

深化改革提升质效 市场预期企稳向好

国泰海通证券研究与机构业务委员会副总裁路颖：

经济转型与政策发力双轮驱动 投资者信心企稳回升

证券时报记者 康殷

“经济转型和新兴业态初露峥嵘，是中国股市持续上升的关键动力之一。目前，中国经济传统周期动力正在出清、触底和磨底，去库存企稳的能见度在提高。”在第十九届上市公司价值评选专家研讨会上，国泰海通证券研究与机构业务委员会副总裁、研究所所长路颖表示。

2025年以来，新技术趋势和新消费动向持续涌现，资本开支开启上升趋势。在“实然”不足的时期，解决问题的“应然”是关键。路颖指出，中国政策重心向发展倾斜，财政扩表支持民生、提振消费与改善企业现金流；“反内卷”的背后是经济治理思路的转变，这种转变持续优化和推进是必然，也为远期ROE(净资产收益率)企稳提供条件。“政策治理更及时、合理、得当，社会发展的不确定性下降，经济大盘企稳改善的能见度也在随之提高，这为股市预期上修打开了空间。”

对于中国经济结构变化带来的影响，路颖认为，当前中国传统经济正加速出清，对经济的拖累逐步减小。在地产业领域，2025年二季度我国住宅投资占GDP比重回落至5.4%，绝对值与下滑幅度均接近美日韩经验水平，二三线城市地产价格回落幅度进入磨底期，对经济的拖累将显著

减小。

据Wind统计，2025年、2026年、2027年我国房企国内债总偿还金额分别为4694亿元、3194亿元、3139亿元，后续房企债券到期偿还金额逐年递减，信用风险已基本出清。在制造业领域，企业自发供给出清已然开启，2025年一季度，资本开支同比减少10.6%，增速创近十年新低，而“反内卷”政策的发力将进一步提升盈利困境反转的可见性。

路颖表示，合理得当的总量政策以及经济结构的变化，正在推动预期出现积极转变。2024年“9·24”后政策围绕化解债务、提振需求与稳定资产价格的“新三支箭”持续发力；通过货币宽松、债务重组等方式降低实际利率，缓解全社会债务压力；实施更为积极的财政政策，且思路转向投资与消费并重，直指国内有效需求不足问题；稳定股市房市，以稳定中等收入人群的社会财富效应。“更为合理的总量政策有效降低了经济的尾部风险，稳定了投资者预期。”

路颖强调，更为重要的是，中国经济初现峥嵘，新技术、新消费等商业机会开始涌现，AI、机器人等新兴领域资本开支加速，创新药掀起出海热潮。“转型带来的经济质量提升正变得更为显性，而这将推动投资者对经济的预期企稳回升。”

东吴证券执委丁文韬：

资本市场活力强劲 多重利好提振A股

证券时报记者 康殷

在第十九届上市公司价值评选专家研讨会上，东吴证券执委、总裁助理丁文韬谈及今年以来A股态势时指出，本轮行情的核心驱动因素主要有五方面。其一，我国经济基本面稳健复苏，展现出强大韧性，为股市提供坚实支撑；其二，中央积极推进“反内卷”政策，助力改善经济供需格局，推动企业盈利回升；其三，中国重要科技成果井喷，带动中国资产重估；其四，新“国九条”发布，为资本市场高质量发展奠定坚实制度基础；其五，海外美元周期下行，全球流动性边际宽松，利好新兴市场，尤其是A股和港股市场。

对于今年行情的发展趋势，丁文韬表示，当前资本市场活力强劲，上证指数已突破十年新高。在基本面和估值修复的双重共振下，A股依然将延续慢牛趋势，且已具备走出慢牛行情的基础。从底层动力来看，中国经济进入高质量发展阶段，新动能逐步承接旧动能；从制度层面而言，新“国九条”的颁布，有利于建设长钱长投的资本市场生态；从市场主体质量来讲，中国上市公司质量持续提高，资本市场含“科”量不断提升，目前A股科技板块市值占比超过1/4，上市公司正从聚焦主业、科技创新、强化管理等多维度发力，推动资本市场健康发展。

