

2025年10月07日

节后慢牛延续，科技和周期占优不变

定期报告

投资要点

- ◆ **节前部分投资者担忧的风险在节日期间基本未发生。**（1）节前部分投资者担心的地缘冲突风险未发生。一是中美贸易摩擦可能加剧的风险并未发生：假期期间美国联邦政府时隔近七年再次“停摆”，美国政府自顾不暇，中美贸易并未发生恶化的风险。二是假期期间中东、俄乌等地缘冲突风险并未发生。（2）节前部分投资者担忧的流动性收紧风险也未发生。一是因就业数据可能超预期增加而导致短期降息预期下降的风险并未发生。二是美元大幅走强的风险基本未发生：首先，美元兑日元汇率大幅走强导致美元指数有所回升；其次，美元指数仍处于低位震荡趋势，人民币汇率也维持相对稳定，日元汇率的变动对我国短期流动性宽松的影响有限。
- ◆ **短期流动性可能维持宽松、风险偏好可能回升，A股节后可能延续震荡偏强的慢牛走势。**（1）短期经济可能延续弱修复趋势。一是9月制造业PMI有所回升。二是假期期间出行消费数据较好。三是假期期间地产销售增速低位有所回升。（2）节后流动性可能维持宽松。一是节后宏观流动性可能维持宽松：首先，CME对10月降息的预期接近100%，美元指数继续低位震荡；其次，历史经验上节后国内央行多加大逆回购力度，而今年央行也已公告将于10月9日开展11000亿元买断式逆回购操作。二是节后融资等资金大概率回流A股：首先，复盘历史，节后融资和外资等资金多回流A股；其次，慢牛趋势下，今年节后融资和外资大概率回流A股，且新发基金规模也可能进一步回升。（3）节后风险偏好可能回升。一是四中全会确定在10月20日召开，可能提升风险偏好。二是日本新首相即将上任，对日本流动性宽松预期可能有提升，中日关系可能有一定扰动，但对A股风险偏好影响较小。
- ◆ **节后科技成长占优的风格可能延续。**（1）复盘历史，TMT相对沪深300超额收益出现明显回落主要受政策和外部事件偏空、自身基本面转弱、流动性边际收紧、估值情绪过高等因素驱动。（2）当前来看，节后科技成长占优的风格可能延续。一是节后政策和外部事件依然偏积极：首先，节后四中全会即将召开，“十五五”规划可能继续大力支持发展新质生产力和科技创新，积极的政策持续；其次，短期中美贸易谈判继续，节后外部事件也可能偏积极。二是节后人工智能、机器人等产业趋势大概率不断上行。三是节后国内外流动性大概率维持宽松。四是当前TMT成交额占比和估值历史分位数处于中性偏高水平。
- ◆ **行业配置：建议节后继续逢低配置科技、部分核心资产和周期等行业。**（1）节后科技成长和部分周期行业可能相对占优。一是历史上国庆假期后5个或10个交易日A股领涨行业和假期期间美股或港股领涨的行业相关度较高。二是今年节后科技成长和部分周期行业可能相对占优。（2）美联储降息周期下科技成长和部分周期行业可能相对占优。（3）日历效应来看节后科技成长和部分核心资产等表现可能相对占优。（4）节后建议继续逢低配置：一是政策和产业趋势上行的电子（消费电子、半导体）、有色金属（稀有金属、贵金属、铜、钴）、通信（算力）、机械设备（机器人）、传媒（游戏）、计算机（AI应用）等行业；二是基本面可能有所改善的电新（固态电池、储能、风电）、医药（创新药、CXO）、食品、军工等行业。
- ◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。**

分析师

邓利军

SAC执业证书编号：S0910523080001

denglijun@huajinsec.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsec.cn

相关报告

华金研究10月金股 2025.9.29

小长假前波动略有加剧，短周期新股板块或延续震荡分化走势-华金证券新股周报 2025.9.28

科技和周期行业中报盈利改善 2025.9.27

持股过节吗？ 2025.9.27

慢牛进行时—A股四季度策略展望 2025.9.22



内容目录

一、节后 A 股可能延续慢牛走势	3
(一) 节前担忧的风险在节日期间基本未发生	3
(二) 短期流动性可能维持宽松、风险偏好可能回升	3
1、短期经济可能延续弱修复趋势	3
2、节后流动性可能维持宽松。	4
3、节后风险偏好可能回升	5
二、行业配置：节后继续逢低配置科技、部分核心资产和周期	6
(一) 节后科技成长占优的风格可能延续	6
(二) 节后科技成长和部分周期行业可能相对占优	7
(三) 美联储降息周期下科技成长和部分周期行业可能相对占优	10
(四) 日历效应来看节后科技成长和部分核心资产等可能相对占优	11
(五) 节后继续逢低配置科技、部分核心资产和周期等行业	12
三、风险提示	14

