

外资机构年中展望：

## 中国经济增长韧性足 科技与高股息公司成投资焦点

■本报记者 毛艺融

2025年下半年展望成为近期市场关注的焦点之一。在近期外资机构发布的展望中,“韧性”成为中国经济的关键词。巴克莱银行、高盛等多家国际巨头均提到,中国消费与出口表现持续超预期,政策刺激效果显现。

展望下半年,外资机构普遍预期政策将持续加码,中国资产的吸引力有望增强。随着科技创新驱动的产业升级(如AI、电动汽车)以及高股息公司进一步释放增长潜力,中国股市的估值仍有提升空间。

### 宏观政策效果显现

高盛认为,中国经济短期增长韧性仍足,预计今年上半年中国GDP增速有望达到5.2%,且仍有上行空间。

巴克莱银行认为,2025年以来,中国消费表现超预期,这得益于今年升级的“以旧换新”补贴政

策效果超出预期,显著带动家电、通讯设备、文具和家具等品类的销售增长。

汽车销售持续强劲增长。巴克莱银行认为,这主要得益于中国政府自2024年7月份起实施的最高2万元旧车置换补贴。汽车销量的持续复苏已超出预期,这一趋势有望在下半年延续。

出口方面数据同样表现亮眼。“二季度出口保持强劲。”巴克莱银行认为,许多中国出口商正将目光投向美国以外的市场,在欧洲、东盟或共建“一带一路”国家中寻求更稳定的买家。这一趋势是支撑中国出口韧性的关键结构性因素之一。

展望下半年,巴克莱银行预计,政府将加大力度促进消费,包括扩大以旧换新政策覆盖品类,或将补贴范围延伸至更多服务领域。

景顺亚太区全球市场策略师赵耀庭表示,中国显著加大了政策刺激力度,扩大了2025年的财政预算并放宽了货币政策。这些举措

已有效推动经济增长的改善,这在汽车销售额、按揭贷款及零售额等关键指标中均有明显体现。

### 科技股潜力进一步释放

全球格局进一步分化,投资组合再平衡渐成趋势,中国股票市场脱颖而出,成为重要选择。赵耀庭提到,当前全球市场环境为投资者提供了契机,使其能够将投资组合分散部署至不同地区及资产类别,从而有效降低风险。

盈利和估值也是关键因素。盈利方面,瑞银证券中国股票策略分析师孟磊表示,预计A股沪深300指数成份股的每股盈利或将在2025年同比增长6%。

估值方面,孟磊表示,目前A股相对新兴市场估值折价在12%到13%的水平。下半年来看,假设整体流动性环境偏向宽松,预计估值会有进一步小幅提升的空间。

科技领域的创新也愈发成为外资机构衡量的重要因素。外资

机构普遍认为,中国资产在科技创新领域展现出较强的吸引力。

富达国际认为,新兴市场股市估值相对偏低,随着中国在人工智能领域取得突破,为股票市场提供支撑,带动整体新兴市场向好。

“中国正在从世界工厂的角色转型为全球科技创新者,这一趋势将进一步释放中国科技股的增长潜力。”富达国际全球多元资产投资管理相关负责人表示。

展望下半年,多重因素将为A股估值的结构性重构注入强劲动力。孟磊表示,从中期来看,有望推动A股市场估值重构的催化剂包含三类:宏观政策的进一步宽松、中长期资金的持续涌入以及全面的结构性改革等。这些因素将逐步增强投资中国的吸引力,缩小A股估值的折价幅度。

### 高股息公司受关注

高股息公司备受外资机构关注。在高盛研究团队看来,投资者

青睐那些优先考虑股东回报的上市公司。相同情况下,企业用于派息、回购的现金总支出每高出10%,企业的估值也会高出14%。

高盛股票策略分析团队发表的最新研报提出,中国上市公司在2024年向股东给予了前所未见的现金回报。高盛预计,2025年中国上市公司整体派息与回购额将分别达到3.0万亿元、0.6万亿元,同比分别增长10%、35%。

在密集调研之外,外资机构也借助ETF积极买入中国资产。7月2日,华宝恒生港股通创新药精选ETF发布的上市公告显示,截至6月30日,外资巨头巴克莱银行位列该ETF第一大持有人,持有2000万份。

在全球市场环境充满不确定性的背景下,优质企业更具备在资本市场中生存并脱颖而出的能力。威灵顿投资管理相关负责人提到,优质企业的特征包括高股本回报率、低杠杆率以及稳定的盈利表现,这类股票在市场波动期间往往更具韧性。

