



2025 年 10 月 13 日

后市 A 股波动或加大，风格或趋向均衡，操作上偏向谨慎

分析师：惠祥凤

执业证书编号：S0990513100001

电话：0755-83007028

邮箱：huixf@ydzq.sgcc.com.cn

观点：

总量视角

【A 股大势研判】

展望 2025 年四季度，也许比以往更多分歧、更难判断。或许四季度 A 股上涨行情尚未结束，仍有延续上行的动能，但力度或趋弱，整体上，大概率延续慢牛趋势，但波动率或加大，在宽幅震荡中逐级抬升。

风格上，四季度 A 股相较于三季度可能会更加均衡。就投资而言，在继续关注科技成长主线的时候，也可关注部分周期品种行情、内需消费、红利股以及景气度改善的方向。“科技成长”+“周期板块”+“内需消费”+“稳分红核心资产”均衡配置的性价比或更高。市场能否完成从流动性估值驱动向基本面业绩驱动的转换，可能决定了 2025 年四季度市场的整体表现力度。

三季度涨幅靠前的主流品种能否在四季度进一步延续？是继续追热点，还是布局其他机会？对于投资者比较关注的科技股，我们的观点如下：科技股——属于“鱼越贵，浪越大”，随时扣好止损的安全带。科技方向包括半导体自主可控、AI 产业链、机器人产业链、数字经济产业链、通信设备、工业母机、国防军工、汽车智能化等行业。从 2025 年前三季度来看，科技主线较为明确（也是我们前三季度反复推荐提醒的方向），预计今年第四季度，科技仍是主线之一，但内部或将迎来分化。三季度趋势行情中市场高度结构化，多数集中于 AI、半导体、机器人等行业龙头，导致少量个股对主要指数的影响放大。若量能充沛，则上述方向有望共振大盘续创新高；若市场进入缩量，则杠杆方向“多杀多”风险加大。因此，由于多头拥挤、追涨的胜率和赔率都出现下降，这个要提前做好应对的准备。我们认为，业绩因素仍是资金配置的重要考量。科技股内部或迎来分化，具备结构性业绩亮点或增长预期的科技板块，有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股。

无论是科技股还是周期股机会，尽量低吸为主，逢低关注有实际业绩或未来业绩支撑的标的，规避纯粹炒作概念个股。操作上，我们建议倾向谨慎保守，获利丰厚的可适度逢高落袋为安，投资者要结合自己的风险承受能力，新入场者系好止损安全带，逢低布局莫追高，重点挖掘结构性机会。

研报内容

总量研究

【A 股大势研判】

一、上周五市场综述

周五晨报提醒，尽管周四沪深三大指数普涨，但短期节奏上还是需要一些留意。一方面，技术上看，创业板指数及科创 50 指数在高位 K 线收长上影线的形态（是不是流星线还需观察，说明上方有抛压）；另一方面，则是估值和业绩的双重考验。部分科技板块因前期涨幅较大已出现估值高企问题，短期也需留意局部拥挤度上升可能引发获利回吐。

市场走势如我们预期，周五早盘，沪深三大指数低开低走，三大股指半日收跌，创指及科创 50 指数领跌。盘面上，公用事业及大消费板块逆势活跃，半导体板块陷入回调、贵金属下跌。午后，市场弱势震荡。临近尾盘，三大指数集体收跌。

全天看，行业方面，水泥建材、燃气、公用事业、煤炭等板块涨幅居前，电池、半导体、贵金属等板块跌幅居前；概念股方面，草甘膦、生物质风电、乳业等概念股涨幅居前，AI 芯片、存储芯片等概念股跌幅居前。

整体上，个股涨多跌少，市场情绪遇冷，赚钱应较差，**两市成交额 25156 亿元**，截止收盘，上证指数报 3897.03 点，下跌 36.94 点，跌幅 0.94 %，总成交额 11321.27 亿；深证成指报 13355.42 点，下跌 370.14 点，跌幅 2.70 %，总成交额 13834.93 亿；创业板指报 3113.26 点，下跌 148.56 点，跌幅 4.55 %，总成交额 6209.47 亿；科创 50 指报 1452.68 点，下跌 86.40 点，跌幅 5.61 %，总成交额 1194.86 亿。

二、上周市场回顾

上周沪深三大指数涨跌不一。**沪指周涨幅 0.37 %，深证成指周跌幅 1.26 %，创业板周跌幅 3.86 %，科创 50 指数周涨幅 2.85 %**。具体表现如下：周四沪深三大指数普涨，周五沪深三大指数集体下跌。