图表目录

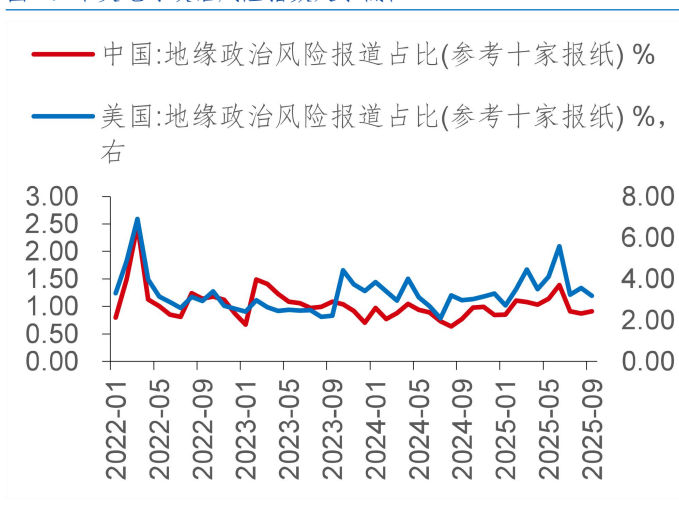
图 1：中美地缘政治风险指数处于低位	3
图 2：美元指数继续低位震荡	3
图 3：9 月制造业 PMI 分项多有所回升	4
图 4：国庆假期期间居民出行热度较高	4
图 5：CME 预测 10 月降息概率接近 100%	5
图 6：国庆假期后央行加大逆回购力度	5
图 7：国庆假期后 5 个交易日内微观资金流入情况一览	5
图 8：国庆假期后 10 个交易日内微观资金流入情况一览	5
图 9：2020 年及 2025 年 9 月政治局会议表述对比一览	6
图 10：2011 年以来 TMT 相对沪深 300 超额收益明显回落时点一览	7
图 11：TMT 相对沪深 300 超额收益明显回落时点各指标一览	7
图 12：近十年国庆期间，美股和港股涨幅前五的行业，以及 A 股节后 5 个交易日涨幅前五的行业	8
图 13：近十年国庆期间，美股和港股涨幅前五的行业，以及 A 股节后 10 个交易日涨幅前五的行业	9
图 14：今年国庆期间，美股成长和部分周期行业相对占优	9
图 15：今年国庆期间，港股成长和部分周期行业相对占优	10
图 16：2000 年以来，美国联邦基金目标利率下行区间	10
图 17：联邦基金利率下行期，A 股涨跌幅前十的行业	11
图 18：2013 年以来国庆假期前后涨幅 TOP5 行业一览	12
图 19：8 月计算机、通信和其他电子设备制造业营业收入增长	13
图 20：国庆前两日 LME 铜/镍结算价均回升	13
图 21：8 月插电式混合动力新能源车销量回升	14
图 22：近日大豆市场价上涨	14

一、节后 A 股可能延续慢牛走势

（一）节前担忧的风险在节日期间基本未发生

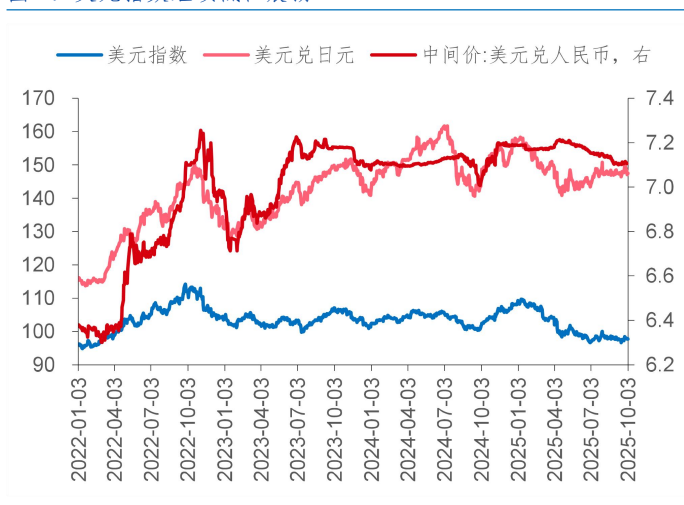
节前部分投资者担忧的风险在节日期间基本未发生。（1）节前部分投资者担心的地缘冲突风险未发生。一是中美贸易摩擦可能加剧的风险并未发生：假期期间美国联邦政府时隔近七年再次“停摆”，美国特朗普政府和民主党之间摩擦进一步升级下美国政府自顾不暇，并未出台宣布新的关税政策，中美贸易并未发生恶化的风险。二是假期期间中东、俄乌等地缘冲突风险并未发生。（2）节前部分投资者担忧的流动性收紧风险也未发生。一是因就业数据可能超预期增加而导致短期降息预期下降的风险并未发生：首先，受美国政府“关门”影响，美国 9 月非农就业数据并未如期公布，美国劳工统计局官网显示，由于联邦政府服务暂停，该网站目前已暂停更新，待联邦政府恢复运营后，网站将恢复更新；其次，当前市场寻求代替数据以推断美联储下一步动向，据最新 ADP 数据，私营雇主在 9 月份减少了 3.2 万个工作岗位，为两年半以来的最大降幅，因此美国 9 月劳动力市场大概率延续放缓趋势，海外降息周期未完下流动性未有大幅收紧的风险。二是美元大幅走强的风险基本未发生：首先，受日本新首相可能实施较为宽松的货币政策的影响，美元兑日元汇率大幅走强导致美元指数有所回升；其次，美元指数仍处于低位震荡趋势，人民币兑美元汇率也维持相对稳定，日元汇率的变动对我国短期流动性宽松的影响有限。

图 1：中美地缘政治风险指数处于低位



资料来源：华金证券研究所，wind

图 2：美元指数继续低位震荡



资料来源：华金证券研究所，wind

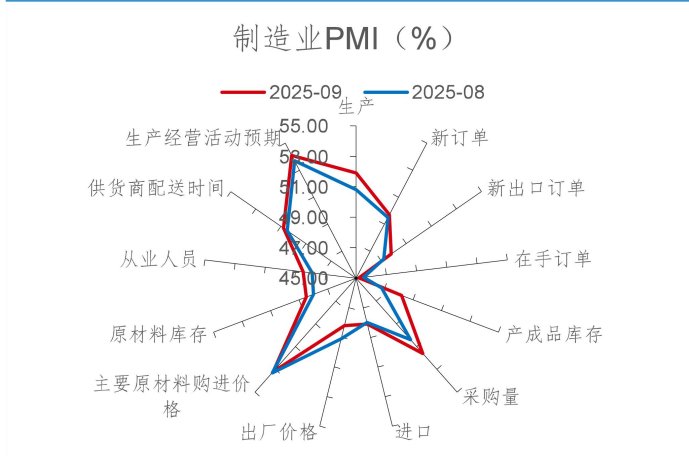
（二）短期流动性可能维持宽松、风险偏好可能回升

1、短期经济可能延续弱修复趋势

短期经济可能延续弱修复趋势。（1）9 月制造业 PMI 有所回升。9 月制造业 PMI 从 8 月的 49.4 回升到 49.8，结构上，13 项中有 10 项均有回升，其中产成品库存、采购、生产指数回升较多，分别为 1.4、1.2 和 1.1 个百分点，且主要原材料购进价格（53.2%）等景气维持高位，显示“两重”和反内卷政策的实施对制造业景气度有明显的提升作用。（2）假期期间出行消费数据

