



十月配置视点：2025 年主题行情复盘与展望

2025 年 10 月 08 日

► 2025 年主题行情复盘与展望

1. 2025 年市场经历了较强的主题投资行情，分析师预期与市场表现联动在不同板块的领先滞后关系有所差异。部分板块的行情领先于分析师预期的改善，分析师预期如果后续改善，行情通常能够延续，如宇树机器人、CPO、贵金属等；但如果板块行情出现后分析师预期未能改善，说明上涨可能来自市场的非理性，板块通常会出现回调，如 DeepSeek 指数；还有部分板块行情是滞后或同步于分析师预期的改善的，如 PCB、氟化工、稀土及磁性材料等；但也有部分板块行情标的主要集中在港股，A 股分析师预期只能进行部分刻画，如新消费、创新药等。

2. 从近四周净利润增速预期边际提升最快的板块表现来看，化学、锂电正极、储能等新能源相关板块，行情在 8 月启动，分析师预期则在 9 月改善，预计行情短期或仍能延续。贵金属、铜等资源类板块，虽近四周盈利预期增速边际提升一般，但盈利预期近几个月来持续稳定上升，叠加近期商品价格的快速上涨，预计未来仍有上涨空间。

► 大类资产量化观点

1. 权益：景气度金融上工业下，指数处较强走势。9 月金融景气度有所回升，工业景气度有所回落，景气度整体稳中有升；2025Q2 相比 Q1 有较多行业增速回落，增长亮点主要在电新板块。信用扩张小幅回升，企业信贷与企业债券融资预计改善；从结构来看，信贷与企业债券均同比多增，政府债券较去年高基数有所回落。当下市场流动性持续下行但指数表现较强，10 月预计震荡偏多。

2. 利率：10 月 10Y 国债利率或下行 3BP 至 1.83%。经济增长因子有所企稳，通货膨胀因子有所回落，债务杠杆因子回落，短期利率因子有所回升，综合来看 10 月 10Y 国债利率或小幅下行。

3. 黄金：保持看多观点不变。从四因子模型来看，二季度美国财政扩张继续，国防支出同样再次回升；从技术层面分析，黄金在经历了今年 4 月以来接近 4 个月的盘整后出现突破迹象。

4. 地产：行业压力继续上行。房地产行业压力指数为 0.764，行业整体压力有所上行。供给侧压力受土地市场持续降温而上升，而需求侧压力受个人住房贷款负增而上升。

5. 海外：印美关税影响下，印度外资延续流出。外资流出下，NIFTY 50 指数 9 月小幅上涨 0.75%。关税谈判不确定性下外资流出，印度市场配置价值有限。

► 风格量化观点

1. 大势研判综合观点：10 月继续看好预期成长风格。预期增速资产的优势差继续回升。实际增速资产的优势差继续回落，ROE 优势差边际下行趋缓，高股息类资产拥挤度有所回升。 Δg_f 和 Δg 仅前者在扩张，10 月继续推荐预期成长风格。

2. 风格补充观察：继续看好预期成长与小盘风格。长期看美债利率下行趋势逆转可能性较小，风险偏好上行背景下看好成长；9 月小盘相较于大盘机构调研关注度更高；从市值因子拥挤度来看，9 月小盘风格拥挤度基本回到中性位置；从季节效应来看，2010 年以来 10 月份大小盘无明显季节效应。

► 行业配置量化观点

1. 胜率赔率策略，推荐当下高胜率高赔率的行业：有色金属、计算机、电力设备及新能源、通信、钢铁、农林牧渔。2024 年以来绝对收益 47.69%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 11.48%。

2. 出清反转策略，推荐处在行业出清结束、需求上升、竞争格局改善的行业，本期推荐基础化工、交通运输、通信。

► 风险提示：量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。



分析师 叶尔乐

执业证书：S0100522110002

邮箱：yeerle@glms.com.cn

分析师 祝子涵

执业证书：S0100525030005

邮箱：zhuzihan@glms.com.cn

相关研究

1. 量化大势研判 202510：10 月继续看好预期成长风格-2025/10/07

2. 量化分析报告：2025 年 9 月社融预测：38552 亿元-2025/10/02

3. 量化周报：需求主导的高位再吸筹-2025/09/28

4. 量化周报：市场仍处高位高换手状态-2025/09/21

5. 量化周报：分歧度上行叠加流动性下行确认-2025/09/14

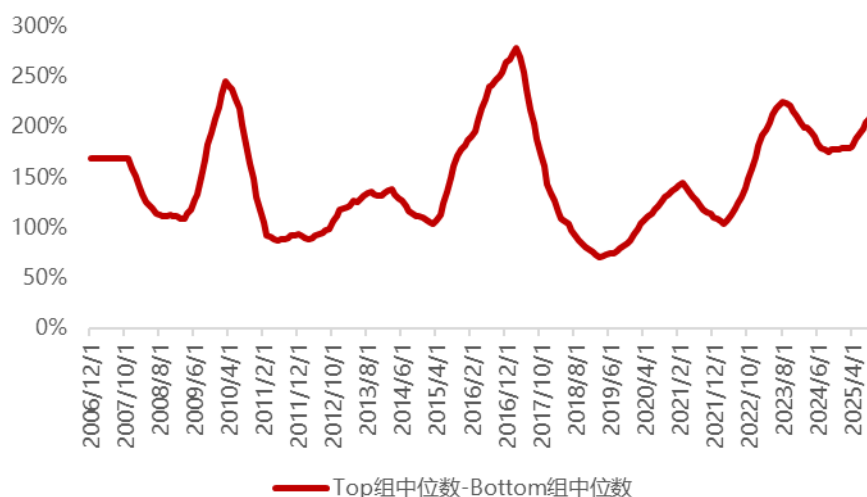
目录

1 2025 年主题行情复盘与展望	3
2 大类资产量化观点	10
2.1 权益：景气度金融上工业下，指数处较强走势	11
2.2 利率：10 月 10Y 国债利率或下行 3BP 至 1.83%	14
2.3 黄金：保持看多观点不变	16
2.4 地产：行业压力继续上行	19
2.5 海外：印美关税影响下，印度外资延续流出	21
3 风格量化观点	23
3.1 风格综合观点：10 月继续看好预期成长风格	23
3.2 风格补充观察：继续看好预期成长与小盘风格	26
4 行业配置量化观点	29
4.1 行业推荐：胜率与赔率	29
4.2 行业推荐：出清反转策略	31
5 风险提示	33
插图目录	34
表格目录	35

1 2025 年主题行情复盘与展望

2025 年以来各主题板块的分析师预期不断上调，市场经历了较强的主题投资行情。根据我们的量化大势研判框架，预期增速优势差不断扩张的环境有利于主题风格的演绎，我们从 2024 年 11 月以来持续推荐预期成长风格整体超额收益明显。本次月报我们将对这一轮主题行情进行复盘与展望。

图1：行业预期净利润增速 g fttm 优势差变化

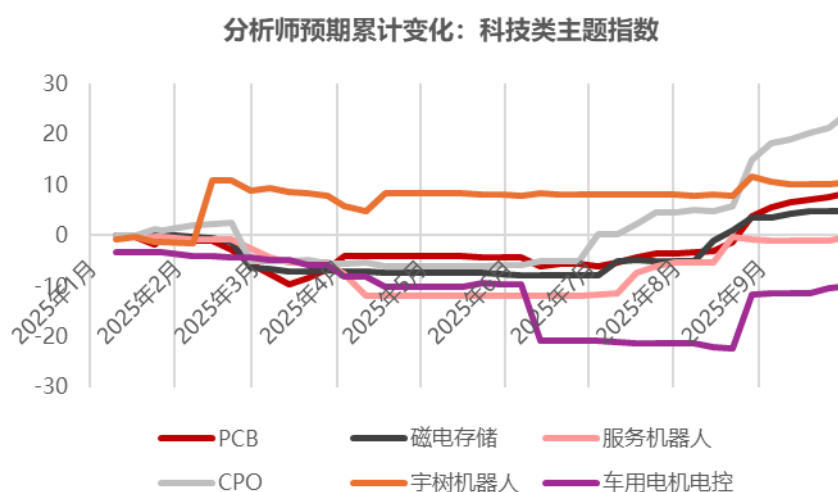


资料来源：wind，民生证券研究院

我们采用各个行业主题板块的分析师预期边际变化刻画预期的起落。具体的我们采用分析师预期未来 1 年和两年的净利润增速周度变化的均值作为代理指标，忽略 4 月 25 日-5 月 16 日四周的预期跳变计算累计变化。从而筛选出 2025 年以来预期大幅上升过的行业主题板块进行复盘。

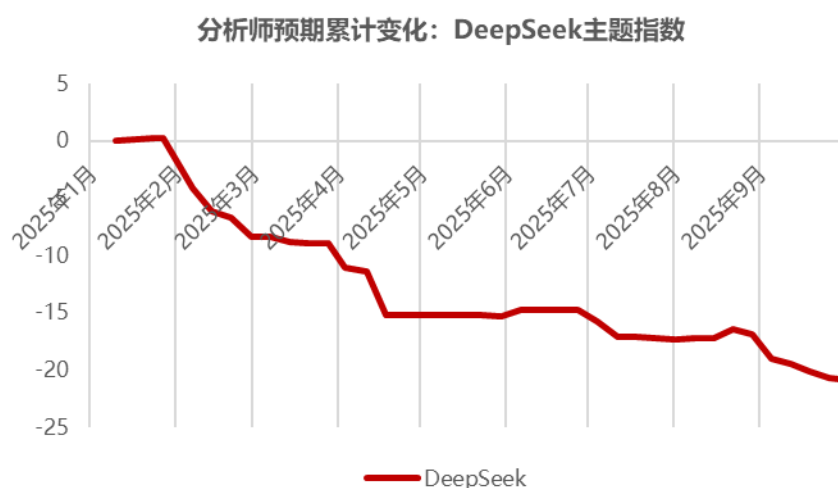
科技类主题指数：宇树机器人概念主要在 2 月快速升温，其他重点科技类概念主要在 6 月底开始持续回升，与机器人相关的车用电机电控主要在 8 月回升，目前 CPO、PCB 主题预期仍在上行趋势。值得注意的是 DeepSeek 主题指数在今年 2 月初超额较强但并未反映在分析师预期上，表现出明显的市场预期快于分析师预期的特征，属于市场非理性的表现（分析师需要写相关报告表达观点，相对更理性）。板块后续分析师预期持续下行，指数表现也未再明显跑赢万得全 A。

图2：2025 年科技类主题指数预期累计变化（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

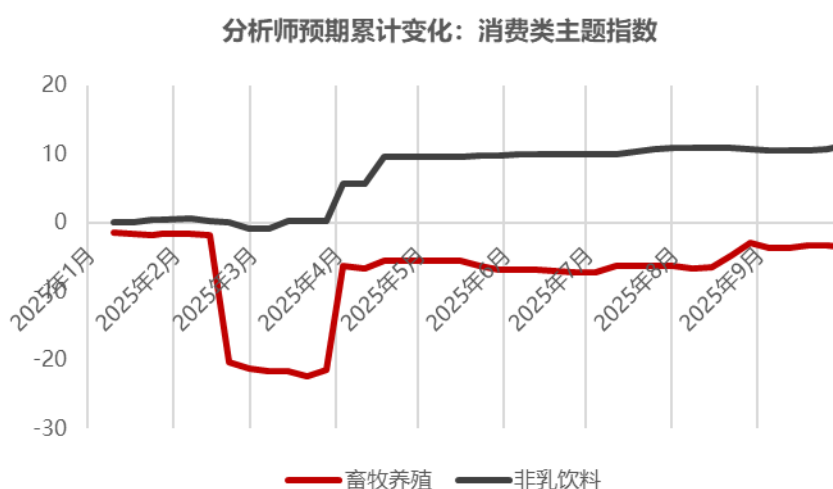
图3：2025 年科技类主题指数预期累计变化（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

