

瑞銀：中長線資金流入 提升A股估值

「反內捲」改善企業盈利 關注鋰礦光伏化工股

投資人語

瑞銀全球金融市場部中國主管房東明表示，中國經濟進入了一個中速發展的新周期，優質的企業更可能脫穎而出，獲得更高的估值，同時科技創新作為中國企業穿越周期的核心競爭力，仍將是未來一段時間投資中國的關注焦點。

瑞銀證券中國股票策略分析師孟磊提出「股權風險溢價」（ERP）的觀測視角，該指標（PE的倒數減去十年期無風險收益率、十年期國債的收益率）衡量的是投資股市相對於無風險資產的額外回報。他指出，過去三年，無風險收益率下行非常之多，十年期國債償債到期收益率最低達到過1.6%的水平，無風險收益率的下行，勢必帶來整體A股市場估值中樞的提高。

大公報記者 毛麗娟

在日前舉行的瑞銀證券中國A股研討會媒體分享會上，孟磊提到，今年6、7月份以來，高頻的工業企業利潤已經從相對底部開始往上走，負增長開始減弱，跌幅收窄；從盈利層面看，A股去年下半年的增長基數比較低，在低增長基數的背景下，預計今年A股利潤增速在6%左右，盈利增長較之前將有進一步提速。

孟磊借助「股權風險溢價」指標分析，A股當前的「股權風險溢價」仍處於歷史均值上方接近一倍標準差的位置，表明利率下行對估值的正面影響，尚未被市盈率完全吸收。換言之，A股整體估值仍處在比較低的折價位置，遠比表面看起來要「便宜」。此外，更強而有力的政策寬鬆，引導更多中長期資金入市及提振市場信心，都會使整體市場估值進一步上行。

AI板塊進第二輪行情

孟磊分析，今年上半年A股新增資金主要以槓桿資金、量化資金、個人投資者資金為主，因此帶來了高風險特徵、高彈性的主題投資風格，資金偏向在科技、人工智能等主題尋找投資機會。孟磊表示，政策的支持加上產業趨勢的變化，包括以人工智能為代表的新型業態，對整個行業的基本面產生了非常重要的影響，人工智能

在年初迎來一段行情之後，目前進入第二輪行情，由盈利預期改善和產業趨勢變化所推動。

「從市場成交熱度來看，以大科技板塊為例，市場成交熱度確實出現了明顯提高，但和今年初、去年9月份最高點相比，科技股的交易佔比還沒有達到極致狀態。」孟磊稱，只要有更多基本面的兌現，有盈利復甦的推動，科技股行情仍有望進一步延續。

瑞銀中國股票策略研究主管王宗豪認為，10月底的政治局會議或將成為A股行情的一個「分水嶺」，可重點留意消費、行業「反內捲」、房地產這幾大方向的政策信號。配置策略方面，建議關注兩大交易主線：一是「反內捲」主題，鋰礦、光伏還有化工板塊的估值偏低，後續行業持續出清、企業改善盈利，估值、股價都有望出現明顯修復；二是TMT為代表的科技板塊，從歷史上看，科技引領的上漲通常能持續一年。

尋找潛在大龍頭企業

科技股、成長股板塊方面，王宗豪認為應該着重關注企業的行業地位，考慮到在科技行業，龍頭企業有着很強的規模效應，體現在企業的研發能力、與客戶的議價權等。投資者可以橫向對比美國一些龍頭公司，來尋找潛在的大龍頭企業。



2025年		
瑞銀證券中國股票策略分析師	孟磊	瑞銀中國股票策略研究主管
	資金偏向在科技、人工智能等主題尋找機會。人工智能目前進入第二輪行情，由盈利預期改善和產業趨勢變化推動。	
		王宗豪
		張寧
		瑞銀投資銀行高級中國經濟學家
		房市去庫存仍是重中之重，政策仍有進一步調整空間，如降低按揭利率，甚至中央層面的資產管理公司介入。