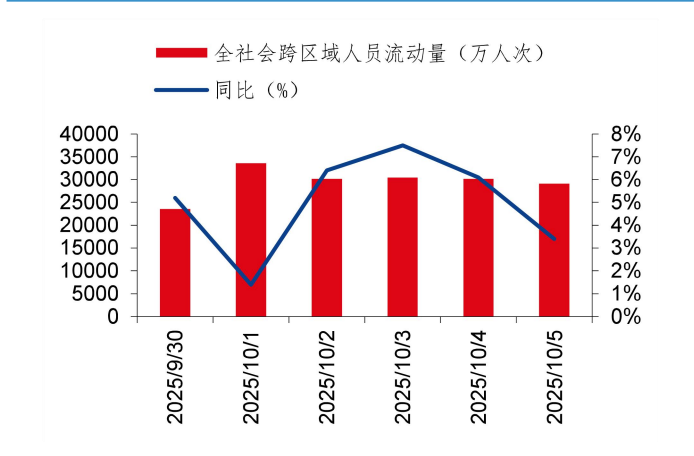
向好。一是交通运输部数据来看，今年双节前一天至 10 月 5 日，全社会跨区域人员流动量均较去年同期均有一定增长，居民出行意愿较强。二是消费数据来看：首先，假期前三天，商务部重点监测的 78 个步行街（商圈）客流量、营业额同比分别增长 4.2%、4.0%；其次，截至 10 月 5 日 11 时 38 分，2025 年国庆档电影总票房（含预售）突破 12 亿，此外第四批 690 亿元支持消费品以旧换新超长期特别国债资金节前下达各地加快推动消费品以旧换新，如湖北在国补基础上整合涵盖地方补贴与贷款贴息，推出亿元购车补贴，支持汽车以旧换新，而山东济南则将居家适老化改造纳入“国补”支持范围；最后，2025 年全国国庆文旅消费月在成都启动，以发放超 4.8 亿元消费补贴等方式，为假期文旅市场注入动力，有效提振行业消费热度。（3）假期期间地产销售增速低位有所回升。截至 10 月 5 日，一、二、三线地产周成交面积有所回升，同比增速分别为 56.2%、8.8%、24.2%，但整体依然维持低位。

图 3：9 月制造业 PMI 分项多有所回升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 4：国庆假期期间居民出行热度较高



资料来源：华金证券研究所，交通运输部

2、节后流动性可能维持宽松。

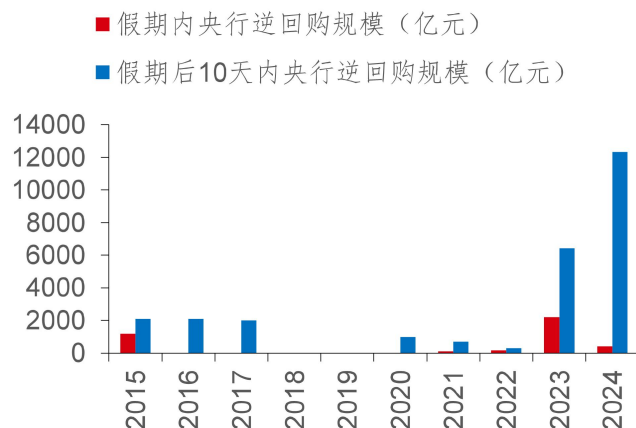
节后流动性可能维持宽松。（1）节后宏观流动性可能维持宽松。一是海外方面：首先，从 9 月 ADP 就业数据、美联储褐皮书等披露的信息来看，美国经济增长和就业放缓的趋势较为明显，CME 对 10 月降息的预期也接近 100%，年内仍有 2 次降息的空间；其次，受政府罢工等因素影响，美元指数继续低位震荡，节后海外流动性预期可能维持宽松。二是国内方面：历史经验上节后国内央行多加大逆回购力度，假期后 10 天内央行逆回购规模均大于假期期间的逆回购规模，且在近两年规模明显增大，2023 年和 2024 年假期结束后 10 天内央行 7 天逆回购规模分别达到 6430 亿元、12329 亿元，而今年央行也公告称将于 10 月 9 日以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 11000 亿元买断式逆回购操作，叠加 10 月份将有 8000 亿元 3 个月期买断式逆回购到期，意味着 10 月份 3 个月期买断式逆回购加量续作 3000 亿元，节后国内宏观流动性也可能维持宽松。（2）节后融资等资金大概率回流 A 股。一是复盘历史，2015 年以来的 10 年中，节后 5 个交易日融资净流入 9 次，外资净流入 5 次，节后 10 个交易日融资净流入 9 次，外资净流入 6 次，显示节后融资和外资等资金多回流 A 股。二是今年来看，慢牛趋势下，节后融资和外资大概率回流 A 股，且 9 月新成立偏股型基金近 1000 亿份，创全年单月最高值，后续新发基金也可能继续流入 A 股。