资本市场深化改革加速推进的背景下，科创板“1+6”改革、“并购六条”等政策组合拳先后出台，第五套上市标准重启并

扩展至商业航天与AI领域。丁文韬认为，这一系列举措正从多方面重构资本市场生态，注入新动能。在融资生态上，实现精准突破，科创板设置科创成长层，为未盈利企业上市开辟“专属通道”，第五套上市标准扩容让商业航天、人工智能等前沿领域企业迎来发展曙光，科技企业获得全周期赋能；在产业整合方面，效能全面提升，“并购六条”推出的分期支付机制、简易审核程序等改革，加速优质资产向上市公司集中，跨行业并购有望催生新质生产力，推动前沿领域形成百亿甚至千亿级别龙头公司。

2025年以来，内地企业“A+H”上市热潮涌现，丁文韬分析，这一现象背后有三大原因：一是政策红利释放，去年4月证监会明确支持内地行业龙头企业赴港上市，去年10月香港市场优化审批流程，今年8月港交所进一步放宽特专科技公司上市市值门槛；二是港股流动性改善提供支撑，2025年以来恒生指数累计上涨30%，南向资金年内净流入超1万亿港元，外资回流趋势显现；三是企业层面有出海、避险、再定价三大诉求，港股市场成为中国企业参与全球产业链重构的重要桥梁。

在投资机会方面，丁文韬建议关注三大方向：一是光伏产业链及受光伏β影响估值承压的储能相关环节、锂电产业链、新能源汽车、成熟制程晶圆代工；二是出现产能过剩的中上游传统行业，如钢铁、水泥、玻璃等；三是部分新兴非制造业，如电商行业。

路颖

国泰海通证券研究与机构业务委员会
副总裁

赵晓光

天风证券董事、
研究所所长

丁文韬

东吴证券执委

李湛

招商基金研究部
首席经济学家

吴伟志

中欧瑞博董事长

天风证券董事、研究所所长赵晓光：

“反内卷”本质是促进产业高质量发展

证券时报记者 杨霞

在第十九届上市公司价值评选专家评审会上，天风证券董事、研究所所长赵晓光从多维度分析了当前市场行情的驱动因素，认为未来整个市场将是逐步向上的一个局面，慢牛行情具备基础。今年“反内卷”本质是促成整个产业向高质量发展，注重技术为核心，而不是简单的价格战。

今年以来，市场赚钱效应逐步体现，赵晓光从多维度分享了本轮行情的驱动因素。赵晓光认为，首先，从技术面和资本面角度，包括整个居民的财富转移都体现出市场非常稳健。一方面近期行业延续了非常好的表现，另一方面，一些价值行业也逐步被市场挖掘。其次，目前政策有助于通过并购实现行业集中度提高和行业稳定健康发展，让优秀企业获得更多的资金支持，市场通过更好的定价，发掘出优秀企业。据赵晓光观察，过去一年最好的并不是小公司，而是龙头公司，在资本市场的政策下获得了更好的溢价和支持，更好地带动了产业发展。

未来行情如何演绎？是否能走出市场期待的慢牛行情？赵晓光从基本面、政策面、技术面和资金面进行分析。政策面上，资本市场对实体产业的服务和激活作用被高度重视，政策大力支持市场发展。基本面上，虽然房地产对经济的影响还存在，但是人工智能对各行各业的撬动，正在逐级传递传导，推动结构性的基本面向上。另外，各个指标也都在一个相对安全的位置，都有往上的空间，所以未来整个市场应该还是逐步向上的一个局面，慢牛具备基础。

2025年以来，内地企业A+H上市热潮涌现。“优秀的企业走向港股，实际上是代表我们整个国家经济对金融市场开放的态度，让优秀企业获得更多的国际资本认可。A+H上市一方面能够帮助一些企业获得更好的资金支持，融资海外资本；另一方面，也展现了资本市场国际化和开放的形象。”赵晓光说。

2025年“反内卷”成为中国经济的关键词。赵晓光认为，和2016年供给侧改革相比，这一轮“反内卷”本质上促成我们整个产业向更加注重高质量发展，注重技术为核心，而不是简单地打价格战。

招商基金研究部首席经济学家李湛：

资本市场结构性机遇与挑战并存

证券时报记者 康殷

“当前我国经济运行呈现外需相对坚挺、内需走弱的分化态势，7至8月宏观经济数据边际放缓，三季度GDP增速预计较7月有所下滑，内需不足已成为制约经济持续回升的重要因素，四季度面临的消费、投资、通胀压力需重点关注。”