穩經濟增長 財策幣策有加碼空間

【大公報訊】瑞銀投資銀行高級中國經濟學家張寧在分享會上表示，中國經濟今年的增長料「前高後低」，前三季度經濟增長速度不錯，四季度挑戰偏大，但若經濟增長動能明顯放緩，政策還是會有加碼的空間。此外，一旦美聯儲的降息確立，相信對中國貨幣政策空間也能提供更多可能性，央行未來幾個季度仍有降息20個基點左右的空間。

去庫存提速 增樓市信心

張寧說，政策加碼的空間不一定是財政赤字率的年內修改和提升，更有可能是預算外的政策支持有加碼，比如說：政策銀行發行5000億（人民幣，下同）規模左右的特別金融債券，建立特別基金，從而作為資本金注入到基建項目和戰略性項目中。對於房地產產

策，張寧判斷，去庫存仍是重中之重，未來一段時間政策仍有進一步的調整空間，使得去庫存進展有所加快。比如降低按揭利率、降低整體的地方政府的融資成本、逐漸紓緩問責的壓力，甚至包括中央層面的資產管理公司能夠介入到去庫存項目的進展中，釋放更多穩定房地產市場的信心。「料到明年二三季度房地產市場買賣出現均衡的狀況才會有所改善。」他說。

對於「內捲」問題，張寧認為，今年才剛剛開始的「反內捲」，在明年、後年甚至更長時間內這個主題會更加受到重視。他分析，「內捲」問題之所以產生，主要來自供給與需求不匹配；市場出清不充分兩個方面。

他建議，在供給與需求不匹配方面，首先需要在一定程度上調控產能和產量，在產量的控制和協調層面要有進

一步的推進與落實；其次要積極提振內需，尤其是盡早穩定房地產市場和加大力度提振消費需求，才有可能持續性地、更立竿見影地看到「反內捲」的進展；再次，內地優秀的企業要把視野從中國抽離出來，放眼全球，積極拓展海外市場，將產能包括整個商業運營拓展到海外，一方面有助於緩解「內捲」和產能的壓力，另一方面也可以提高資本回報，為繼續做大做強起到關鍵性作用。

針對市場出清不充分，張寧認為，要讓市場的出清更加順利一些，有兩方面非常重要：一是地方政府的行為要得到規範，包括減少對失敗企業的補貼與救助，從而使市場的出清更加充分；二是在監管規則、行業規則層面要更加細化，從而使得落後產能有可能進一步順利退出。

中國外儲增近1% 連續十月買金

【大公報訊】記者倪巍晨上海報道：人民銀行數據顯示，截至8月末，中國外儲規模報33222億元（美元，下同），按月增長299億元，升幅約0.91%。國家外匯管理局介紹，受主要經濟體貨幣政策預期、宏觀經濟數據等因素影響，美匯指數下跌，全球金融資產價格總體上漲，匯率折算和資產價格變化因素疊加，推動外儲規模環比增長。

分析指出，8月主要非美貨幣兌美元升值，加之歐美日股票市場的走高，均對外儲起到正向拉動作用，綜合國內外經濟金融形勢，年內外儲規模有望繼續保持基本穩定。

此外，伴隨著本輪黃金行情的啟動，中國自去年末以來不斷在儲備資產中加倉黃金。官方數據顯示，截至8月末，中國黃金儲備規模報7402萬盎司，較7月末增長6萬盎司，增幅與7月相同，這是人民銀行連續第十個月增持黃金。

瑞銀財富管理投資總監辦公室（CIO）團隊表示，特朗普政府關稅和

移民政策的影響，尚未完全在美國通脹數據中顯現，加之美聯儲本月有望降息，均對金價構成支撐。另一方面，美聯儲政策獨立性、美國財政可持續性，以及「去美元化」大趨勢等，或進一步推升市場的黃金投資需求，各國央行也會延續強勁的黃金買盤。