图 5：CME 预测 10 月降息概率接近 100%

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/10/29					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	96.2%	3.8%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	86.3%	13.3%	0.4%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	38.2%	54.0%	7.6%	0.2%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.3%	45.3%	33.0%	4.3%	0.1%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%	24.2%	42.3%	25.9%	3.2%	0.1%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	15.1%	34.0%	33.4%	13.6%	1.5%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.6%	5.9%	20.4%	33.8%	27.9%	10.2%	1.1%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.2%	2.5%	10.9%	25.0%	31.8%	21.8%	7.1%	0.7%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.5%	3.6%	12.8%	25.9%	30.4%	19.8%	6.2%	0.6%	0.0%
2026/12/9	0.1%	1.0%	5.0%	14.8%	26.6%	28.8%	17.8%	5.4%	0.5%	0.0%
2027/1/27	0.2%	1.3%	5.6%	15.6%	26.8%	28.1%	16.9%	5.1%	0.5%	0.0%
2027/3/17	0.2%	1.5%	6.1%	16.1%	26.8%	27.5%	16.3%	4.8%	0.5%	0.0%
2027/4/28	0.2%	1.3%	5.6%	15.0%	25.7%	27.5%	17.5%	6.1%	1.0%	0.1%
2027/6/9	0.2%	1.2%	5.1%	13.9%	24.3%	27.2%	18.8%	7.5%	1.6%	0.2%
2027/7/28	0.1%	0.8%	3.7%	10.7%	20.6%	26.2%	21.8%	11.5%	3.7%	0.7%
2027/9/15	0.1%	0.8%	3.7%	10.7%	20.6%	26.2%	21.8%	11.5%	3.7%	0.7%

资料来源：华金证券研究所，CME FedWatch Tool（注：数据截至 10/5）

图 6：国庆假期后央行加大逆回购力度



资料来源：华金证券研究所，wind（注：统计为自然日，假期内定义为 10/1-10/7）

图 7：国庆假期后 5 个交易日内微观资金流入情况一览

年份	外资净流入 (亿元)	融资净流入 (亿元)	新成立偏股型基金份额 (亿份)
2015	39.18	508.20	0.00
2016	8.09	210.40	33.64
2017	138.79	239.50	14.20
2018	-169.68	-220.80	10.97
2019	60.91	135.07	74.69
2020	228.89	393.05	612.03
2021	-37.63	90.92	90.43
2022	-62.52	3.74	38.27
2023	-131.44	260.33	15.92
2024	0.00	1473.51	6.52

资料来源：华金证券研究所，wind

图 8：国庆假期后 10 个交易日内微观资金流入情况一览

年份	外资净流入 (亿元)	融资净流入 (亿元)	新成立偏股型基金份额 (亿份)
2015	33.06	810.00	7.12
2016	20.44	296.70	69.00
2017	161.97	165.00	47.23
2018	-143.84	-503.00	422.61
2019	159.09	101.69	210.00
2020	83.60	406.43	976.05
2021	90.51	194.24	152.05
2022	-355.82	31.43	163.87
2023	-371.90	273.63	33.38
2024	0.00	1947.12	13.87

资料来源：华金证券研究所，wind

3、节后风险偏好可能回升

节后风险偏好可能回升。(1) 四中全会确定在 10 月 20 日召开，可能提升风险偏好。一是 9 月政治局会议确定中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议于 10 月 20 日至 23 日在北京召开，四中全会召开时间落地，此外比照 2020 年及 2025 年 9 月政治局会议表述，今年“十五五”规划大概率仍聚焦科技创新、提振内需等方面，对经济增长预期和风险偏好可能有提升。(2) 日本新首相即将上任，对日本流动性宽松预期可能有提升，中日关系可能有一定扰动，但对 A 股风险偏好影响较小。一是在 4 日举行的选举中，高市早苗当选日本自民党总裁，根据当前日本国会席位情况，她极大概率将会在预计 10 月 15 日举行的临时国会上被选为新一任日本首相，届时她将成为历史上首名女性日本首相。二是若高市早苗当选日本首相，海外流动性可能进一步宽松，但中日关系可能承压：首先，高市早苗可能践行宽松货币、积极财政、结构性改革的政策框

架，后续加息预期或降温；其次，高市早苗的施政纲领或将重点放在国家安全、国内投资和结构性改革上，根据计划审查防卫三文件，目标是到 2027 财年将国防相关支出提升至 GDP 的 2%，且对华姿态较为强硬，后续中日关系可能有一定扰动，但对 A 股风险偏好影响较小。

图 9：2020 年及 2025 年 9 月政治局会议表述对比一览

	2020年9月政治局会议	2025年9月政治局会议
核心思想	会议指出，推动“十四五”时期我国经济社会发展，必须坚持党的全面领导，坚持和完善中国特色社会主义制度，不断提高贯彻新发展理念能力和水平	会议强调，“十五五”时期经济社会发展必须坚持党的全面领导，坚决维护党中央权威和集中统一领导，把党的领导贯穿经济社会发展各方面全过程
民生	必须坚持以人民为中心，坚持人民主体地位，维护人民根本利益，增进民生福祉	坚持人民至上，尊重人民主体地位，让现代化建设成果更多更公平惠及全体人民
发展	必须构建新发展格局，切实转变发展方式，推动质量变革、效率变革、动力变革	坚持 高质量发展 ，以新发展理念引领发展， 因地制宜发展新质生产力 ，推动经济持续健康发展和社会全面进步
改革	必须坚持深化改革开放，强化有利于提高资源配置效率、有利于调动全社会积极性的改革开放重大举措	坚持 全面深化改革 ， 扩大高水平开放 ，持续增强发展动力和社会活力
风险	必须坚持系统观念，着力固根基、扬优势、补短板、强弱项，注重防范化解重大风险挑战	坚持 统筹发展和安全 ，强化底线思维， 有效防范化解各类风险 ，以 新安全格局保障新发展格局
其他	要健全规划制定和落实机制，确保党中央关于“十四五”发展的决策部署落到实处	坚持有效市场和有为政府相结合， 充分发挥市场在资源配置中的决定性作用 ，更好发挥政府作用

