价格出现快速的下跌，入场的机会就会到来。

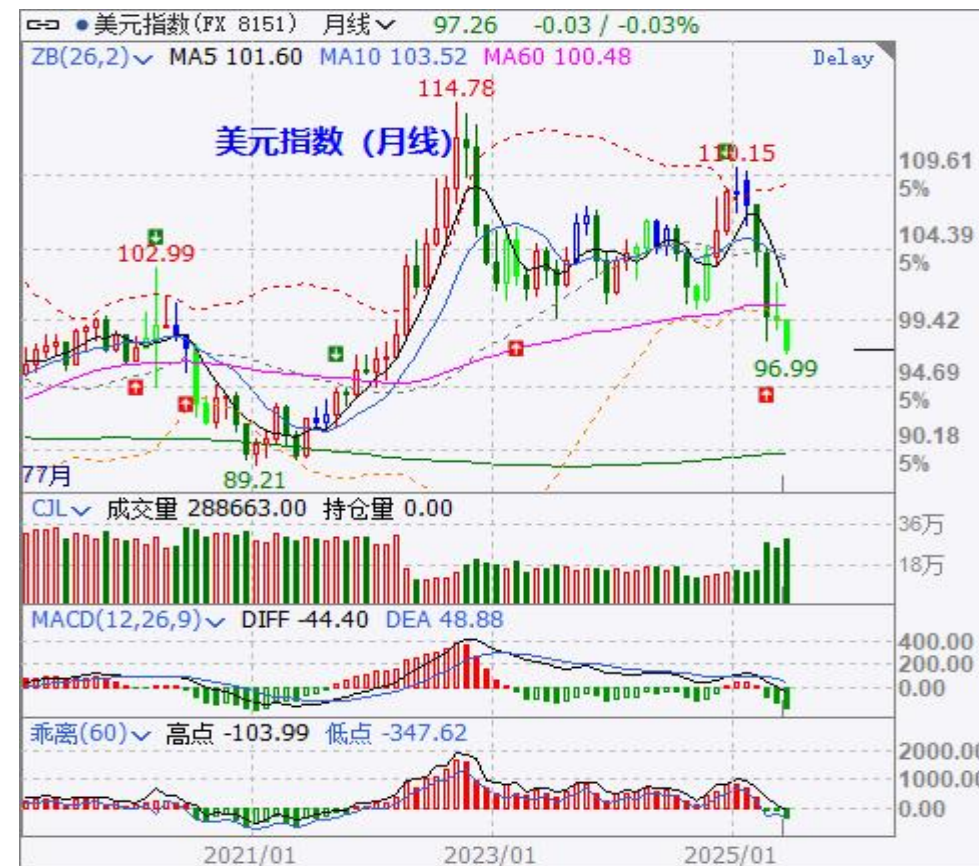
中美经贸关系展望：关税稳定在目前水平上，其他领域激烈博弈

- 中美谈已就贸易框架达成一致。
- 何谓“框架”，双方均没有给出细致的解答。
- 从中美博弈的角度来说，美国遏制中国技术进步和发展的意志不会改变，但中国也手握“稀土”王牌。对于美国的技术遏制，国内紧迫性并不强。
- 未来有可能达成的协议是，将目前的关税税率固定下来。即使有变，主要在芬太尼关税可能会下调。因为中国针对美国方面的芬太尼关税，还没有实质性的动作。
- 中美在稀土方面可能达到协议，美国方面将在技术遏制方面或有一定让步

关税变化对比

时间点	美国对中国商品关税	中国对美国商品关税
2025年4月2日之前	20%	15%
2025年4月2日“解放日”后	54%	49%
2025年4月9日	104%	84%
2025年4月11日	145%	125%
日内瓦谈判后（5月11日）	30%	10%

全球去美元化以及海外资金流入，仍不是股市上行的主要驱动力量



- 在美国国内通胀温和以及降息预期加持下，长期美债收益率并没有下降。资金减配美元资产的迹象正逐步明显。
- 海外资金的回流以及对于中国科创板块的看好，是推从港股大幅上涨的主要驱动力量。
- 对A股来说，这两种力量暂时还不是主导力量，但未来不能排除这方面因素被市场炒作。

投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

下半年期指大概率仍维持震荡，超跌是做多机会



指数目前处于震荡状态，以深成指为例，未来相当长时间，下方的支撑在9000附近，上方的阻力在11000附近，极限高位在12000附近。如果价格能深跌，则是比较好的入场做多的机会。

如果指数没有出现下跌，而是不断的震荡上行，形成向上的突破，除非宏观经济基本面改善，如观察到PMI快速回升等情形，否则有效突破的概率并不大。

从绝对价格水平的角度来看，目前指数的位置相对偏低。

投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

- 整体宏观经济处于筑底阶段，企业业绩出现迅猛改善的可能性小，在相当长时期，指数的上涨主要依赖估值的抬升。
- 相对来说，目前四个指数的估值水平已经不低，如果剔除金融和石化行业的股票，则指数的估值已经来到了近十几年来高位。
- 影响估值的因素有很多。宽财政和宽货币政策、类平准基金的买入起到支撑作用，去美元化以及海外资金的回流，主要影响估值相对偏低的港股，对驱动A股上涨作用有限。中美贸易局势将逐步趋稳，但在技术和稀土方面的博弈还将反复拉扯，对期指可能会形成明显的扰动。另外，宏观面的资金利率仍在不断下降，但存款搬家配置股市还没有形成洪流。因此，在估值相对偏高的情况下，期指继续上涨面临较大的阻力。
- 未来比较好的机会在于，受某种利空因素影响，期指出现超调，那么逢低做多机会就会到来。另外一种情形是，指数一直在一个小区间横盘，最终会形成突破。在横盘的时候，是非常煎熬的时候。这也是本报告标题“行至水穷处，坐看云起时”的主要想表达的意思，在困难、行情寡淡的时候，要看到希望和机会。
- 未来股市走出大的牛市行情的必要条件是，宏观经济企稳回升后，企业业绩出现实质性改善。单纯估值抬升而出现的上行趋势不会持续很久，难以和指数的上涨出现“正反馈循环”。
- 从更长远的角度看，随着中国逐步向产业链上游发力和科技创新的不断涌现（东升西落），一定会在不久的将来出现一轮波澜壮阔的大牛市行情。这轮牛市行情，和过去二十年楼市大牛市类似，能否把握住，将成为很多人命运的分水岭

题外话：为何说是慢牛？

- 指数在高估值的基础上上涨，没有业绩的改善，容易出现深度的调整。而业绩的改善需要宏观经济进入上升周期；
- 房价的下跌，对居民资产负债表构成一定的负财富效应，资金配置股市的意愿回落；
- 机构投资者占比逐步提升，市场更加理性；
- 市场主要表现为结构性行情，板块之间轮动，指数表现没有板块波动大；
- 慢牛所持续的时间：短则3-5年，长则10-20年，甚至可以更长
- 中间会伴随短暂的快牛行情（中线级别），但拉长周期看，指数将整体处于一个上行通道中，同道的上边界构成阻力，下边界构成支撑。



感谢阅读

投资有风险，入市需谨慎



免责声明

本报告由山金期货投资咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。

山金期货官方微信号



投资有风险，入市需谨慎