消费类主题指数：非乳饮料、畜牧养殖等板块的分析师预期主要在 3 月开始上升，对应今年的新消费行情，不过由于本轮新消费行情较多标的在港股市场，A 股分析师预期未能较好刻画。不过对于非乳饮料和畜牧养殖来说分析师预期对行情具备同步甚至领先指示意义。

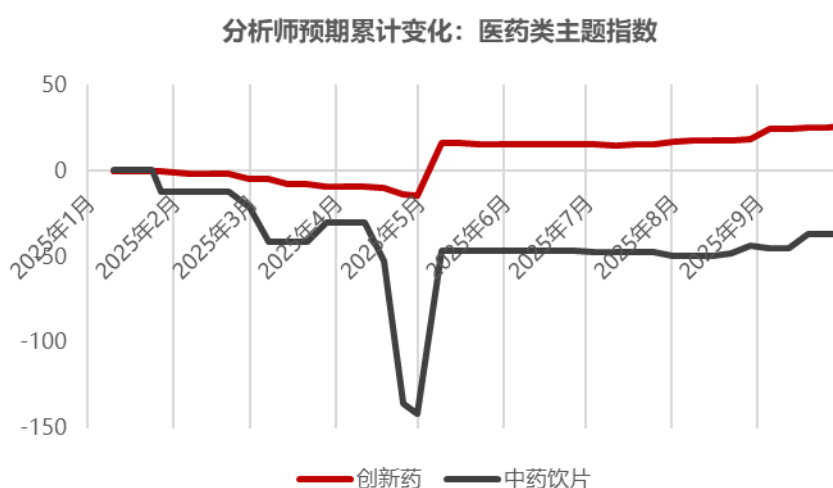
图4：2025 年消费类主题指数预期累计变化（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

医药类主题指数：创新药与中药饮片的分析师预期主要在 5 月、8 月回升，不过预期回升并不持续，但超额表现整体较为连续。与新消费类似的是创新药主题今年也是港股标的较强。

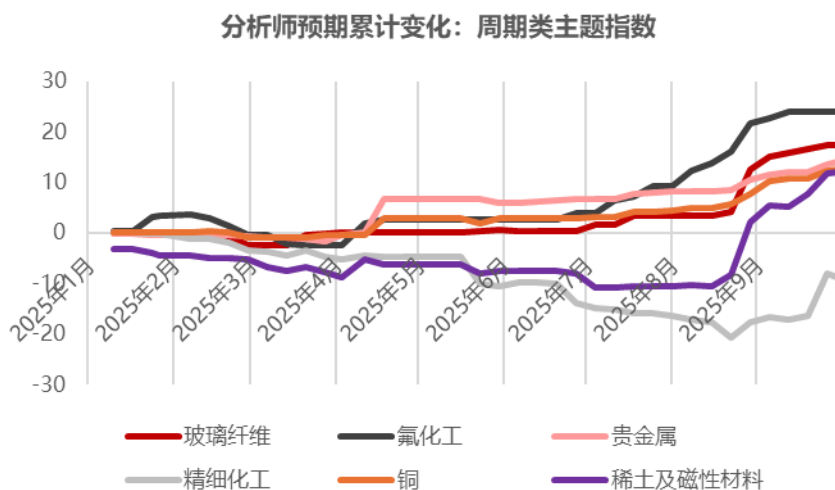
图5：2025 年医药类主题指数预期累计变化（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

周期类主题指数：今年周期类主题指数表现活跃，玻璃纤维、氟化工、贵金属、铜等板块从4月起预期持续升温，8月底开始包括像精细化工、稀土及磁性材料等主题与前述主题一同加速升温。

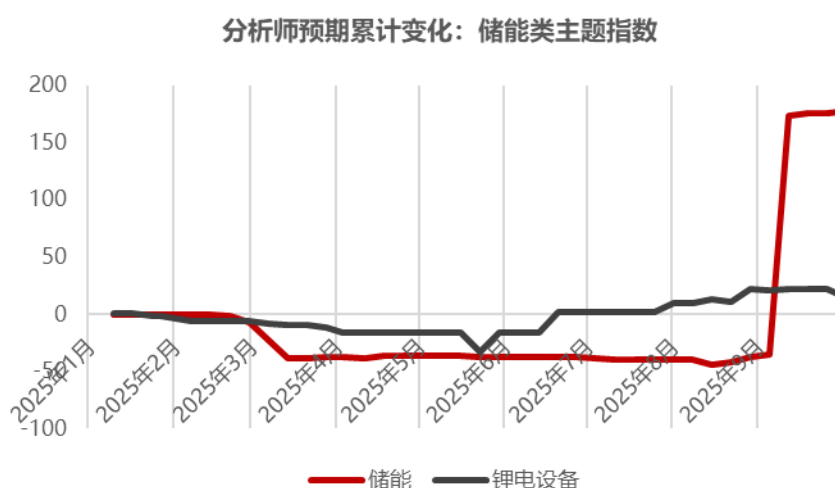
图6：2025 年周期类主题指数预期累计变化（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

储能类主题指数：储能主题指数预期主要在8月开始回升，9月发生跳变整体预期较强，锂电设备指数预期从5月开始回升，持续性较强，但幅度低于储能主题指数。

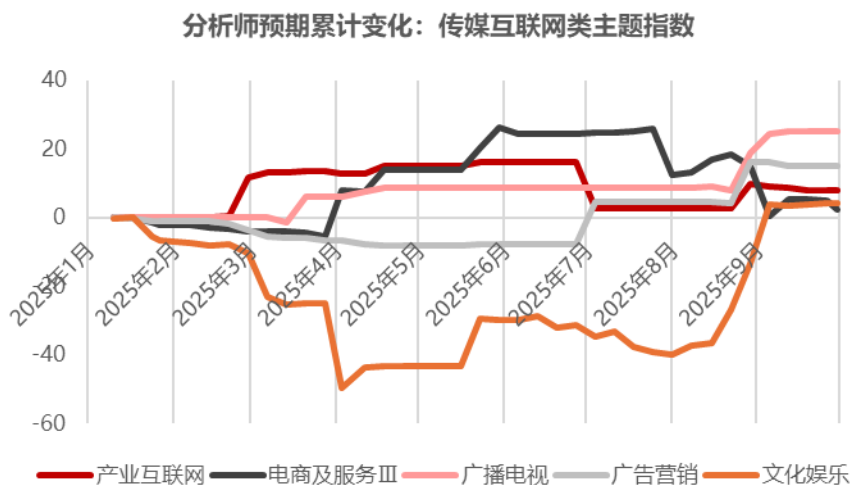
图7：2025 年储能类主题指数预期累计变化（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

传媒互联网类主题指数：此类主题今年也较为活跃，各个月份都有不同板块预期回升，8月-9月是一个相对集中的预期提升期，指数的超额整体表现也较强。

图8：2025年传媒互联网类主题指数预期累计变化（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

军工类主题指数：兵器兵装主题的预期今年存在较大的波动，5月底6月初快速上升后在6月又快速下降，整体指数从6月开始有较强表现，8月中旬开始相对趋弱。分析师预期同样可以捕捉主题的开启，但对主题的开始未有预测意义。

图9：2025年军工类主题指数预期累计变化（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师预期与市场表现联动在不同板块的领先滞后关系有所差异。部分板块的行情领先于分析师预期的改善，分析师预期如果后续改善，行情通常能够延续，如宇树机器人、CPO、贵金属等；但如果板块行情出现后分析师预期未能改善，说明上涨可能来自市场的非理性，板块通常会出现回调，如 DeepSeek 指数；还有部分板块行情是滞后或同步于分析师预期的改善的，如 PCB、氟化工、稀土及磁性材料等；但也有部分板块行情标的主要集中在港股，A 股分析师预期只能进行部分刻画，如新消费、创新药等。

从近四周净利润增速预期边际提升最快的板块表现来看：锂电化学品、锂电正极、储能等新能源相关板块，行情在 8 月启动，分析师预期则在 9 月改善，预计行情短期或仍能延续。贵金属、铜等资源类板块，虽近四周盈利预期增速边际提升一般，但盈利预期近几个月来持续稳定上升，叠加近期商品价格的快速上涨，预计未来仍有上涨空间。网络接配及塔设、通信设备等板块行情在 5 月启动，当前盈利预期改善的幅度较前期已经收窄，超额 9 月出现回撤，行情的延续性存在较大不确定性。机床设备、非住宅物业开发和运营等板块虽盈利增速预期改善显著但是 9 月涨幅相对一般，其中机床设备因其 8 月涨幅已经提前反映了预期的改善，而非住宅物业开发和运营则是因其预期改善后基本面仍然较差未扭亏为盈。

图10：截至 10 月 6 日近四周（相对 9 月 12 日）分析师预期净利润增速边际提升最快主题

指数代码	指数简称	FY1净利润增速变化	FY2净利润增速变化	平均增速变化	9月指数表现
CI005462.WI	机床设备	69.5%	19.0%	44.2%	1.6%
CI005350.WI	非住宅物业开发和运营	30.0%	0.0%	15.0%	3.1%
CI005420.WI	锂电化学品	3.8%	23.8%	13.8%	32.8%
886006.WI	精细化工指数	13.0%	4.0%	8.5%	13.5%
CI005318.WI	中药饮片	9.9%	7.0%	8.4%	-2.6%
CI005539.WI	分立器件	15.5%	0.0%	7.7%	0.4%
CI005399.WI	稀土及磁性材料	3.8%	9.8%	6.8%	-12.2%
CI005277.WI	船舶制造	7.2%	3.6%	5.4%	-5.3%
CI005801.WI	包装印刷	3.8%	6.8%	5.3%	0.0%
884869.WI	锂电正极指数	3.3%	6.9%	5.1%	21.7%
8841258.WI	光模块(CPO)指数	4.4%	3.7%	4.0%	3.3%
CI005226.WI	燃气	4.2%	3.8%	4.0%	5.1%
CI005438.WI	玻璃	5.4%	2.2%	3.8%	3.1%
CI005477.WI	储能	4.8%	2.5%	3.6%	27.8%
CI005545.WI	LED	6.1%	0.5%	3.3%	-1.1%
CI005553.WI	其他通信设备	3.0%	3.3%	3.1%	-4.7%
CI005522.WI	农产品加工Ⅲ	3.0%	2.2%	2.6%	-4.2%
CI005555.WI	网络接配及塔设	2.3%	2.8%	2.5%	4.9%
886060.WI	通信设备指数	3.2%	1.6%	2.4%	-1.0%
886011.WI	贵金属指数	2.9%	1.5%	2.2%	25.0%
CI005214.WI	铜	2.8%	1.2%	2.0%	23.6%
8841049.WI	创新药指数	3.7%	0.2%	2.0%	-3.3%
CI005323.WI	医疗服务	3.1%	0.8%	1.9%	1.8%
CI005454.WI	矿山冶金机械	4.8%	-1.3%	1.8%	4.1%
CI005542.WI	PCB	2.0%	1.2%	1.6%	4.1%