## 债券通“南向通”投资者范围将扩至非银机构

有望为香港债券市场带来更多增量资金

■本报记者 刘 琪

日前,中国人民银行和香港金融管理局在债券通有限公司举办的“债券通周年论坛2025”上公布了三项对外开放优化措施。其中之一是完善债券通“南向通”运行机制,支持更多境内投资者走出去投资离岸债券市场,近期拟扩大境内投资者范围至券商、基金、保险、理财等四类非银机构。

债券通“南向通”于2021年9月24日上线,通过加强两地债券市场基础服务机构合作,为内地机构投资者投资香港及全球债券市场提供便捷通道。目前,两类投资者可以通过债券通“南向通”开展境外债券投资:一是中国人民银行2020年度公开市场业务一级交易商中的41家银行类金融机构(不含非银行类金融机构与农村金融机构);二是合格境内机构投资者(QDII)和人民币合格境内机构投资者(RQDII)。

对于债券通“南向通”投资者范围扩大至券商、基金、保险、理财等非银机构,景顺董事总经理、亚太区固定收益主管黄嘉诚在接受《证券日报》记者采访时表示,

此举为非银机构拓宽了全球资产配置渠道,有助于构建跨市场、跨币种的多元化投资组合,提升资产配置灵活性和收益潜力。多币种、多市场的配置有助于非银行金融机构降低单一市场利率波动对投资组合的影响,增强抗风险能力。同时,这也将进一步激发相关金融产品的创新与业务拓展。

中国银行研究院主管王有鑫对《证券日报》记者指出,债券通“南向通”扩容为非银机构拓展了投资渠道,其资产配置结构和投资策略将得到进一步优化。券商、基金、保险、理财等非银机构可通过债券通“南向通”直接参与境外债券市场交易,特别是离岸人民币债券和中资美元债等交易品种,满足投资者全球资产配置的需求。非银机构可动态调整境内外资产配置比例,在低利率环境下充分利用各地区的货币政策差异,缓解经营压力。通过多币种资产配置,也能有效对冲单一市场汇率风险。此外,非银机构通过参与境外市场,可提升跨境投研、风控及交易能力,通过债券通“南向通”丰富产品体系,增强客户黏性。

截至今年5月末

通过金融基础设施互联互通模式托管的“南向通”债券918只,余额5329.4亿元



“对于金融市场而言,市场参与者的增加和扩容将为香港债券市场带来更多增量资金,提高市场流动性和交易规模,增强交易活跃度。香港债市,尤其是点心债市场规模和深度的扩大,将巩固其作为离岸人民币中心的地位。”王有鑫补充道。

债券通“南向通”自开通以来,运行平稳。截至今年5月末,通过金融基础设施互联互通模式托管的“南向通”债券918只,余额5329.4亿元。随着债券通“南向通”参与投资者扩容,业界预期未来将有更多的优化措施出台,进一步加强我国金融市场与国际市

场的联动。

王有鑫认为,当前债券通“南向通”仅支持现券买卖,未来可考虑引入利率互换、期权等衍生品,以满足机构对冲需求。为适应非银机构清算需求,未来还应进一步完善全球托管服务,提升跨境结算效率。

## 多地出台政策举措 推动科技创新与产业创新深度融合

■本报记者 吴晓璐

7月8日,中国人民银行广东省分行等十一部门共同出台《关于扎实做好科技金融大文章 支持广州科技创新发展的实施意见》(以下简称《实施意见》),聚焦广州科技创新重点领域,强化政策合力,优化科技金融发展生态,建立全方位多层次科技金融服务体系,全面提升科技金融服务效能。

科技创新已成为驱动经济发展的核心动力。今年以来,山东、海南、上海、天津等地纷纷出台政策举措,支持当地科技创新发展,推动科技创新与产业创新的深度融合。

国研新经济研究院创始院长朱克力在接受《证券日报》记者采访时表示,今年地方出台的支持科技创新的举措呈现出一些显著特点:更注重跨部门协同,形成政策合力;强化全生命周期支持,满足企业不同阶段需求;紧密结合地方产业优势,发展新质生产力。这些特点反映了地方政府对科技创新规律的深刻理解,有助于提高政策执行效率,降低企业成本,推动科技创新与产业发展深度融合。

### 建立全生命周期支持体系

科技企业从初创到成熟,不同阶段的需求各异。各地针对科技企业的不同发展阶段,设计了差异

化的支持体系。

如《实施意见》提出,构建全方位多层次科技金融服务体系。通过创新科技信贷产品和服务,提升股权市场支持能力、加大创投风投支持力度、拓宽债券融资渠道、发挥科技保险保障作用、加强跨境资金管理政策支持、推广全生命周期金融服务“缺口介入机制”等措施,搭建涵盖信贷、股权投资、债券融资、风投创投、科技保险、跨境融资等全方位、多层次、全生命周期的科技金融服务体系。