资料来源：华金证券研究所整理

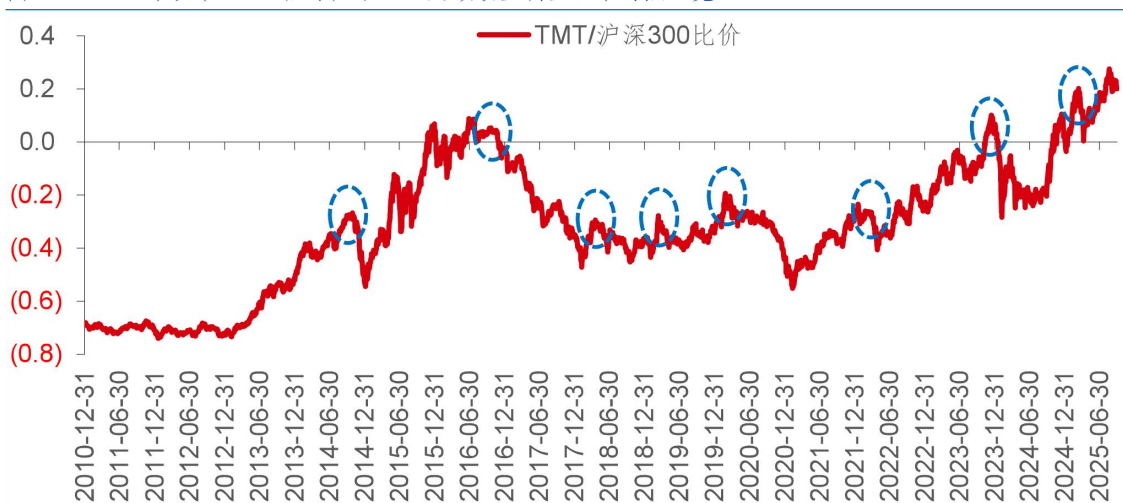
二、行业配置：节后继续逢低配置科技、部分核心资产和周期

（一）节后科技成长占优的风格可能延续

节后科技成长占优的风格可能延续。（1）复盘历史，TMT 相对沪深 300 超额收益出现明显回落主要受政策和外部事件偏空、自身基本面转弱、流动性边际收紧、估值情绪过高等因素驱动。一是政策和外部事件偏空是 TMT 相对沪深 300 走弱的核心驱动因素：如 2016 年 11 月《中华人民共和国网络安全法》经全国人大常委会表决通过、特朗普当选美国总统，2018 年 3 月美国对中国 500 亿美元商品加征关税、4 月美国宣布禁止中兴通讯从美国采购敏感产品，2022 年 3 月中共中央办公厅及国务院办公厅印发《关于加强科技伦理治理的意见》、俄乌地缘政治冲突持续等，政策和外部事件偏空下一个月 TMT 超额收益开始收窄。二是产业趋势或基本面转弱也是导致 TMT 相对沪深 300 走弱的核心因素：TMT 相对走弱时，其盈利同比增速大多相对上季度降低或处低位。三是流动性边际收紧也可能对 TMT 相对沪深 300 走弱有明显影响：如 2014 年 10 月 30 日美联储宣布结束第三轮量化宽松，2016 年 12 月美联储加息，2019 年 4 月央行强调“把好货币供应总闸门”，海内外流动性预期相对紧缩下 TMT 行情开始回落。四是估值情绪过高也可能导致 TMT 相对沪深 300 走弱：2011 年以来 TMT 相对沪深 300 走弱时其成交额占比历史分位数多位于 80%以上，估值历史分位数多位于 60%以上。（2）当前来看，节后科技成长占优的风格可能延续。一是节后政策和外部事件依然偏积极：首先，节后四中全会即将召开，“十五五”规划可能继续大力支持发展新质生产力和科技创新，积极的政策持续；其次，短期中美贸易谈判继续，中美关系继续处于修复趋势中，节后外部事件也可能偏积极。二是节后人工智能、机器人

等产业趋势大概率不断上行。三是节后国内外流动性大概率维持宽松。四是 9 月 30 日 TMT 成交额占比历史分位数为 72.2%，估值历史分位数为 88.1%，处于中性偏高水平。

图 10：2011 年以来 TMT 相对沪深 300 超额收益明显回落时点一览



资料来源：wind，华金证券研究所整理

图 11：TMT 相对沪深 300 超额收益明显回落时点各指标一览

切换时间	近两季度 TMT 指数盈 利同比增 速 (%)	TMT 指数成 交额占比历 史分位数 (%)	TMT 指数估 值历史分 位数 (%)	流动性	政策/外部事件
2014/11/19	21.2→36.4	93.5%	66.6%	10 月 30 日美联储 宣布结束第三轮量化 宽松	
2016/11/23	36.6→23.9	81.0%	63.6%	12 月美联储加息	11 月 7 日《中华人民共和国网络安全法》 经全国人大常委会表决通过；11 月 8 日特朗普当选美国总统
2018/4/18	18.2→-5.4	47.6%	21.4%		3月22日美国对中国500亿美元商品加征关 税；4月16日美国宣布禁止中兴通讯从美 国采购敏感产品
2019/3/13	-58.3→13.4	87.1%	83.5%	4 月央行强调 “把 好货币供应总闸门	
2020/3/19	15.4→-41.1	82.4%	91.5%	3月美元流动性危机 爆发	疫情蔓延，半导体等行业的生产制造环节 面临停工停产
2022/3/26	56.2→0.6	62.2%	7.8%		中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关 于加强科技伦理治理的意见》；俄乌地缘 政治冲突持续
2023/12/13	-3.8→-7.4	41.5%	22.9%		12月5日开展“清朗·整治短视频信息内 容导向不良问题”专项行动
2025/3/12	-20.7→2.5	91.1%	70.4%		美国宣布3月4日起对华关税再加码10%