资料来源：wind，民生证券研究院

2 大类资产量化观点

2025 年 10 月大类资产量化观点如下：

表1：2025 年 10 月大类资产量化观点

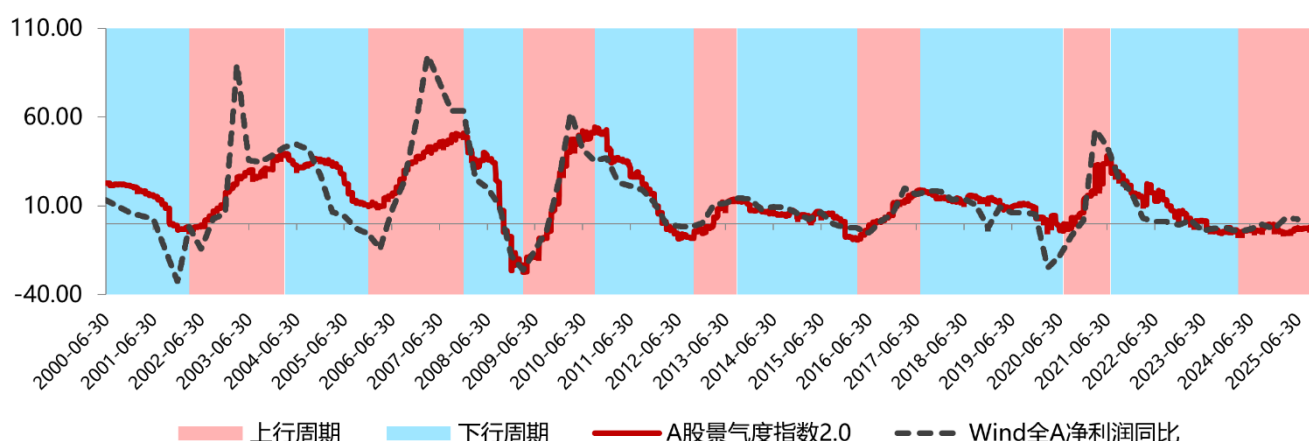
大类资产	观点
权益	核心：景气度金融上工业下，指数处较强走势 - 9 月金融景气度有所回升，工业景气度有所回落，景气度整体稳中有升；2025Q2 相比 Q1 有较多行业增速回落，增长亮点主要在电新板块； - 信用扩张小幅回升，企业信贷与企业债券融资预计改善；从结构来看，信贷与企业债券均同比多增，政府债券较去年高基数有所回落； - 当下市场流动性持续下行但指数表现较强，10 月预计震荡偏多。
利率	10 月 10Y 国债利率或下行 3BP 至 1.83% - 2023 年以来样本外有 22 个月方向判断正确，胜率为 67%； - 经济增长因子有所企稳，通货膨胀因子有所回落，债务杠杆因子回落，短期利率因子有所回升。 - 综合来看 10 月 10Y 国债利率或小幅下行。
黄金	核心：保持看多观点不变 - 2023 年以来样本外有 25 个月方向判断正确，胜率为 76%； - 从四因子模型来看，二季度美国财政扩张继续，国防支出同样再次回升； - 从技术层面分析，黄金在经历了今年 4 月以来接近 4 个月的盘整后出现突破迹象。
地产	核心：行业压力继续上行 - 房地产行业压力指数为 0.764,行业整体压力有所上行； - 供给侧压力受土地市场持续降温而上升，而需求侧压力受个人住房贷款负增而上升。
海外	核心：印美关税影响下，印度外资延续流出 - 9 月印度股市场外资延续流出但幅度缩窄，FPI 净流出 27.02 亿美元； - 外资流出下，NIFTY 50 指数 9 月小幅上涨 0.75%； - 关税谈判不确定性下外资大幅流出，当前印度市场配置价值有限。

资料来源：Wind，民生证券研究院

2.1 权益：景气度金融上工业下，指数处较强走势

9月金融景气度有所回升，工业景气度有所回落，景气度整体稳中有升。我们考虑到A股净利润主要由金融业和工业构成，通过分别构建两者的高频景气度指数从而更为精确的做了A股利润同步预测。9月以来金融业景气度回升包括银行和非银，而工业景气度略有下降，加和来看整体景气度稳中有升。按照景气度预测全A净利润Q3累计同比或相比Q2减弱。

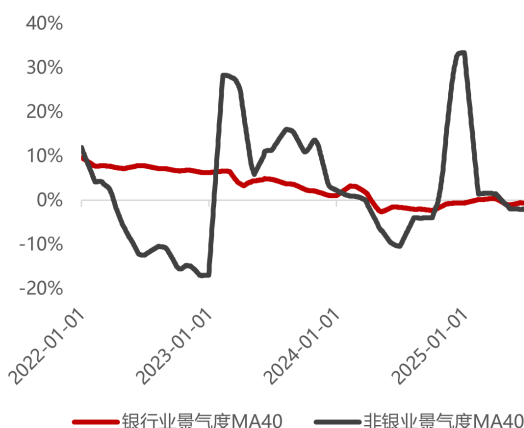
图11：A股景气度指数2.0与万得全A净利润同比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

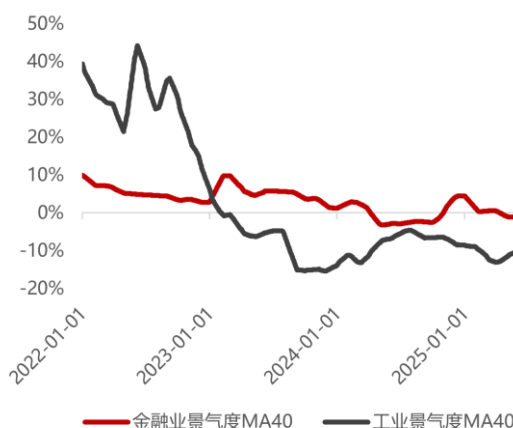
2025Q2相比Q1有较多行业增速回落，增长亮点主要在电新板块。2025Q2三十个中信一级行业仅有9个净利润增速回升，回升超过5%的行业有：房地产、电新、国防军工、医药。电新净利润增速Q2由负转正。

图12：银行与非银景气度变化 MA40



资料来源：wind，民生证券研究院

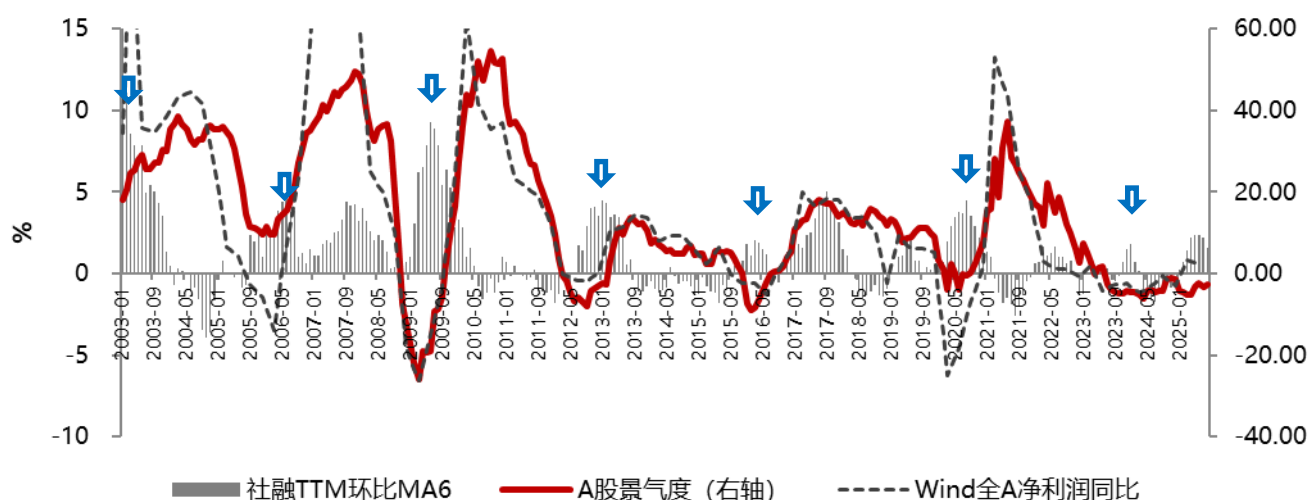
图13：金融与工业景气度变化 MA40



资料来源：wind，民生证券研究院

信用扩张小幅回升，企业信贷与企业债券融资预计改善。预计 2025 年 9 月新增社融约为 3.86 万亿元，同比增加 0.09 万亿元，社融 TTM 环比约为 0.25%。**从结构来看，信贷与企业债券均同比多增，政府债券较去年高基数有所回落。**信贷方面，大中城市新房成交量与去年同期接近，新增居民中长贷预计接近去年同期水平；9 月 PMI 为 49.8%虽处荣枯线下但较上月有所改善，新增企业信贷预计略强于去年同期。债券融资方面，政府债券新增规模依旧较大，但不及去年同期超高基数；企业债券净融资高频数据显示同比显著多增。

图14：上证指数、A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化



资料来源：wind，民生证券研究院，注：图中上证指数为调整后的趋势示意

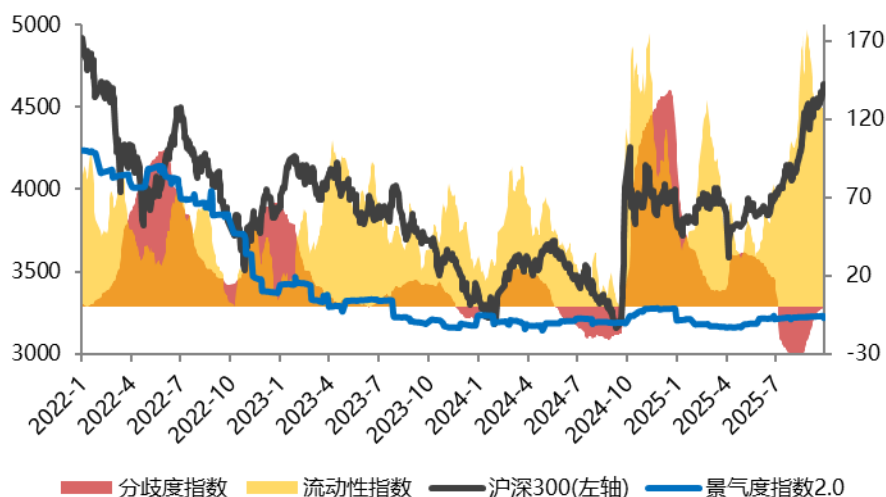
表2：9 月社融结构预测（单位：亿元）

总量预测	2025 年 9 月预测值	2024 年 9 月	2025 年 8 月预测值	2025 年 8 月
新增社融	38552	37635	26928	25668
社融 TTM 环比	0.25%	-1.10%	-0.91%	-1.24%
结构预测	2025 年 9 月预测值	2024 年 9 月	2025 年 8 月预测值	2025 年 8 月
人民币贷款	21453	19742	9435	6253
→企业贷款+居民短贷	18540	16900	6387	5505
→居民中长贷	2416	2300	1151	200
→企业票据融资	497	686	1897	531
外币贷款	49	-480	124	-91
委托贷款	-74	392	-58	-165
信托贷款	202	6	211	350
未贴现银行承兑汇票	1280	1312	1755	1973
企业债券	1143	-1926	984	1338
政府债券	11847	15357	13606	13672
非金融企业境内股票融资	364	128	223	456
存款类金融机构资产支持证券	133	-163	-109	-48
贷款核销	2154	2154	758	875