《天津市推动科技创新和产业创新深度融合工作方案(2025—2027年)》提出,创新科技金融服务机制。加快构建“天使+创投+产业+并购”股权投资体系,充分发挥市级天使母基金、海河产业基金等政府引导基金作用,积极争取央企资金、资源来津布局,引导社会资本在津设立更多投资基金,形成覆盖科技型企业发展全生命周期的多元化接力式金融服务,推动更多金融资本投早、投小、投长期、投硬科技。

中央财经大学副教授,资本市场监管与改革研究中心副主任郑登津对《证券日报》记者表示,建立科技企业全生命周期支持体系具有重要意义。一方面,有助于提高科技企业的成活率与竞争力。初创期企业面临资金短缺、技术不成熟等问题,信贷、风投、创投等支持可帮助其获得启动资金;成长期企

业需扩大规模、提升技术,股权融资、债券融资等能满足其资金需求,助力企业快速发展;成熟期企业注重创新升级与国际化,跨境融资等支持可助其拓展国际市场,开展前沿技术研发。

另一方面,有利于培育新兴产业与经济新动能。科技企业是新兴产业发展的主体,全生命周期支持体系可推动更多科技企业成长壮大,促进新兴产业集群形成,为不同阶段科技企业提供精准支持,加速科技成果转化和产业化,推动当地产业结构升级,增强经济发展的可持续性与创新性。

### 因地制宜发展新质生产力

地方政府结合当地情况和特色,围绕重点产业发展和未来产业进行布局。一方面,推动传统产业升级焕新;另一方面,前瞻布局未来产业,加快前沿技术、颠覆性技术创新,因地制宜发展新质生产力。

例如,今年4月份,山东省人民政府发布《关于加快构建一流科技创新生态的意见》(以下简称《意见》)提出,营造动能强劲的科技创新产业生态。包括:加快传统产业高端化智能化绿色化转型;开辟战略性新兴产业、未来产业新赛道;推进实体经济与数字经济深度融合。4月份,中共海南省委办公厅、海南省人民政府办公厅发布《关于

打造新质生产力重要实践地的意见》提出,紧紧围绕“向种图强”“向海图强”“向天图强”“向绿图强”“向数图强”,积极营造开放、创新、充满活力的发展环境,因地制宜发展新质生产力。

“结合地方产业优势发展新质生产力,是因地制宜推动科技创新的有效路径。”朱克力表示,例如,海南围绕“向海图强”“向天图强”等方向,在海洋科技、航天科技等特色领域布局,充分发挥当地资源禀赋和产业基础优势,这样既能避免同质化竞争,又能形成特色产业集群,提高产业竞争力。通过构建新质生产力集群,还能吸引相关企业 and 人才聚集,形成良性循环,推动地方经济高质量发展。

### 强化跨部门协同

科技创新并非单一部门能够完成的任务。从政策举措来看,地方纷纷构建跨部门协同机制。例如,山东发布的《意见》提出,将山东打造成为在全国有重要影响力的科技创新中心和创新策源地,围绕科技创新政务生态、人才生态、产业生态、企业生态、金融生态、开放生态、研发生态、文化生态8个方面提出了26项重点任务,并强化科技、教育、财政、人才、产业、金融等政策协同。

5月份,上海市人民政府办公厅发布《关于进一步深化改革创新

## 6月份中国电商物流指数为111.8点 连续4个月回升

■本报记者 孟 珂

7月9日,中国物流与采购联合会和京东集团联合发布数据显示,2025年6月份,中国电商物流指数为111.8点,比5月份回升0.2点,实现连续4个月回升的同时,刷新年内新高。

中国物流信息中心相关分析师对《证券日报》记者表示,从市场反馈看,在国补优惠和“618”促销活动共同促进下,6月份消费者线上购物热情高涨,企业反映订单量与用户活跃度创历史新高。

从分项指数来看,电商物流总业务量指数稳步回升。6月份,电商物流总业务量指数为130.8点,比5月份回升0.6点。分地区来看,东部、中部和东北部地区总业务量指数分别回升0.9点、0.4点和0.9点,东部地区高于全国平均水平。

电商物流农村业务量指数涨幅扩大。6月份,电商物流农村业务量指数为130.4点,比5月份回升0.8点。分地区来看,全国所有地区农村业务量指数均有所回升,东北部地区比5月份回升1.7点,回升幅度最大。除东部地区外,其他地区农村业务量指数均高于全国平均水平。