资料来源：wind，华金证券研究所整理

（二）节后科技成长和部分周期行业可能相对占优

节后科技成长和部分周期行业表现可能相对占优。一是复盘历史，国庆假期后 5 个或 10 个交易日 A 股领涨行业和假期期间美股或港股领涨行业相关度较高，如节后 5 个交易日 A 股领涨行业和美股 2015、2018、2020、2022、2023、2024 年假期期间涨幅前五的行业相关度较高，节后 5 个交易日 A 股领涨行业和港股 2015、2024 年假期期间涨幅前五的行业相关度较高，节后 10 个交易日 A 股领涨行业和美股 2015、2018、2021、2022、2023、2024 年假期期间涨幅前五的行业相关度较高，节后 10 个交易日 A 股领涨行业和港股 2015、2024 年假期期间涨幅前五的行业相关度较高。二是当前来看，今年节后科技成长和部分周期行业可能相对占优：首先，今年假期期间美股和港股领涨的行业均是信息技术和原材料等；其次，节后人工智能相关的科技和黄金、铜等涨价品种相关的周期景气度较高，可能表现相对占优。

图 12：近十年国庆期间，美股和港股涨幅前五的行业，以及 A 股节后 5 个交易日涨幅前五的行业

行业排名	美股	A股	美股	A股	美股	A股	美股	A股	美股	A股
	2015		2016		2017		2018		2019	
1	能源	电力设备	金融	建筑装饰	材料	美容护理	能源	煤炭	房地产	银行
2	材料	计算机	能源	综合	金融	家用电器	公用事业	银行	通讯服务	建筑材料
3	工业	有色金属	信息技术	环保	可选消费	环保	金融	农林牧渔	公用事业	房地产
4	信息技术	环保	医疗保健	国防军工	信息技术	医药生物	工业	钢铁	信息技术	综合
5	房地产	农林牧渔	可选消费	通信	医疗保健	食品饮料	材料	家用电器	医疗保健	农林牧渔
行业排名	2020		2021		2022		2023		2024	
1	公用事业	纺织服饰	能源	社会服务	能源	医药生物	通讯服务	电子	能源	电子
2	工业	电力设备	金融	美容护理	工业	电力设备	信息技术	汽车	工业	计算机
3	房地产	美容护理	工业	汽车	材料	农林牧渔	医疗保健	医药生物	金融	银行
4	金融	基础化工	材料	食品饮料	金融	计算机	可选消费	计算机	通讯服务	国防军工
5	材料	汽车	公用事业	纺织服饰	信息技术	机械设备	金融	通信	信息技术	建筑装饰
行业排名	港股	A股	港股	A股	港股	A股	港股	A股	港股	A股
	2015		2016		2017		2018		2019	
1	能源业	电力设备	能源业	建筑装饰	信息科技业	美容护理	电讯业	煤炭	医疗保健业	银行
2	原材料业	计算机	必需性消费	综合	非必需性消费	家用电器	原材料业	银行	地产建筑业	建筑材料
3	非必需性消费	有色金属	医疗保健业	环保	金融业	环保	必需性消费	农林牧渔	工业	房地产
4	金融业	环保	工业	国防军工	地产建筑业	医药生物	公用事业	钢铁	非必需性消费	综合
5	信息科技业	农林牧渔	金融业	通信	原材料业	食品饮料	地产建筑业	家用电器	必需性消费	农林牧渔
行业排名	2020		2021		2022		2023		2024	
1	信息科技业	纺织服饰	能源业	社会服务	非必需性消费	医药生物	金融业	电子	信息科技业	电子
2	工业	电力设备	信息科技业	美容护理	能源业	电力设备	必需性消费	汽车	地产建筑业	计算机
3	医疗保健业	美容护理	金融业	汽车	原材料业	农林牧渔	电讯业	医药生物	医疗保健业	银行
4	原材料业	基础化工	原材料业	食品饮料	必需性消费	计算机	地产建筑业	计算机	能源业	国防军工
5	金融业	汽车	综合企业	纺织服饰	信息科技业	机械设备	公用事业	通信	非必需性消费	建筑装饰