瑞銀最新報告透露，已將明年3月末的金價基準預測目標，從每盎司3500元上修至3600元，並將明年6月末的基準預測目標從每盎司3500元調高至3700元。鑒於黃金仍是有效的風險對沖工具，在組合資產中「配置5%左右的黃金最為適宜」。

國家外匯管理局強調，中國經濟運行穩中有進，展現出強大韌性和活力，這些均將為後續外匯儲備規模保持基本穩定提供支撐。

人民幣料7.1至7.2平穩波動

中國民生銀行首席經濟學家溫彬認為，市場預期「美聯儲9月降息」已成定局，美匯指數或順勢跌至98以下水平，隨著美聯儲重啟降息，美元大概率

偏弱運行，人民幣匯率面臨的外部壓力預計減弱，9月人民幣兌美元匯率有望在「7.1至7.2」區間內平穩雙向波動。瑞銀CIO團隊預期，未來12個月人民幣匯率或穩步升至6.95左右水平，相當於較目前位置有約3%的上行空間，「若美聯儲加速降息，或中國經濟數據超预期強勁，人民幣匯率有望更快升穿『七算』關」。

今年首八月中國外儲表現

月份	外儲規模	環比變化
1月	32090.36	+66.79
2月	32272.24	+181.88
3月	32406.65	+134.41
4月	32816.62	+409.97
5月	32852.55	+35.93
6月	33174.22	+321.67
7月	32922.35	-251.87
8月	33221.54	+299.19

單位：（億美元）

威馬汽車本月復產 擬2027年來港上市

【大公報訊】上月內地多家新能源車企公布銷量成績理想，零跑汽車（09863）、小鵬汽車（09868）、蔚來（09866）的交付量創出單月新高。有傳內地最早的造車新勢力車企之一的威馬汽車計劃9月復產，並部署2027年至2028年來港上市。

威馬於2015年成立，是內地最早的造車新勢力車企之一，惟2021年後內地汽車市場出現突變，該公司出現資不抵債，負債一度達逾200億元，以

及銷量明顯下滑。公司曾於2020年、2022年衝擊IPO失敗，至2023年初與Apollo出行（00860）達成有條件買賣協定擬借殼上市，惟最後宣布終止。

據了解，深圳翔飛汽車銷售成為其重整投資者及新股東，計劃9月復產EX5和E5車型，預計初期投資10億元人民幣用於設備升級、供應鏈恢復和產品開發，年內實現產銷一萬輛，並部署2027至2028年上市。

此外，公司已制定2025年至2030年經營發展規劃，包括未來5年推10款以上新產品，及計劃開拓東南亞及中東市場，期望明年產10萬輛，至2027年至2028年年銷量增至25萬至40萬輛，並在2030年將產量提升至100萬輛水平。



◀威馬計劃本月復產，預計年內實現產銷一萬輛。

凌浩出任香港寬頻主席

【大公報訊】香港寬頻（01310）公布多項人事變動，凌浩獲委任為董事會主席，鍾郝儀辭任主席一職，但繼續擔任獨立非執行董事。另外，楊主光辭任副主席及行政總裁，同時委任李昕接替行政總裁一職。雷立群及羅偉民分別獲委任為執行董事及非執董，人事變動已於上周五起生效。

資料顯示，凌浩擁有超過30年電信行業從業與管理經驗，曾在中移動擔任多個職位，現為中移動香港董事長。李昕亦有逾20年電信行業經驗，

現為中移動香港行政副總裁。至於新任執董雷立群現為中移動香港行政副總裁兼首席財務官，而羅偉民現為中移動香港行政副總裁。

中移動香港上月斥資10.84億元，增持香港寬頻約14.44%股份，總持股升至29.9%並正式成為香港寬頻最大股東。

其後加拿大養老基金、新加坡GIC等股東均向中移動等售股，截至9月3日為止，中移動與一致人士共持香港寬頻70.7%的股份。