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

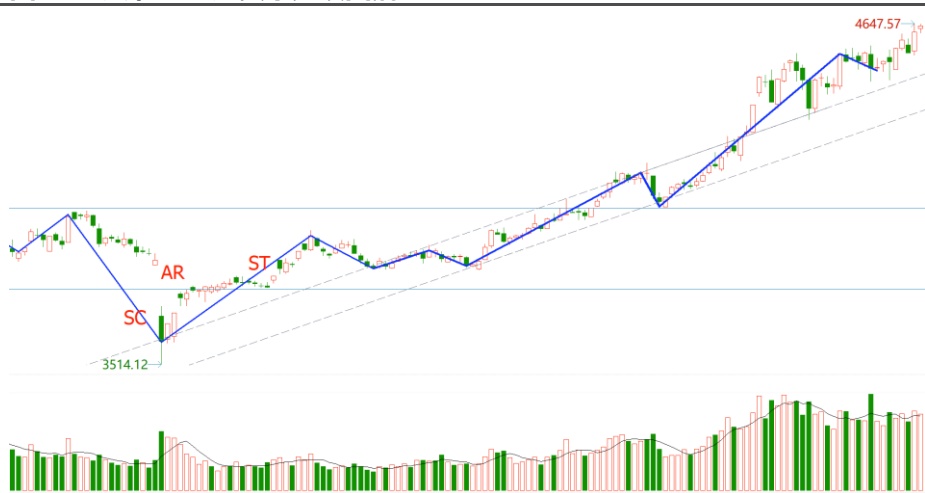
当下市场流动性持续下行但指数表现较强，10月预计震荡偏多。当下景气度保持小幅上行，分歧度处于上升状态，流动性处下行状态，从三维择时体系来看，整体市场处高风险状态。但从技术角度来看沪深300处于上涨阶段中的高位再积累子阶段，近期出现的多次大阳线后续回踩都较浅。市场通过“回撤—测试—需求响应”完成再积累，未来仍有较高概率突破性上涨。

图15：分歧度、流动性、景气度变化趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图16：沪深300 超买下见顶回落



资料来源：wind，民生证券研究院

图17：分歧度-流动性-景气度三维择时框架



资料来源：民生证券研究院绘制

2.2 利率：10月10Y国债利率或下行3BP至1.83%

利率的本质是资金的价格。利率变动由资金的供需因素共同决定，民生金工利率预测框架采用结构化静态因子模型（Structured Static Factor Model），从精选的宏观指标中抽象出四大因子：经济增长、通货膨胀、债务杠杆、短期利率，共同刻画利率的变动方向。

图18：10Y国债利率驱动因素模型

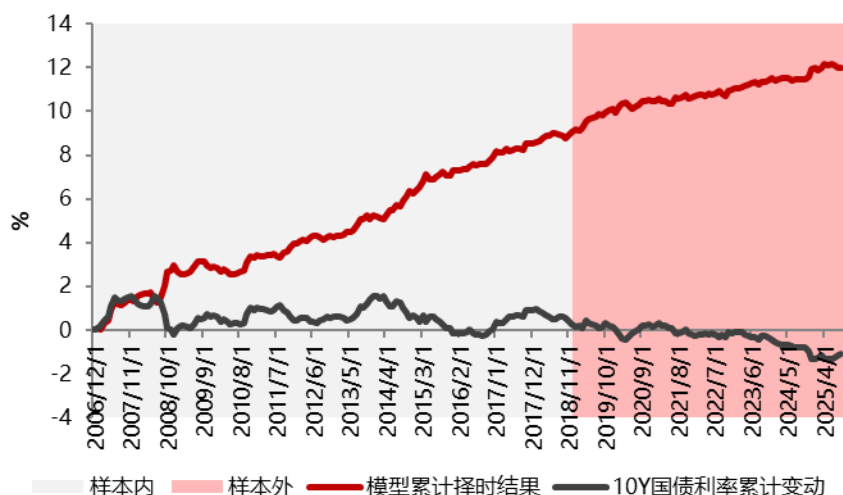


$$\Delta 10Y \text{ 国债利率} = \beta_1 \Delta \text{经济增长} + \beta_2 \Delta \text{通货膨胀} + \beta_3 \Delta \text{债务杠杆} + \beta_4 \Delta \text{短期利率} + \text{常数项}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

以此框架进行月度利率择时，2006 年以来样本内外均有 70%左右胜率。模型通过静态因子模型预测下月 10Y 国债利率变动方向，并通过累加或者累减实际变动以表示预测效果，以 2019 年初为样本内外节点进行统计，总体保持较高胜率。2023 年以来样本外有 22 个月方向判断正确，胜率为 67%。

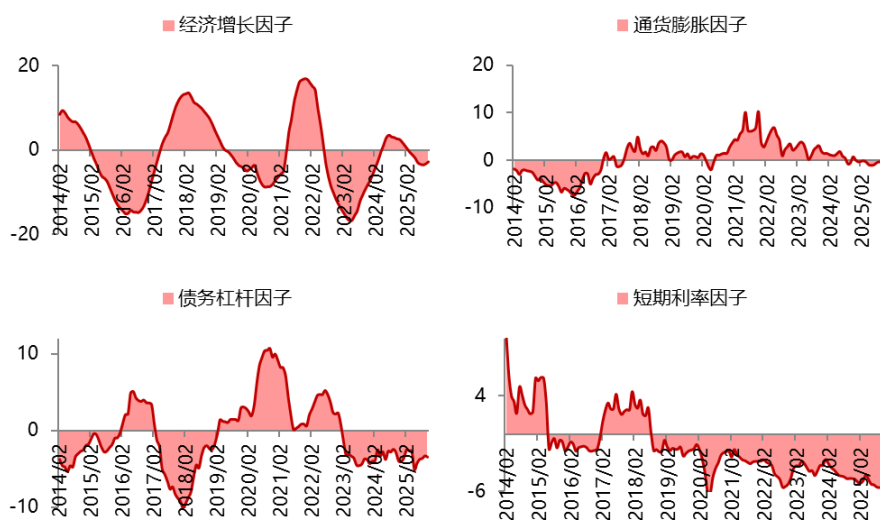
图19：静态因子模型历史月度利率择时效果



资料来源：wind，民生证券研究院，注：择时结果计算方法为利率月度变动的累加（看多）或累减（看空）

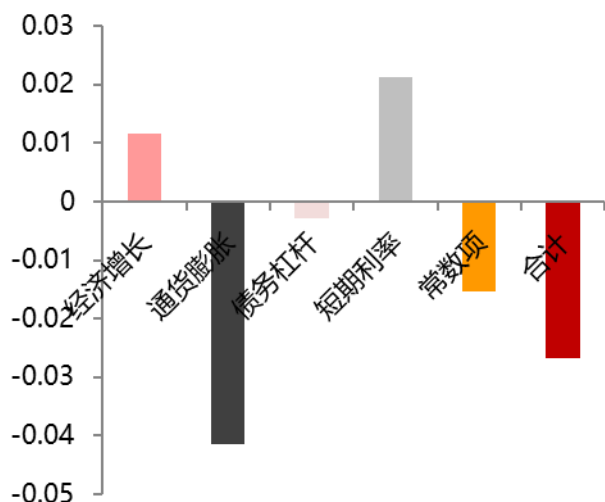
模型判断 10 月 10Y 国债利率或下行 3BP 至 1.83%。从国债利率各驱动因子来看，经济增长因子有所企稳，通货膨胀因子有所回落，债务杠杆因子回落，短期利率因子有所回升，螺纹钢与铜的价格差继续扩大，PMI 主要原材料购进价格略有回落，综合来看 10 月 10Y 国债利率或小幅下行。

图20：利率驱动因子长期变化趋势



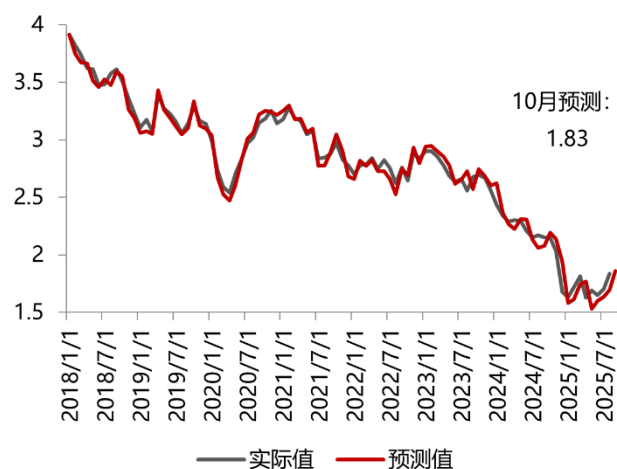
资料来源：wind，民生证券研究院

图21：10Y 国债利率 10 月预测各因子贡献



资料来源：wind，民生证券研究院

图22：2018 年以来模型预测值与实际值对比

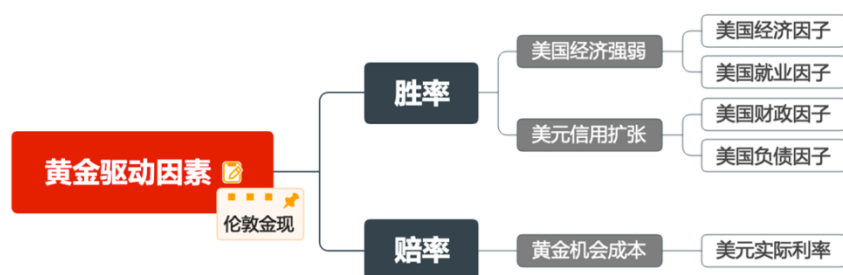


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 黄金：保持看多观点不变

黄金的本质是“高级别的保底信用”。当前信用最强货币为美元，因此黄金走势目前主要对标美元信用。美元信用主要体现在美国经济强弱、信用扩张强弱，美元实际利率等因素中。因此我们从精选的宏观指标中抽象出四大因子：**美国经济、美国就业、美国财政、美国负债**，共同刻画黄金的变动方向，并采用**结构化静态因子模型**进行黄金的判断。

图23：黄金驱动因素模型

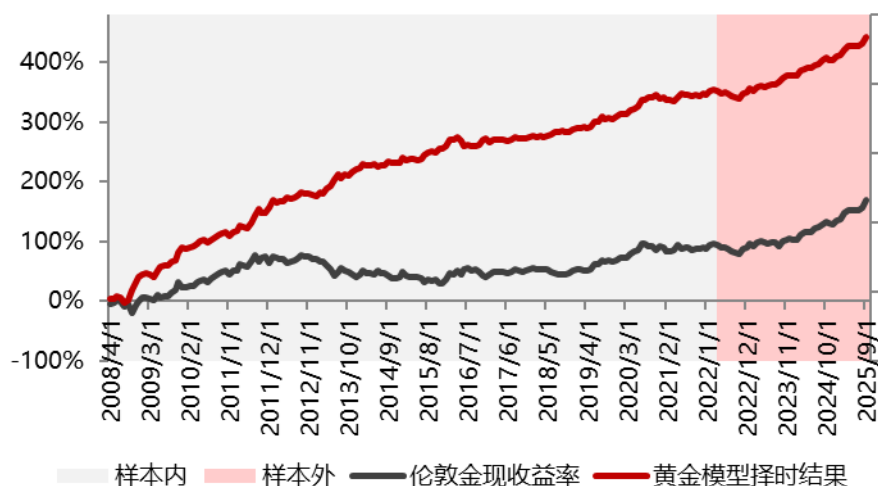


$$\Delta \text{伦敦金现} = \beta_1 \Delta \text{美国经济} + \beta_2 \Delta \text{美国就业} + \beta_3 \Delta \text{美国财政} + \beta_4 \Delta \text{美国负债} + \text{常数项}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

以此框架进行月度黄金择时，2008 年以来有 65%左右胜率。长期来说四因子模型对黄金走势有较高的解释度。黄金本身并无未来现金流，传统金融定价公式无法直接定价，本身交易价格受到叙事与情绪影响较大，四因子虽有较高解释度，但框架仍是开放的。2023 年以来样本外有 25 个月方向判断正确，胜率为 76%。