三、上周盘面点评

一是公益事业板块逆势走强。周五燃气、公用事业等板块走强。三季度市场强势上攻使得红利风格受到冷落，在经历连续下行后，股息率再度有吸引力，红利风格或止跌回升，2025 年四季度或是布局红利风格的窗口期。逢低配置为主，重点关注央国企、公用事业等。预计国有垄断的基础类行业将受到青睐——电力、水务、燃气、公路及上游资源品等领域，以分红规模和持续性相对占优的央国企为主。

二是顺周期板块走强。周四有色金属、钢铁等顺周期板块大涨，周五水泥、煤炭等顺周期板块大涨。政策维度亦不容忽视（反内卷、顺周期、“十五五”规划方向）。展望四季度，“十五五”规划的新一轮布局（关注“十五五”规划方向）以及年末可能出台的增量政策，叠加前期反内卷推进，经济供需格局有望改善、进而改善市场对来年经济的预期，推动顺周期行情的开展。对于周期风格，如工程机械、化工、水泥建材、煤炭、有色（工业金属铜铝等）等板块，投资者可关注直接受益于大型基建的细分领域和基本面扎实的低估值龙头。

三是贵金属板块冲高回落。国庆中秋长假期间，国际金价大幅度上涨，受此利好刺激，周四贵金属板块大涨，不过，周五贵金属板块大幅回调。消息面上，2025 年 9 月 18 日凌晨两点，美联储决定将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点，至 4.00%-4.25% 之间，符合市场预期。这是美联储自 2024 年 12 月以来的首次降息。受市场的降息预期与避险需求推动，金价突破 3700 美元关口。回顾过往，过去一年贵金属价格显著上涨，可能有以下五大因素：一是美联储降息周期开启，货币政策转向支撑金价；二是地缘政治摩擦持续发酵，避险需求增加；三是全球央行大规模购金，战略储备需求强劲；四是美元走弱与通胀压力，双重利好黄金。2025 年以来美元指数走弱，美国关税政策不确定性、美债风险等因素的影响及关税对通胀的滞后影响加大了市场对实际购买力下降的担忧，推动投资者将黄金作为抗通胀工具；五是市场情绪与资金流向变化，投资需求增加。中国国债收益率下降促使资金转向黄金、国际地缘动荡引发跨境避险配置。此外，科技用金（如 AI 芯片、电子产品）需求增长，进一步扩大黄金消费场景。上述的五大因素在未来仍然起到作用，不过，黄金价格上涨已经做出了定价。黄金后市将在“降息预期 + 地缘摩擦 + 央行购金”的多重驱动下维

持高位震荡，甚至不排除继续冲高的可能。不过，经过过去一年上涨后，不建议追涨，看多不做多。

四是稀土永磁概念冲高回落。周四稀土永磁概念股大涨，周五稀土永磁概念股回调。消息面上，2025年10月09日，商务部公布对稀土相关技术实施出口管制的决定。另外，近期《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理暂行办法》发布，国家对稀土开采（含稀土矿产品等）和对通过开采、进口以及加工其他矿物所得的各类稀土矿产品（含独居石精矿）的冶炼分离实行总量调控管理。我国稀土领域优势显著，进可攻退可守。无论中美关系如何变化均会形成催化。稀土广泛运用于高端制造业以及军工等关键领域，而中国在稀土冶炼、提取领域具备优势。目前中国稀土产量占全球60%以上，出口配额制度和环保政策限制供应弹性。近期，中国两大稀土巨头宣布提价。展望未来，2025四季度，如果贸易谈判向好发展，在出口可能逐步放开、需求持续增长、供给刚性下，稀土产业战略价值日益彰显，基本面复苏预期持续增强；若未来管控趋严，稀土相关公司也有望在事件性催化下上涨。

四、2025年前三季度市场回顾

上证综指上涨15.84%，深证成指上涨29.88%，沪深300指数上涨17.94%，创业板指数上涨51.20%，科创50指数上涨51.20%。行业板块涨多跌少，申万一级行业中，有色金属涨幅67.52%居首，通信涨幅62.61%位居第二，电子涨幅53.51%位居第三，电力设备、机械设备、传媒等板块也表现不错。下跌方面，煤炭以-7.90%跌幅居首，食品饮料以-5.06%跌幅倒数第二，石油石化以-3.12%跌幅倒数第三。个股涨多跌少，上涨家数占比77.02%，中位数是上涨18.82%（数据来源：IFIND、wind）。