上述分析师表示,从需求端看,6月份总业务量指数和农村业务量指数分别回升幅度较大,农村业务量同比增速年内首次超过30%。消费场景呈现多元化、复合化特征,家庭用品囤货补货、夏季应季采购需求旺盛。AI机器人、AI眼镜等智能产品及盲盒、手办、玩偶等潮玩消费逐渐走向大众市场。同时,在关税波动下,电商平台企业加大外贸优品推广力度,为居民提供多样性的消费渠道和选择。

电商物流人员指数、实载率指数继续提升。在业务量持续增长的带动下,企业用工意愿增强,人员指数比5月份回升0.3点。物流干线运输效率上升,实载率指数比5月份回升0.4点。电商物流企业设施利用率提高,成本指数比5月份回落0.4点,连续5个月运行在120点以下。

电商物流领域库存周转率、物流时效、履约率与满意度等指数环比回落。6月份,受促销活动期间快递单量激增等因素影响,供给效率相关指数有所回落,库存周转率指数和物流时效指数比5月份分别回落0.8点和0.3点。履约率和满意度指数受网点爆仓、配送延误、退货投诉等因素影响,比5月份分别回落0.2点和0.3点。

上述分析师认为,在以旧换新政策推动下,数码家电领域消费活力显著,订单量增加,对电商物流的运力组织、配送时效和服务质量提出更高要求,电商物流企业供给效率承压,除实载率及人员指数外,各项指数均有所小幅下降。配送时间延长、退换货物流不畅等问题有所增多,但电商物流市场供给总体平稳。

后期来看,上述分析师预计,年中促销活动渐入尾声,电商物流需求短期或将小幅回落,但随着毕业季和暑期消费旺季的到来,电商物流市场将继续保持稳步上升态势。

### 深交所ETF投资问答

## 第三十八期:如何进行ETF套利(上)

ETF具有丰富的套利策略,投资者可根据自身投资研究能力及风险偏好程度选择相应的策略。目前市场上较为流行的套利策略有三种,即折溢价套利、日内波段套利、事件套利。

### (1)折溢价套利策略

投资者针对ETF一级市场申购、赎回与二级市场买卖之间价差进行套利。当ETF二级市场价格(实时交易价格)与一级市场价格(实时计算的基金份额参考净值IOPV)存在价差时,且该价差在覆盖各项套利成本后仍有盈余,投资者可以利用ETF的一、二级市场联动机制进行套利。套利成本主要分为交易成本和冲击成本,其中的交易成本包括交易ETF的佣金和交易股票的佣金、印花税和过户费。

折溢价套利分为折价套利(买赚套利)和溢价套利(申卖套利)。当ETF二级市场价格低于实时参考净值时,这种情况称为“折价”。当ETF二级市场价格高于实时参考净值,这种情况称为“溢价”。

折价率=(实时参考净值-市场价格)/实时参考净值  
当折价率大于套利成本时,投资者可以进行折价套利,即买入ETF份额并赎回得到一篮子股票,而后卖出股票。

溢价率=(市场价格-实时参考净值)/实时参考净值  
当溢价率大于套利成本时,可以进行溢价套利,即买入一篮子股票并申购ETF份额,而后卖出ETF份额。

投资者在实际操作折溢价套利时,面临一篮子股票的买卖、ETF的申赎和买卖等大量操作,而盘口折溢价变化较快,套利机会转瞬即逝,要求投资者在极短的时间内完成一系列交易。一方面,任何一个环节的延迟都会增加头寸风险暴露时间;另一方面,大量交易操作和紧迫的时间窗口也会带来不可忽视的冲击成本。同时,申购ETF所需资金量较大,且存在赎回股票无法及时卖出等风险。因此,套利参与者一般为专业能力较强、资金体量较大的投资者。对于跨境ETF产品,因为采用全现金替代的申赎机制进行折溢价套利时资金占用较高,且对冲复杂,再叠加时区和汇率的影响,技术壁垒较高,所以参与机构相对较少。

折溢价套利的具体操作步骤如下:

(1)比较ETF二级市场价格和实时参考净值,寻找明显的折价或溢价机会。

(2)计算预期套利收益。注意扣除交易成本,如印花税、佣金等。

(3)进行套利:折价时买入ETF并赎回;溢价时买入成份股并申购ETF。

(4)按计划完成交易,注意控制风险。  
折溢价套利对程序化交易体系要求较高,需要能够快速捕捉价格差异,精准计算套利空间,并进行大额申赎操作。此外,不同ETF之间套利效果也有差异,投资者需选择溢价折价效应更明显、跟踪误差更小的ETF作为套利标的。

选自深圳证券交易所基金管理部编著的《深交所ETF投资问答》(中国财政经济出版社2024年版)