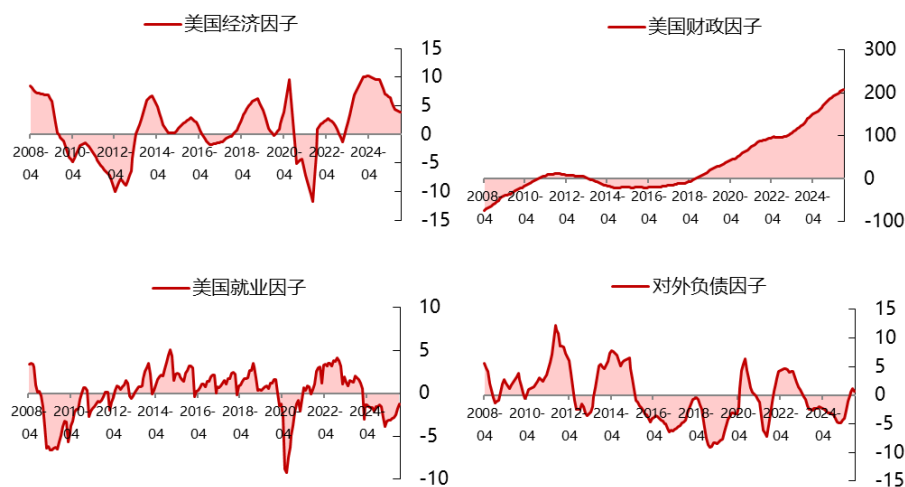
图24：静态因子模型历史月度黄金择时效果



资料来源：wind，民生证券研究院

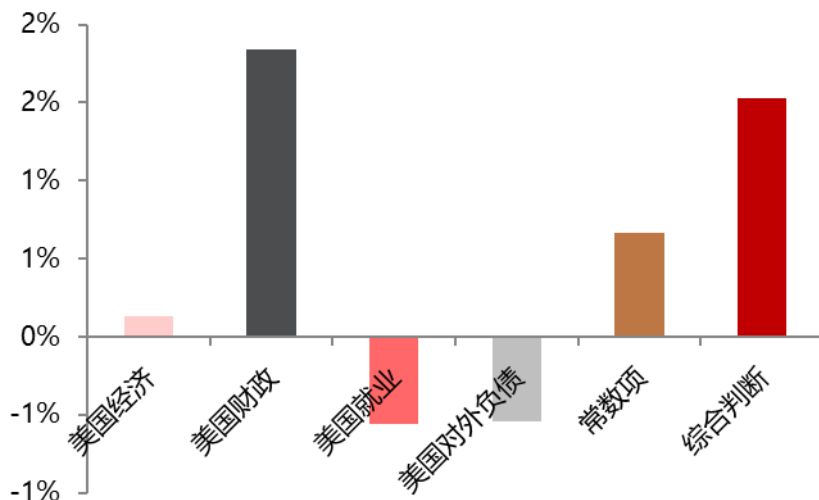
从四因子模型来看，二季度美国财政扩张继续，国防支出同样再次回升。与黄金相关的美国经济因子继续下行，财政因子保持上行，就业因子继续回升，对外负债因子有所回落，综合来看模型对接下来的黄金表现继续乐观。9月30日美国国会参议院未能通过共和党的政府拨款法案，白宫随后正式宣布政府即将“关门”，美国财政压力问题继续扩大。

图25：黄金驱动因子长期变化趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

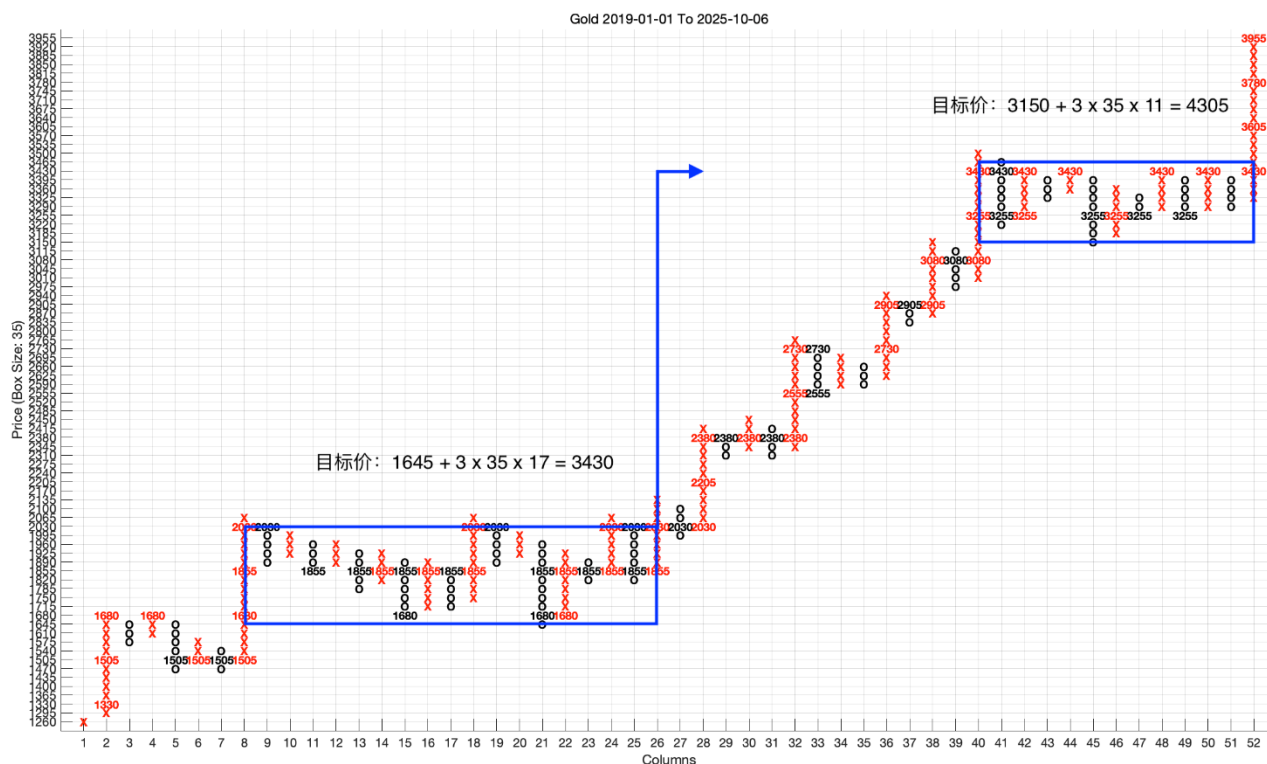
图26：伦敦金现 10 月预测各因子贡献



资料来源：wind，民生证券研究院

从技术层面分析，黄金在经历了今年 4 月以来接近 4 个月的盘整后出现突破迹象。从威科夫点数图的计数来看，这段横盘整理积蓄的力量支持未来目标价位 4300 美元/盎司，对应涨幅空间仍有 8%左右。具体方法请参考我们的专题报告《威科夫点数图的绘制与应用：股票涨跌空间判断》。

图27：伦敦金现点数图

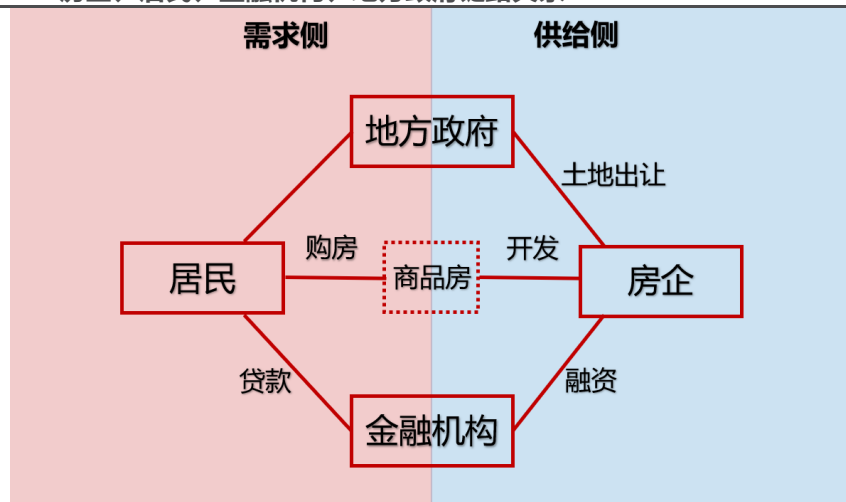


资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 地产：行业压力继续上行

民生金工房地产行业压力指数的构建目标是追踪市场核心指标变化，衡量房地产市场的承压状态。我们采用扩散指数的方式，通过房地产市场供给与需求各链路中的关键指标，从绝对水平和边际变动两个维度打分，加总标准化得到房地产行业压力指数。房地产行业压力指数的值越大表示当前房地产市场低迷并有形势继续恶化的潜在可能。房地产行业压力指数的更多细节请参考报告《视角透析：房地产行业压力指数构建》。

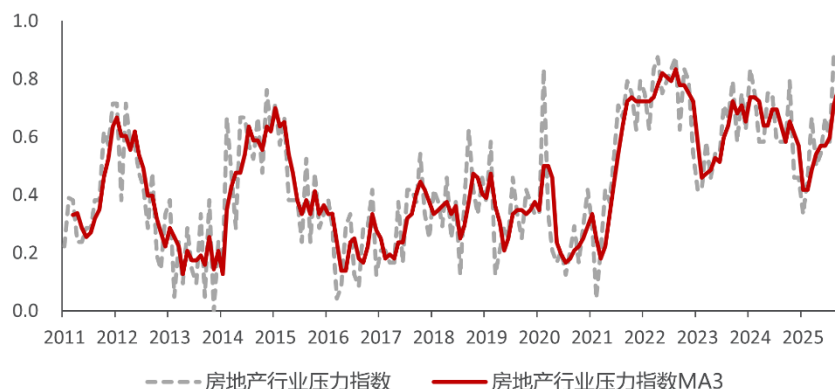
图28：房企、居民、金融机构、地方政府链路关系



资料来源：民生证券研究院绘制

截止至 2025 年 9 月 30 日，三个月移动平均的房地产行业压力指数为 0.764，行业整体压力有所上行。从细分指标层面看，土地市场成交量价均承压；商品房销售面积降幅继续扩大，70 大中城市新房价格连续 27 个月负增长，环比降幅维持-0.3%，个人住房贷款继续负增；房屋新开工面积同比延续负增且降幅继续扩大，8 月为-19.84%。从供需两侧来看，供给侧压力受土地市场持续降温而上升，而需求侧压力受个人住房贷款负增而上升。

图29：民生金工房地产行业压力指数（2025.09）



资料来源：wind，民生证券研究院

图30：细分指标当期评分 (2025.09)