五、2025年四季度市场运行逻辑

逻辑分析：展望2025年四季度，**宏观经济方面**，美国的关税政策仍会对全球经济造成扰动，中美关税摩擦可能给中国出口带来一定扰动，中国经济可能仍处于“弱复苏、低通胀”格局，预计政策在“培育新动能”与“托底旧动能”两端同时发力，以稳增长、防风险的双平衡为经济转型争取时间与空间。**后续关注财政政策力度、“十五五”规划布局及反内卷政策的推进情况；****货币政策方面**，四季度美联储进入谨慎降息周期，国内处在低通胀环境，货币政策基调可能依旧保持“连续、稳定”，预计货币环境依旧宽松，宽松的路径可能包括进一步的降息降准，也可能是结构性货币政策工具的扩张等。不过，目前信贷增长已由供给约束转化为需求约束，关键还是看需求端；**估值方面**，2024年9月以来至今年前三季度A股市场驱动力主要体现为估值修复，目前估值已经得到修复的情况下，2025年四季度能否由估值驱动成功切换至基本面驱动至关重要，关注后市企业盈利改善力度。四季度可能处于盈利结构性回升，叠加政策依然偏积极，可能继续支撑风险偏好，估值可能处于偏高水平；**供求关系方面**。股票市场需求主要受以下几个方面因素的影响，一是**个人投资者资金**，在今年赚钱效应的利诱下，居民有望加大权益类资产配置；二是**公私募资金**，新发规模有望继续改善，未来基金申购量或将逐步上行，特别是ETF，有望为2025年四季度A股市场带来增量资金；三是**长期资金**，监管层鼓励引导中长期资金入市，保险资金、社保基金、养老金、企业年金等机构投资者资金有望成为重要的增量资金来源之一；四是**理财资金**，建议投资者可适度增加权益类产品布局；五是**境外资金**，人民币汇率回升吸引外资流入，**境外资金回流可期**；六是**股票回购资金**，有望延续良好的回购态势，上市公司的回购与分红有望成为新的增量资金来源；七是**类“平准基金”**。其核心目标在于防范系统性风险和稳定市场，在市场企稳或上涨阶段，该类资金通常逐步回收流动性，对市场的推动作用或边际趋弱；八是**结构性货币政策工具**依旧支持资本市场。股票市场供给主要由IPO、增发配股、限售股解禁及退市等决定。**新股发行方面**，目前IPO储备项目较上半年略有增加，**预计2025年四季度IPO的发行节奏略有加快**。再融资方面，压力较大。解禁市值规模处于近几年低位，今年前三季度市场回暖后，减持规模明显增加，**四季度减持力度或有明显加大**；**退市方面**，将延续较快的退市频率，注意公司退市风险，不要盲目炒作垃圾股。监管层多举措促进投融资两端动态平衡措施，强化了市场信心，权益市场流动性改善有望延续，但**要时刻关注各路机构及大股东减持情况。**

六、2025年四季度市场展望

大势研判：综合以上宏观经济、货币政策、需求供给分析，年初，我们认为，2025年沪深三大指数呈现震荡“慢牛”上行格局，结构性机会占优，小盘股和大盘股均有机会，但个股会分化。7月，我们认为，2025年下半年（侧重三季度），A股市场有望呈现出震荡向上，结构性机会丰富的行情特征，市场走势如我们预期。即便是牛市，也从来都不是一帆风顺的，牛市中也需要保持一份理性。三季度A股呈现牛市行情，科技领涨。**展望2025年四季度，也许比以往更多分歧、更难判断。或许四季度A股上涨行情尚未结束，仍有延续上行的动能，但力度或趋弱，整体上，大概率延续慢牛趋势，但波动率或加大，在宽幅震荡中逐级抬升。**

风格上，四季度 A 股相较于三季度可能会更加均衡。就投资而言，在继续关注科技成长主线的同时，也可关注部分周期品种行情、内需消费、红利股以及景气度改善的方向。“科技成长”+“周期板块”+“内需消费”+“稳分红核心资产”均衡配置的性价比或更高。市场能否完成从流动性估值驱动向基本面业绩驱动的转换，可能决定了 2025 年四季度市场的整体表现力度。操作上，我们建议倾向谨慎保守，获利丰厚的可适度逢高落袋为安，投资者要结合自己的风险承受能力，新入场者系好止损安全带，逢低布局莫追高，重点挖掘结构性机会。