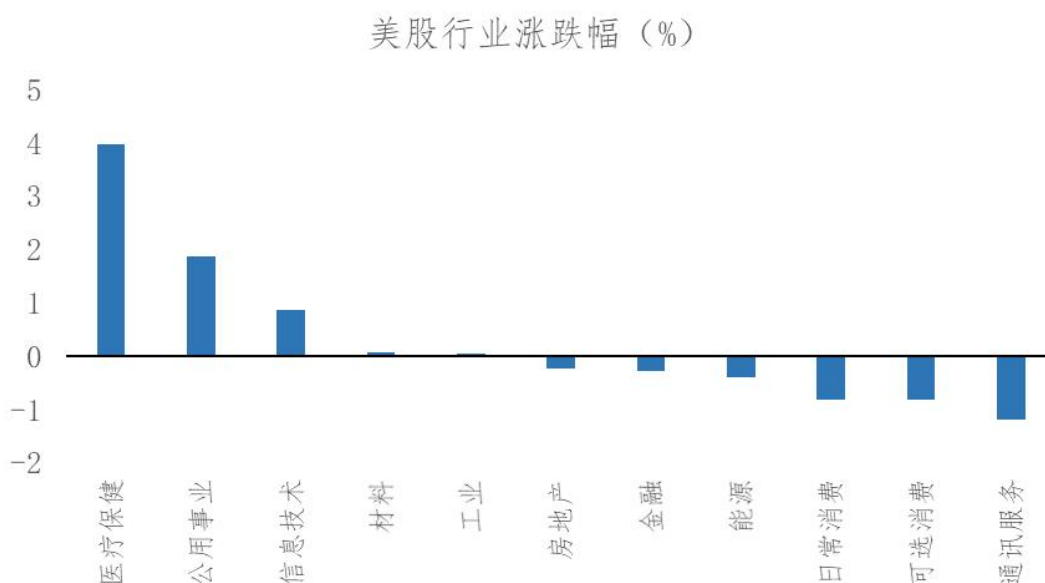
资料来源：华金证券研究所，wind

图 13：近十年国庆期间，美股和港股涨幅前五的行业，以及 A 股节后 10 个交易日涨幅前五的行业

	美股	A股	美股	A股	美股	A股	美股	A股	美股	A股
行业排名	2015		2016		2017		2018		2019	
1	能源	计算机	金融	建筑装饰	材料	美容护理	能源	银行	房地产	农林牧渔
2	材料	通信	能源	机械设备	金融	家用电器	公用事业	煤炭	通讯服务	银行
3	工业	商贸零售	信息技术	交通运输	可选消费	环保	金融	家用电器	公用事业	美容护理
4	信息技术	电力设备	医疗保健	综合	信息技术	食品饮料	工业	非银金融	信息技术	房地产
5	房地产	环保	可选消费	电子	医疗保健	农林牧渔	材料	农林牧渔	医疗保健	建筑材料
行业排名	2020		2021		2022		2023		2024	
1	公用事业	纺织服饰	能源	汽车	能源	计算机	通讯服务	汽车	能源	电子
2	工业	美容护理	金融	有色金属	工业	医药生物	信息技术	电子	工业	计算机
3	房地产	汽车	工业	银行	材料	机械设备	医疗保健	非银金融	金融	国防军工
4	金融	银行	材料	电力设备	金融	农林牧渔	可选消费	银行	通讯服务	通信
5	材料	家用电器	公用事业	美容护理	信息技术	国防军工	金融	煤炭	信息技术	建筑装饰
行业排名	港股	A股	港股	A股	港股	A股	港股	A股	港股	A股
行业排名	2015		2016		2017		2018		2019	
1	能源业	计算机	能源业	建筑装饰	信息科技业	美容护理	电讯业	银行	医疗保健业	农林牧渔
2	原材料业	通信	必需性消费	机械设备	非必需性消费	家用电器	原材料业	煤炭	地产建筑业	银行
3	非必需性消费	商贸零售	医疗保健业	交通运输	金融业	环保	必需性消费	家用电器	工业	美容护理
4	金融业	电力设备	工业	综合	地产建筑业	食品饮料	公用事业	非银金融	非必需性消费	房地产
5	信息科技业	环保	金融业	电子	原材料业	农林牧渔	地产建筑业	农林牧渔	必需性消费	建筑材料
行业排名	2020		2021		2022		2023		2024	
1	信息科技业	纺织服饰	能源业	汽车	非必需性消费	计算机	金融业	汽车	信息科技业	电子
2	工业	美容护理	信息科技业	有色金属	能源业	医药生物	必需性消费	电子	地产建筑业	计算机
3	医疗保健业	汽车	金融业	银行	原材料业	机械设备	电讯业	非银金融	医疗保健业	国防军工
4	原材料业	银行	原材料业	电力设备	必需性消费	农林牧渔	地产建筑业	银行	能源业	通信
5	金融业	家用电器	综合企业	美容护理	信息科技业	国防军工	公用事业	煤炭	非必需性消费	建筑装饰