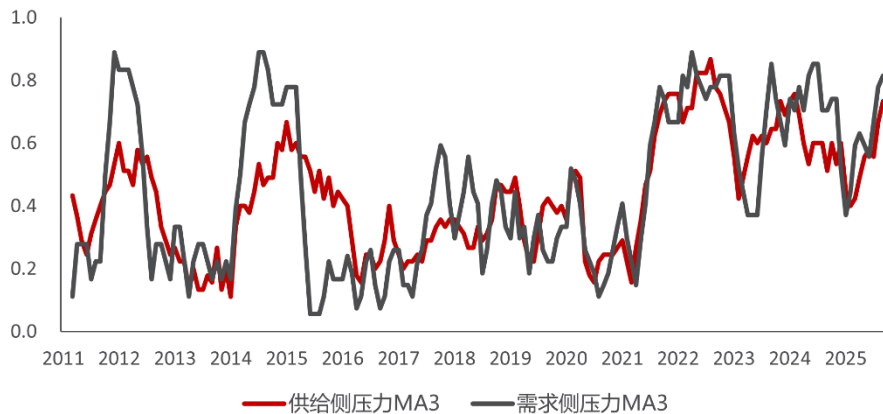
指标名称	当前观点
土地出让金	●○○○○
成交土地溢价率	●○○○○
商品房销售面积	●○○○○
新建商品住宅价格指数	○○●○○
房屋新开工面积	●○○○○
新增个人住房贷款余额	○○●○○
房地产开发投资完成额	●○○○○
房地产开发贷款	○○○●○

注：观点从左到右依次表示悲观、相对悲观、相对乐观、乐观
 其中红色表示当前观点，粉色表示上一期观点



资料来源：wind，民生证券研究院绘制

图31：房地产供需两侧压力 (2025.09)

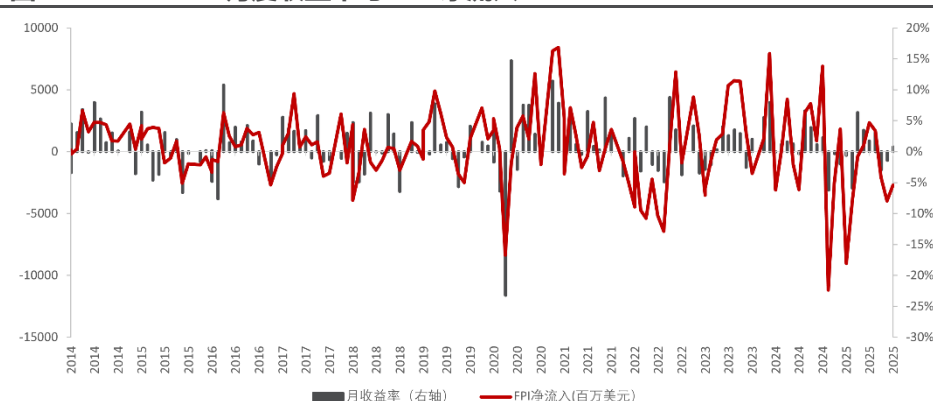


资料来源：wind，民生证券研究院绘制

2.5 海外：印美关税影响下，印度外资延续流出

9月印度股权市场外资延续流出但幅度缩窄，FPI净流出27.02亿美元。外资在印度市场占比约37.0%，这使得其净流入的边际变化对印度市场走势有着较大影响。

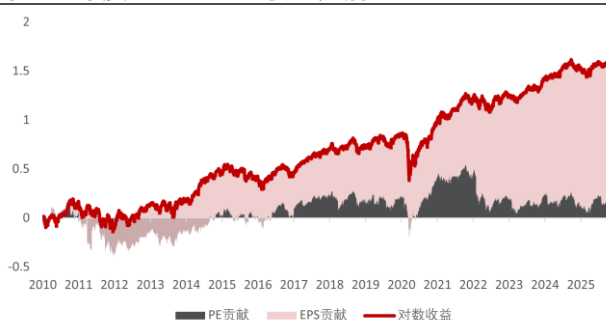
图32：NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入



资料来源：NSDL, Bloomberg, 民生证券研究院

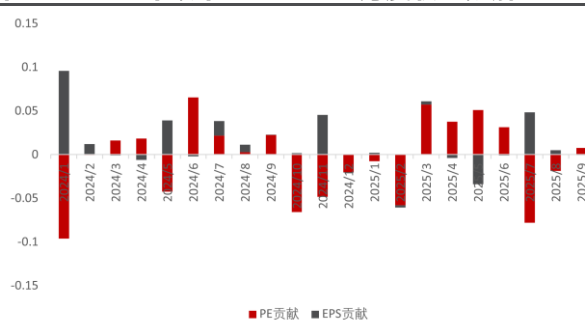
外资流出下，NIFTY 50 指数9月小幅上涨0.75%。根据NSE提供的DII和FII临时数据，9月外国机构投资者净卖出3530亿卢比，而印度国内机构投资者净买入6534亿卢比。资金面维度内资机构投资者延续买入，而外资机构投资者延续卖出。从收益分解来看，9月的上涨主要来自于估值的回升。

图33：印度 NIFTY 50 收益分解



资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

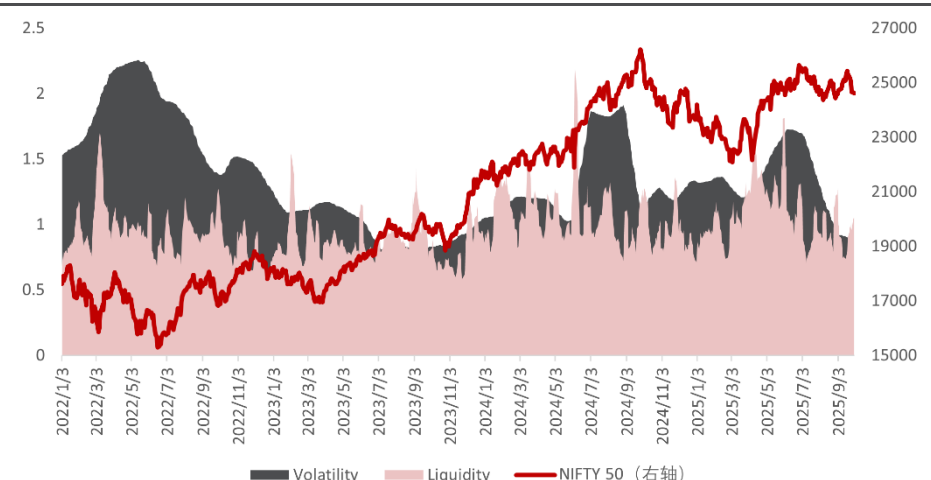
图34：2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解



资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

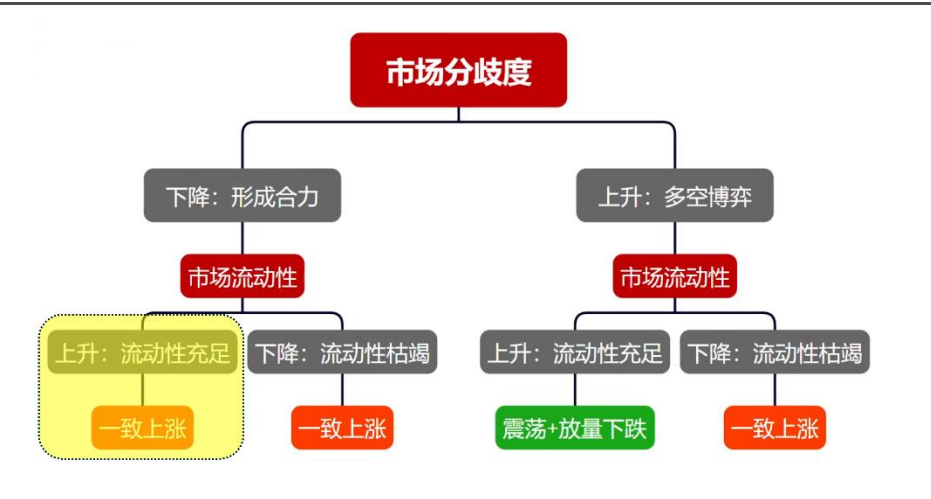
量价维度看，当前印度市场分歧度下行、流动性上升状态。历史上印度权益市场处于分歧度下行且流动性上升阶段时，主要行情为一直上涨，当前量价层面看好印度市场。

图35：印度分歧度流动性变化趋势



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图36：印度分歧度-流动性二维择时框架



资料来源：民生证券研究院绘制

外资流出的企稳是前期印度反弹的核心原因，印美关税冲突使得外资不确定性增大。印度经济的走弱与A股的修复带来外资的流出，是印度2024年9月以来下跌的核心原因；3月-6月外资持续回流促使印度股市出现反弹。但8月1日起美国对印度征收25%临时关税，后续美国又以印度进口俄罗斯石油为由对印度施加50%惩罚性关税。关税谈判不确定性下外资大幅流出，且出口压力增大或对印度经济产生负面影响，当前印度市场配置价值有限。

表3：印度市场综合判断

维度	方向	说明
经济	-	印度 Q2 GDP 同比增速 7.81%，经济数据有一定回暖，但整体增速已经下台阶。
外资	↓	受关税谈判不确定性影响外资流出。
估值	-	估值与自身历史比处于相对低位，但全球比较下估值较高（对应过去的高盈利增速）。
量价	↑	分歧度↓流动性↑，短期看处于一致上涨区间。
综合	↓	关税谈判不确定性下外资大幅流出，当前印度市场配置价值有限。

资料来源：Wind，民生证券研究院

3 风格量化观点

2025 年 10 月市场风格量化观点如下：

表4：2025 年 10 月市场风格量化观点

市场风格	观点
大势研判综合观点	核心：预期成长优势差继续扩大 - 预期增速资产的优势差继续回升，分析师预期类、主题类策略或继续表现； - 实际增速资产的优势差开始回落，实际成长类、景气类策略谨慎配置； - ROE 的优势差下行趋缓，拥挤度较低下，盈利能力策略基本面仍较弱但或开始筑底； - 高股息类资产当下的拥挤度仍不算低，利率有所回升，因此基本不建议超配； - Δg 和 Δg_f 仅有前者在扩张，9 月继续推荐预期成长风格，不再推荐实际成长风格。
风格补充观察	核心：看好预期成长，小盘或仍有优势 - 长期看美债利率下行趋势逆转可能性较小，风险偏好上行背景下看好成长； - 8 月小盘相较于大盘关注度小幅回落，但趋势上仍是小盘占优； - 从市值因子拥挤度来看，8 月小盘风格拥挤度明显回落； - 从季节效应来看，2010 年以来 9 月份大小盘无明显季节效应。

资料来源：Wind，民生证券研究院

3.1 风格综合观点：10 月继续看好预期成长风格

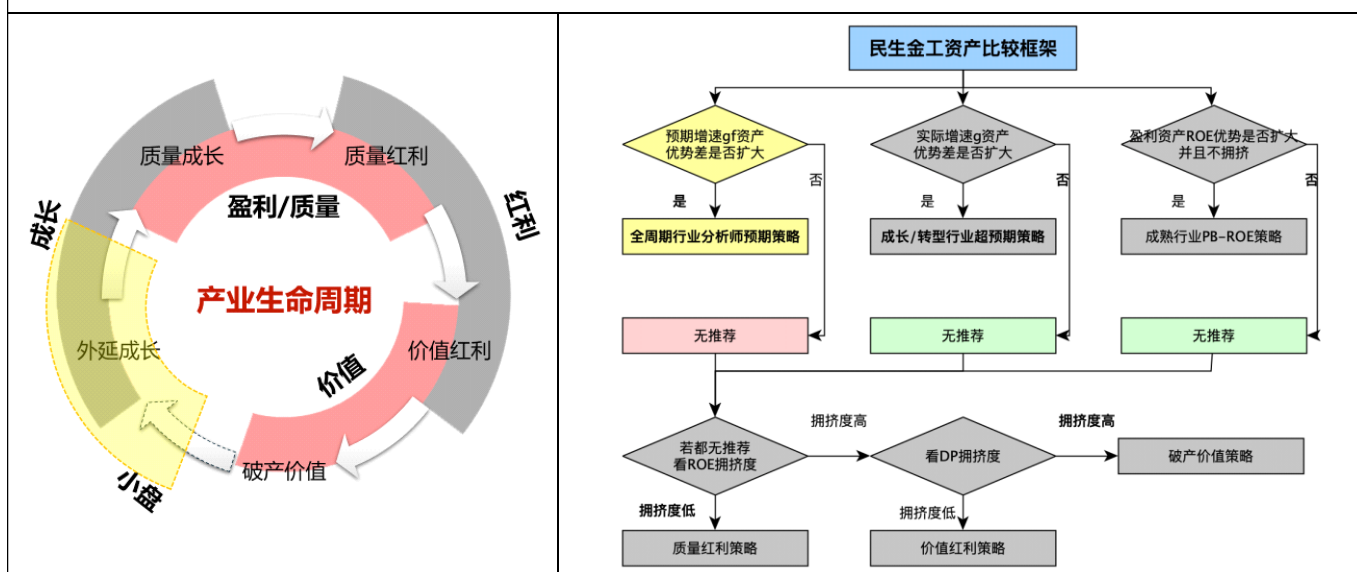
根据我们自下而上量化大势研判框架的推演，10 月继续推荐预期成长风格（分析师预期类、主题类策略）。行业上推荐：1) 氟化工；2) 锂电化学品；3) 储能；4) LED；5) 网络接配及塔设。具体判断依据详见报告《量化大势研判 202510：10 月继续看好预期成长风格》。