行业配置：三季度涨幅靠前的主流品种能否在四季度进一步延续？投资者在琢磨四季度 A 股该往哪儿投，是继续追热点，还是布局其他机会？对于 A 股四季度行业配置方向，我们建议投资者宜采取均衡配置策略，优化组合结构。科技风格或仍是主线但内部难免出现分化，另外，可关注部分周期品行情以及景气度改善的方向（三季报业绩超预期）、内需消费、红利股及前期滞涨的方向补涨需求（部分低位的核心资产或蓝筹股）等。具体看：首先，科技股——属于“鱼越贵，浪越大”，随时扣好止损的安全带。科技方向包括半导体自主可控、AI 产业链、机器人产业链、数字经济产业链、通信设备、工业母机、国防军工、汽车智能化等行业。从 2025 年前三季度来看，科技主线较为明确，预计今年第四季度，科技仍是主线之一，但内部或将迎来分化。三季度趋势行情中市场高度结构化，多数集中于 AI、半导体、机器人等行业龙头，导致少量个股对主要指数的影响放大。若量能充沛，则上述方向有望共振大盘续创新高；若市场进入缩量，则杠杆方向“多杀多”风险加大。因此，由于多头拥挤、追涨的胜率和赔率都出现下降，这个要提前做好应对的准备。我们认为，业绩因素仍是资金配置的重要考量。科技股内部或迎来分化，具备结构性业绩亮点或增长预期的科技板块，有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股；其次，政策维度亦不容忽视（反内卷、顺周期、“十五五”规划方向）。“十五五”规划的新一轮布局（关注“十五五”规划方向）以及年末可能出台的增量政策，叠加前期反内卷推进，经济供需格局有望改善、进而改善市场对来年经济的预期，推动顺周期行情的开展。对于周期风格，预计四季度景气改善的细分领域相对较多，如光伏、电池、储能、电源设备、稀土永磁、工程机械、化工、煤炭、有色（工业金属铜铝等）、基建、地产、券商等板块；三是内需消费。受美国关税的影响，外需存在不确定性及扩大内需消费背景下，关注大消费板块投资机会，老年人“银发经济”、年轻人“悦己消费（细分赛道）”及大众“平价消费”方向，医药生物及农业（猪肉）也可关注；四是高股息板块。前几年高股息板块的表现强势，今年 7 月以来市场强势上攻使得红利风格受到冷落，在经历连续下行后，股息率再度有吸引力，红利风格或止跌回升，四季度或是布局红利风格的窗口期。逢低配置为主，重点关注央国企、公用事业等；五是部分核心资产：低估值绩优白马龙头或蓝筹股。分化仍是中长期趋势下，受益于提升上市公司质量政策下的经营稳健且良好治理的绩优白马龙头仍然值得配置，如高 ROE、高自由现金流比例且边际改善的各行业龙头，尤其当全 A 盈利出现弱复苏时，低估值板块存在修复空间；六是其其他方向的机会：如央国企改革、市值管理（看好具备稳健盈利能力、低估值和高股息优势的央国企板块）、并购重组主题（中小科创、央国企以及传统行业中的并购重组）。以上投资机会尽量低吸为主，业绩因素仍是资金配置的重要考量，逢低关注有实际业绩或未来业绩支撑的标的，规避纯粹炒作概念个股。操作上，我们建议倾向谨慎保守，获利丰厚的可适度逢高落袋为安，投资者要结合自己的风险承受能力，新入场者系好止损安全带，逢低布局莫追高，重点挖掘结构性机会。

【晨早参考短信】

展望四季度，A 股上涨行情或未结束，但力度或趋弱、波动率或加大，风格或趋向均衡。科技风格或仍是主线但内部难免出现分化，另外，可关注部分周期品行情以及景气度改善的方向（三季报业绩超预期）、内需消费、红利股及前期滞涨的方向补涨需求（部分低位的核心资产或蓝筹股）等，以上投资机会尽量低吸为主，业绩因素仍是资金配置的重要考量，逢低关注有实际业绩或未来业绩支撑的标的，规避纯粹炒作概念个股。操作上，我们建议倾向谨慎保守，获利丰厚的可适度逢高落袋为安，投资者要结合自己的风险承受能力，新入场者系好止损安全带，逢低布局莫追高，重点挖掘结构性机会。

风险提示：股市有风险，投资需谨慎。本短信不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表英大证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“英大证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

本报告版权归“英大证券有限责任公司”所有，未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

资质声明：

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为5%以上