在第十九届上市公司价值评选专家研讨会上，招商基金研究部首席经济学家李湛针对当前宏观经济与资本市场运行态势作出上述判断。

李湛指出，当前消费者就业指数处于2024年下半年以来的偏低水平，居民就业偏弱拖累收入与消费意愿，同时1至8月“以旧换新”已带动约1.9万亿元销售额，补贴资金消耗近2640亿元，四季度亟需追加补贴以维持消费复苏动能。

投资端也面临下滑压力。8月固定资产投资累计同比仅增长0.5%，较上月下降1.1个百分点。李湛表示，三大投资分项均存下行压力，短期内难以形成有效支撑。

内需不足与外部供给压力共同影响价格回升。剔除食品和能源的核心CPI长期维持在1%以下，国内“反内卷”聚焦中游制造业，对于抬升终端商品价格的传导有一定周期；海外市场上，美国加大化石

能源开发出口，OPEC+通过增产争夺市场份额，能源价格反弹动力不足。

值得关注的是，资本市场在多重支撑因素作用下呈现企稳回升态势，但资金结构与风险点仍需警惕。李湛分析，三季度以来市场微观流动性充裕，7至8月非银金融机构存款同比多增1.94万亿元，增量资金入市形成做多正反馈；外部风险持续缓释，中美关税谈判展期、美联储9月降息25BP并有望年内再降50BP，国际资本流动性格局改善；宏观政策预期抬升，“内卷”整治与“人工智能+”政策为科技行业注入动能。

资金结构上，私募、游资与杠杆资金成为主要增量，私募证券投资基金7月备案规模较2024年低点增长22倍，融资余额突破2万亿元，但居民资金入市意愿偏弱，更多居民资金或通过银行理财产品间接入市。

对于后续市场走势，李湛指出，中美关税谈判进展、“内卷式”竞争整治落地节奏、稳增长政策力度仍是核心关注点。政策层面需进一步引导中长期资金入市，优化互联互通机制、扩大社保与年金权益投资比例，同时加强政策协同与风险防控，压实中介机构责任，防范短期投机资金过度炒作，为资本市场长期健康发展与转型升级提供支撑。

中欧瑞博董事长吴伟志：

资本市场深化改革质效提升明显

证券时报记者 杨霞

近日，在第十九届上市公司价值评选专家评审会上，中欧瑞博董事长、投资总监吴伟志分享了当前市场热点问题的见解。他表示，当前中国股市结构性慢牛特征较明显，客观上已具备慢牛行情的基础。资本市场深化改革，对于增强上市公司股票定价的合理性以及提升股市估值都有很大的意义。“反内卷”大背景下，看好传统周期行业及新能源产业链的投资机会。

吴伟志从四方面谈了今年行情向好的驱动因素，认为今年中国股市从牛市第二阶段往第三阶段走的过程中，目前仍处于该过程中。节奏上，结构性慢牛特征较明显。目前慢牛基础基本具备，这些条件包括：低利率环境、制度改革落地、长期资金加速机构化入市、盈利边际改善；但外部环境的不确定与财报披露季对质地较差公司的证伪是值得关注的风险点和时间节点。

据吴伟志观察，资本市场深化改革，

出台一系列政策组合拳，正在把资本市场从“偏融资功能”重构为围绕硬科技和新质生产力的投融资并重的市场，形成“科技—资本—产业”良性循环的枢纽功能。其对股市的影响在供给端以结构性为主，投资端以总量为主，对投资者而言，既扩大了可选公司的范围，同时也增加了去伪存真的难度，这对于始终坚持自下而上精选的机构投资者而言是好事。在投资端，政策引导长期化与专业化，如引入资深专业机构投资者、推动公募、险资、养老金等中长期资金入市。这对于增强上市公司股票定价的合理性以及提升股市估值的整体稳定性都有很大的意义。

关于当前A+H上市热潮，吴伟志认为，从中长期看，更多的中国优秀企业在港股上市，会吸引海外投资者不断增配中国股票，从而吸引国际资本流入，但短期需关注IPO/配售供给对流动性的阶段性扰动。国际资本增配中国股票，有利于人民币国际化。

第19届上市公司价值评选 专家研讨会