图37：量化大势研判观点

大势研判观点

综合判断占优风格：预期成长

- 预期增速资产的优势差继续回升，分析师预期类、主题类策略或继续表现；
- 实际增速资产的优势差继续回落，实际成长类、景气类策略逐步谨慎；
- ROE的优势差下行趋缓，拥挤度较低下，盈利能力策略基本面仍较弱；
- 高股息类资产当下的拥挤度有所回升，不建议超配；
- Δg_f 和 Δg 目前仅有前者在扩张，**10月继续推荐预期成长风格。**



风格类型	筛选逻辑	当下推荐				
预期成长	分析师	氟化工	锂电化学品	储能	LED	网络接配及塔设
实际成长	超预期	半导体材料	电机	其他电子零部件Ⅲ	锂电化学品	锂电设备
盈利能力	PB-ROE	啤酒	白酒	非乳饮料	网络接配及塔设	供热或其他
质量红利	DP+ROE	线缆	储能	车用电机电控	稀土及磁性材料	网络接配及塔设
价值红利	DP+BP	化学制剂	铜	玻璃纤维	网络接配及塔设	稀土及磁性材料
破产价值	PB+SIZE	核电	动物疫苗及兽药	棉纺制品	包装印刷	印染

资料来源：wind，民生证券研究院，注：新调入行业加粗表示

表5：量化大势研判配置策略近期选择

	预期成长	实际成长	盈利能力	质量红利	价值红利	破产价值
2023-01						
2023-02						
2023-03						
2023-04						
2023-05						
2023-06						
2023-07						
2023-08						
2023-09						
2023-10						
2023-11						
2023-12						
2024-01						
2024-02						
2024-03						
2024-04						
2024-05						
2024-06						
2024-07						
2024-08						
2024-09						
2024-10						
2024-11						
2024-12						
2025-01						
2025-02						
2025-03						
2025-04						
2025-05						
2025-06						
2025-07						
2025-08						
2025-09						
2025-10						

资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 风格补充观察：继续看好预期成长与小盘风格

自 2016 年外资大量流入 A 股开始，美债利率对 A 股红利/成长相对强弱产生显著影响。逻辑上来说，红利资产现金流分布较为平均，久期较短，而成长资产现金流分布近小远大，久期较长，对资金成本的敏感性上来说后者更甚，因而美债利率会对两者的定价造成一定的影响。从过去规律来看，拐点上美债利率领先红利/成长相对收益，大约领先 3-6 个月不等。9 月十年美债利率继续下行，单月看成长继续优于红利；长期看美债利率下行趋势逆转可能性较小，风险偏好上行背景下看好成长。

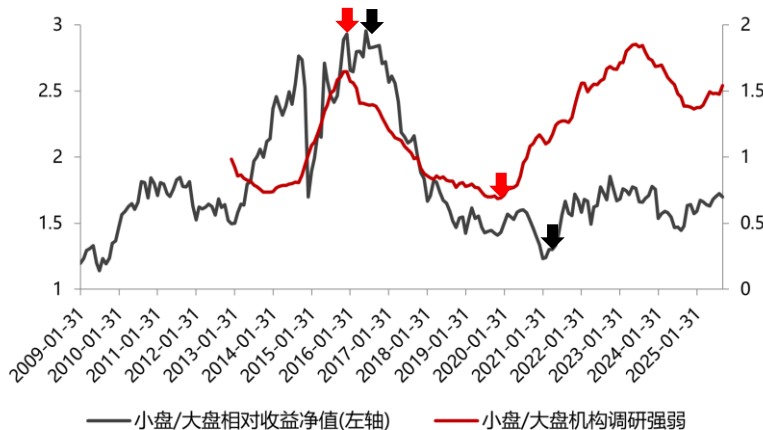
图38：红利/成长相对收益与美债利率



资料来源：wind，民生证券研究院

大盘/小盘的轮动大趋势上与机构调研强度有较高相关性。我们使用过去 30 日的平均调研次数作为机构调研强度的代理指标。大盘/小盘（沪深 300/中证 1000）的相对收益在月度频率上轮动较为频繁，但大趋势上与机构调研强度强弱有较高的一致性，且机构调研强度强弱的拐点一定程度上领先大盘/小盘轮动大趋势拐点，大小盘的轮动或与注意力机制相关。

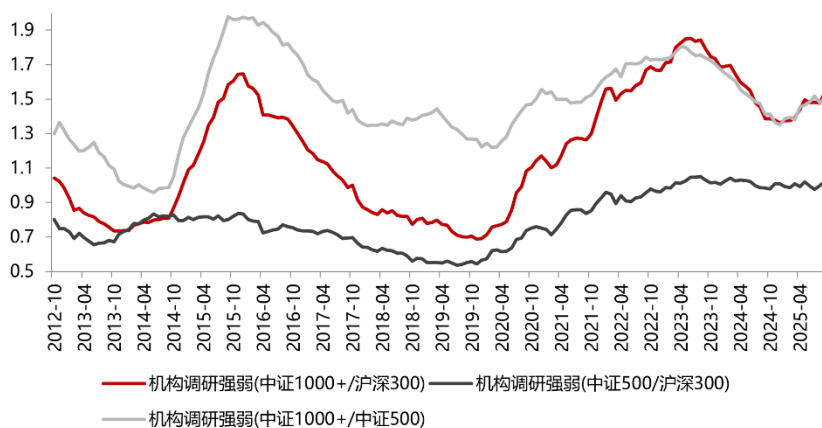
图39：小盘/大盘市场机构关注度强弱



资料来源：wind，民生证券研究院，注：机构关注度强弱指标都做了 MA12 处理

9月小盘相较于大盘机构调研关注度更高。自2024年9月以来大盘相较于小盘关注度的上升趋势就有减缓迹象，2025年1季度调研强度趋势正式偏向小盘。从机构关注度来看小盘或会出现长期趋势性机会。

图40：不同市值股票池机构调研强弱



资料来源：wind，民生证券研究院，注：机构关注度强弱指标都做了MA12处理，中证1000+指中证1000指数成分股及市值更小的其余股票的总和

从市值因子拥挤度来看，9月小盘风格拥挤度基本回到中性位置。小盘拥挤度8月出现大幅回落，9月基本持平，目前基本回到中性位置，小盘短期受到拥挤交易的可能性较低。

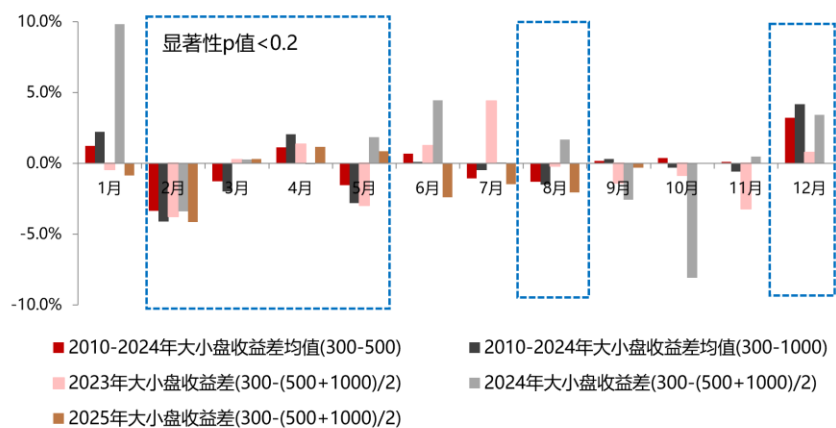
图41：市值因子拥挤度



资料来源：wind，民生证券研究院，注：市值拥挤度使用沪深300和中证1000计算

从季节效应来看，2010 年以来 10 月份大小盘无明显季节效应。2010 年-2024 年期间 10 月份小盘占优比例 40%，平均跑赢大盘 0.31%。10 月份大小盘无明显季节效应。

图42：月度大小盘收益差（季节效应）



资料来源：wind，民生证券研究院，注：300 代表沪深 300，500 代表中证 500，1000 代表中证 1000

4 行业配置量化观点

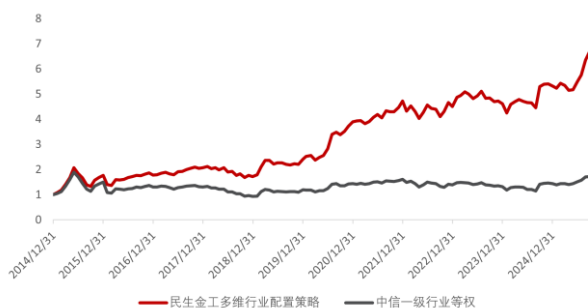
表6：2025 年 10 月推荐行业及权重

	多维行业配置策略	胜率赔率	出清反转
通信	20.0%	√	√
有色金属	13.3%	√	
电力设备及新能源	13.3%	√	
计算机	13.3%	√	
钢铁	13.3%	√	
农林牧渔	13.3%	√	
交通运输	6.7%		√
基础化工	6.7%		√

资料来源：Wind，民生证券研究院

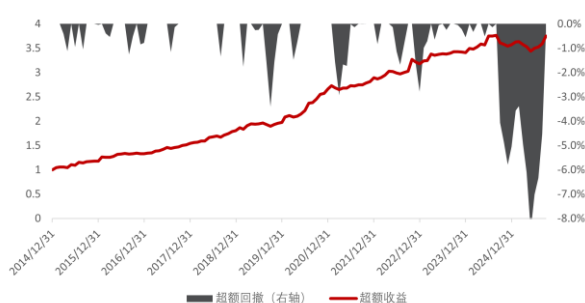
民生金工多维行业配置策略由两个行业配置策略组合而成，采取“恒星+卫星”的模式，其中胜率赔率策略、出清反转策略权重为 4：1，策略内部选取的行业等权持有。策略历史绝对收益与超额收益显著，2023 年绝对收益 2.36%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 7.26%。2024 年绝对收益 15.23%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 4.83%。2025 年绝对收益 26.01%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 4.98%。

图43：民生金工多维行业配置策略绝对收益



资料来源：wind，民生证券研究院

图44：民生金工多维行业配置策略超额收益



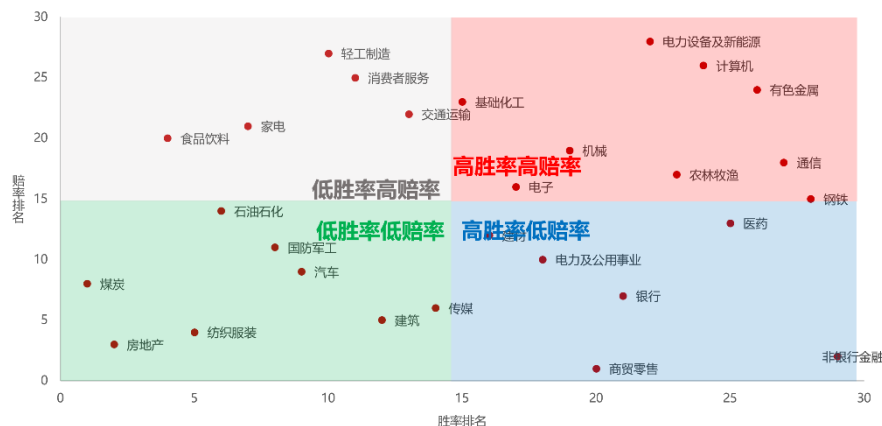
资料来源：wind，民生证券研究院

4.1 行业推荐：胜率与赔率

投资的期望回报取决于投资的胜率和赔率。在行业配置中，胜率是行业短周期实现相对市场超额收益的概率，赔率刻画行业长周期能获得多少绝对收益。短期看，行业景气度往往决定了行业的胜率；长期看，行业的估值、股息率等决定了行业的赔率。高胜率的行业往往趋势较好、景气度较高，而高赔率的行业往往估值低、长期看有绝对收益空间。

我们从胜率和赔率两个维度对中信一级行业进行刻画，综合考虑胜率和赔率，推荐：有色金属、计算机、电力设备及新能源、通信、钢铁、农林牧渔。

图45：2025 年 10 月行业胜率赔率刻画



资料来源：wind，民生证券研究院

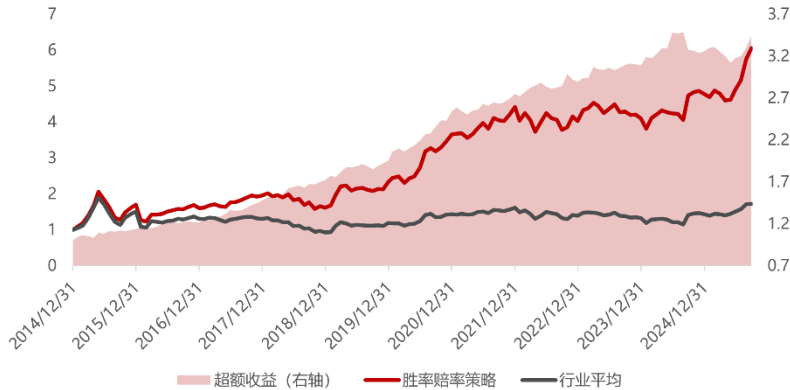
表7：2025 年 10 月行业胜率赔率刻画

推荐行业	胜率	赔率	胜率&赔率
有色金属	√	√	√
计算机	√	√	√
电力设备及新能源	√	√	√
通信	√	√	√
钢铁	√	√	√
农林牧渔	√	√	√
医药	√		
机械	√	√	
基础化工	√	√	
非银行金融	√		
轻工制造		√	

资料来源：民生证券研究院绘制

策略历史表现如下，样本外超额显著，2024 年以来绝对收益 47.69%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 11.48%。

图46：胜率赔率策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 行业推荐：出清反转策略

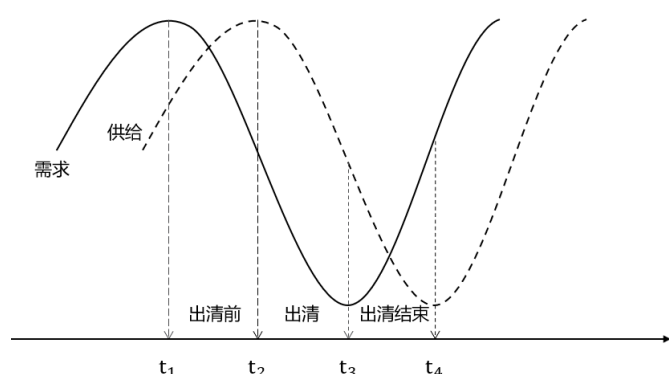
需求引导并且领先供给变化，在供给出清需求反转下行业回报将大概率提升。

在行业繁荣时期企业由于过度扩张、竞争导致产能过剩，出现供过于求的状态，而从该种状态到产能淘汰整合，资本撤离行业的过程称为行业出清。在出清尾声，需求端的回升使得企业盈利好转，而供给端还没有进入新的扩张时，将是布局行业的良好机会。

我们从行业需求、行业供给、行业竞争格局三个维度描述行业发展所处状态。

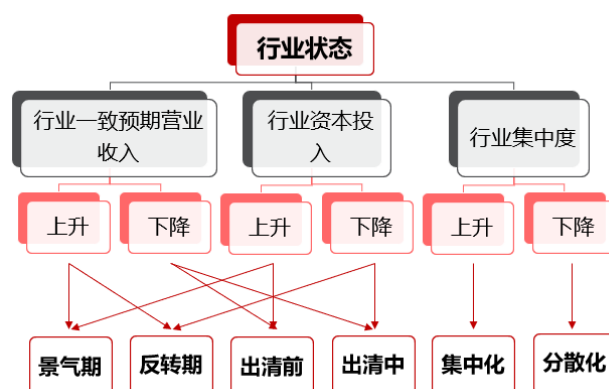
通过对每个指标上下行状态进行划分得到行业八种状态。我们将行业需求和供给均在下降时定义为行业出清状态，而将出清后行业需求端得到改善，行业供给未转向，同时集中度下行的状态定义为出清结束反转状态，观察行业是否能够在出清状态结束后基于格局变化获得超额收益。详细内容请参考报告《量化捕捉行业出清反转投资机会》。

图47：供需角度分析行业出清过程



资料来源：民生证券研究院整理绘制

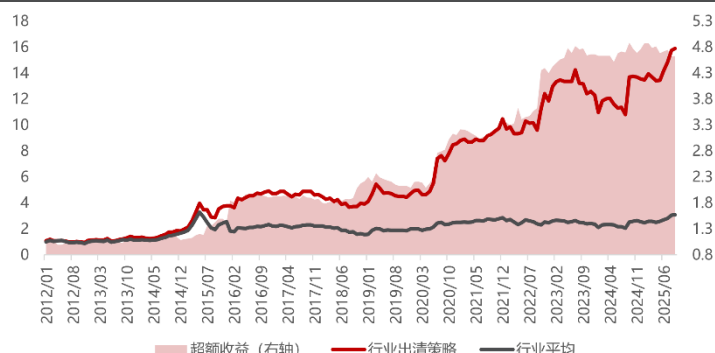
图48：行业状态划分标准



资料来源：民生证券研究院整理绘制

行业出清反转策略从 2012 年 1 月 31 日到 2025 年 9 月 30 日相对于行业等权组合实现显著超额收益，具体表现如下图所示。策略主要在熊市末期与牛市初期贡献超额收益。

图49：行业出清反转策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

当下处在反转期-分散化且前 6 个月出清过的行业为**基础化工、交通运输、通信**。

表8：各行业 2025 年 9 月状态

行业	2025 年 9 月状态
基础化工	反转期-分散化
交通运输	反转期-分散化
通信	反转期-分散化
机械	反转期-集中化
纺织服装	反转期-集中化
医药	反转期-集中化
传媒	反转期-集中化
有色金属	景气期-分散化
轻工制造	景气期-分散化
电力设备及新能源	景气期-分散化
国防军工	景气期-分散化
商贸零售	景气期-分散化
汽车	景气期-集中化
家电	景气期-集中化
农林牧渔	景气期-集中化
电子	景气期-集中化
计算机	景气期-集中化
石油石化	出清中-分散化
建筑	出清中-分散化
建材	出清中-分散化
食品饮料	出清中-集中化
电力及公用事业	出清前-分散化
消费者服务	出清前-分散化
房地产	出清前-分散化
煤炭	出清前-集中化
钢铁	出清前-集中化

资料来源：wind，民生证券研究院

5 风险提示

量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。

插图目录

图 1: 行业预期净利润增速 g_fttm 优势差变化	3
图 2: 2025 年科技类主题指数预期累计变化 (%)	4
图 3: 2025 年科技类主题指数预期累计变化 (%)	4
图 4: 2025 年消费类主题指数预期累计变化 (%)	5
图 5: 2025 年医药类主题指数预期累计变化 (%)	5
图 6: 2025 年周期类主题指数预期累计变化 (%)	6
图 7: 2025 年储能类主题指数预期累计变化 (%)	6
图 8: 2025 年传媒互联网类主题指数预期累计变化 (%)	7
图 9: 2025 年军工类主题指数预期累计变化 (%)	7
图 10: 截至 10 月 6 日近四周 (相对 9 月 12 日) 分析师预期净利润增速边际提升最快主题	9
图 11: A 股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比 (%)	11
图 12: 银行与非银景气度变化 MA40	11
图 13: 金融与工业景气度变化 MA40	11
图 14: 上证指数、A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化	12
图 15: 分歧度、流动性、景气度变化趋势	13
图 16: 沪深 300 超买下见顶回落	13
图 17: 分歧度-流动性-景气度三维择时框架	14
图 18: 10Y 国债利率驱动因素模型	14
图 19: 静态因子模型历史月度利率择时效果	15
图 20: 利率驱动因子长期变化趋势	15
图 21: 10Y 国债利率 10 月预测各因子贡献	16
图 22: 2018 年以来模型预测值与实际值对比	16
图 23: 黄金驱动因素模型	16
图 24: 静态因子模型历史月度黄金择时效果	17
图 25: 黄金驱动因子长期变化趋势	17
图 26: 伦敦金现 10 月预测各因子贡献	18
图 27: 伦敦金现点数图	18
图 28: 房企、居民、金融机构、地方政府链路关系	19
图 29: 民生金工房地产行业压力指数 (2025.09)	19
图 30: 细分指标当期评分 (2025.09)	20
图 31: 房地产供需两侧压力 (2025.09)	20
图 32: NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入	21
图 33: 印度 NIFTY 50 收益分解	21
图 34: 2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解	21
图 35: 印度分歧度流动性变化趋势	22
图 36: 印度分歧度-流动性二维择时框架	22
图 37: 量化大势研判观点	24
图 38: 红利/成长相对收益与美债利率	26
图 39: 小盘/大盘市场机构关注度强弱	26
图 40: 不同市值股票池机构调研强弱	27
图 41: 市值因子拥挤度	27
图 42: 月度大小盘收益差 (季节效应)	28
图 43: 民生金工多维行业配置策略绝对收益	29
图 44: 民生金工多维行业配置策略超额收益	29
图 45: 2025 年 10 月行业胜率赔率刻画	30
图 46: 胜率赔率策略收益	30
图 47: 供需角度分析行业出清过程	31
图 48: 行业状态划分标准	31
图 49: 行业出清反转策略收益	31

表格目录

表 1: 2025 年 10 月大类资产量化观点	10
表 2: 9 月社融结构预测 (单位: 亿元)	12
表 3: 印度市场综合判断.....	22
表 4: 2025 年 10 月市场风格量化观点	23
表 5: 量化大势研判配置策略近期选择.....	25
表 6: 2025 年 10 月推荐行业及权重.....	29
表 7: 2025 年 10 月行业胜率赔率刻画	30
表 8: 各行业 2025 年 9 月状态	32

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048