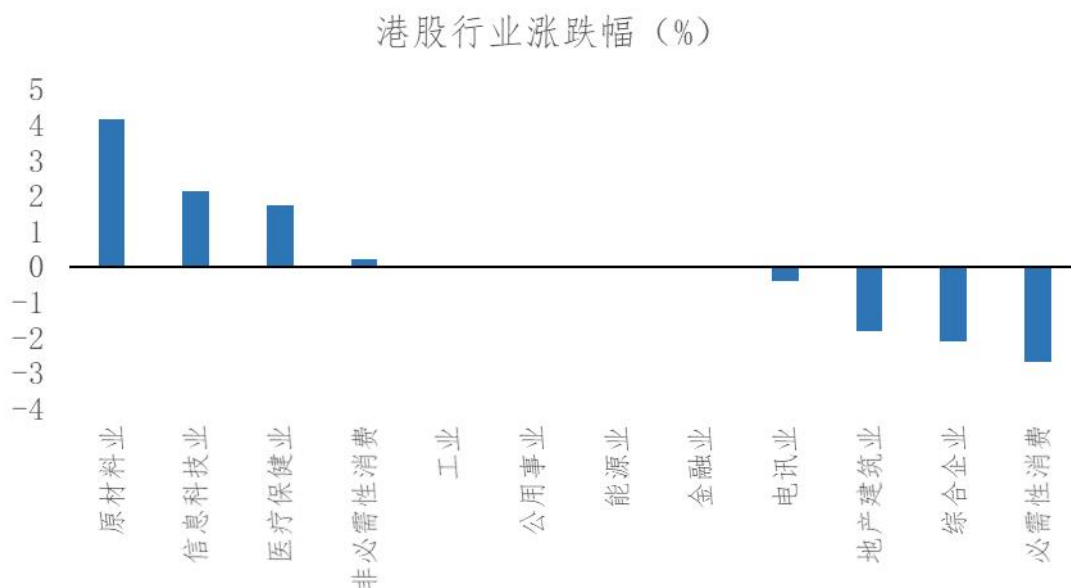
资料来源：华金证券研究所，wind

图 14：今年国庆期间，美股成长和周期行业相对占优



资料来源：华金证券研究所，wind，截至 2025/10/6

图 15：今年国庆期间，港股成长和部分周期行业相对占优

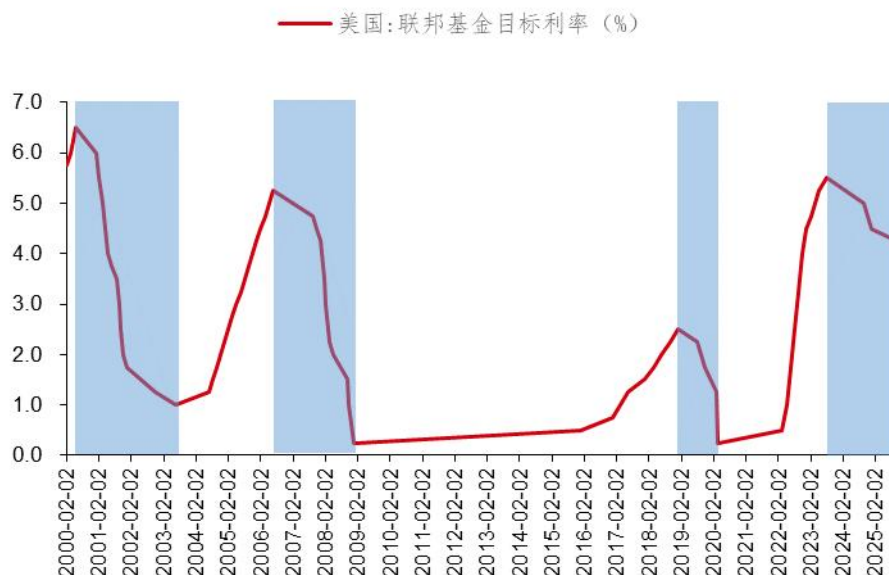


资料来源：华金证券研究所，wind，截至 2025/10/6

（三）美联储降息周期下科技成长和部分周期行业可能相对占优

美联储降息周期下科技成长和部分周期行业可能相对占优。一是复盘历史，美联储降息周期中，产业趋势上行或高景气的行业相对占优，如 2001/1/3-2003/6/5 的汽车、2007/9/18-2008/12/16 的农林牧渔、2019/8/1-2020/3/16 的电子、2024/9/18-2025/9/18 的通信。二是当前来看，科技成长和部分周期行业中短期都可能相对占优：首先，美联储 10 月大概率降息；其次，以人工智能和机器人为代表的科技产业趋势在中短期可能持续上行，而受益于涨价和新材料需求上升的有色金属、化工等部分周期行业景气度持续上升。

图 16：2000 年以来，美国联邦基金目标利率下行区间



资料来源：华金证券研究所，wind

图 17：联邦基金利率下行期，A 股涨跌幅前十的行业

行业排名	2001/1/3- 2003/6/5	2007/9/18- 2008/12/16	2019/8/1- 2020/3/16	2024/9/19- 2025/9/18
1	汽车	农林牧渔	电子	通信
2	银行	电力设备	计算机	综合
3	钢铁	通信	建筑材料	电子
4	非银金融	医药生物	医药生物	计算机
5	公用事业	建筑装饰	通信	传媒
6	交通运输	计算机	传媒	机械设备
7	国防军工	食品饮料	电力设备	有色金属
8	石油石化	美容护理	综合	电力设备
9	机械设备	公用事业	美容护理	商贸零售
10	食品饮料	家用电器	基础化工	汽车

资料来源：华金证券研究所，wind

（四）日历效应来看节后科技成长和部分核心资产等可能相对占优

日历效应来看节后科技成长和部分核心资产等表现可能相对占优。一是复盘历史，国庆假期后 5 个和 10 个交易日内消费和科技成长行业表现相对占优：2013 年以来 5 个交易日内有 5 年消费行业、4 年成长行业、3 年周期行业领涨，10 个交易日内有 5 年成长、4 年消费、3 年周期行业领涨。二是当前来看，今年节后科技成长和部分核心资产等表现可能相对占优。

图 18：2013 年以来国庆假期前后涨幅 TOP5 行业一览

年份	排名	节后5个交易日	节后10个交易日	年份	排名	节后5个交易日	节后10个交易日	年份	排名	节后5个交易日	节后10个交易日
2013	TOP1	农林牧渔	环保	2014	TOP1	国防军工	美容护理	2015	TOP1	电力设备	计算机
	TOP2	环保	农林牧渔		TOP2	美容护理	医药生物		TOP2	计算机	通信
	TOP3	商贸零售	美容护理		TOP3	钢铁	钢铁		TOP3	有色金属	非银金融
	TOP4	石油石化	公用事业		TOP4	房地产	非银金融		TOP4	环保	建筑装饰
	TOP5	电力设备	石油石化		TOP5	医药生物	环保		TOP5	农林牧渔	商贸零售
年份	排名	节后5个交易日	节后10个交易日	年份	排名	节后5个交易日	节后10个交易日	年份	排名	节后5个交易日	节后10个交易日
2016	TOP1	建筑装饰	建筑装饰	2017	TOP1	美容护理	食品饮料	2018	TOP1	银行	银行
	TOP2	综合	机械设备		TOP2	家用电器	家用电器		TOP2	农林牧渔	家用电器
	TOP3	环保	交通运输		TOP3	环保	美容护理		TOP3	钢铁	非银金融
	TOP4	国防军工	综合		TOP4	医药生物	医药生物		TOP4	家用电器	农林牧渔
	TOP5	通信	电力设备		TOP5	食品饮料	交通运输		TOP5	石油石化	钢铁
年份	排名	节后5个交易日	节后10个交易日	年份	排名	节后5个交易日	节后10个交易日	年份	排名	节后5个交易日	节后10个交易日
2019	TOP1	银行	农林牧渔	2020	TOP1	纺织服饰	纺织服饰	2021	TOP1	社会服务	汽车
	TOP2	房地产	银行		TOP2	电力设备	美容护理		TOP2	美容护理	有色金属
	TOP3	综合	美容护理		TOP3	美容护理	汽车		TOP3	汽车	银行
	TOP4	农林牧渔	房地产		TOP4	基础化工	银行		TOP4	食品饮料	电力设备
	TOP5	美容护理	家用电器		TOP5	汽车	家用电器		TOP5	纺织服饰	美容护理
年份	排名	节后5个交易日	节后10个交易日	年份	排名	节后5个交易日	节后10个交易日	年份	排名	节后5个交易日	节后10个交易日
2022	TOP1	医药生物	计算机	2023	TOP1	汽车	汽车	2024	TOP1	计算机	计算机
	TOP2	电力设备	医药生物		TOP2	医药生物	非银金融		TOP2	银行	国防军工
	TOP3	农林牧渔	机械设备		TOP3	计算机	银行		TOP3	国防军工	通信
	TOP4	计算机	综合		TOP4	通信	公用事业		TOP4	建筑装饰	建筑装饰
	TOP5	机械设备	通信		TOP5	有色金属	有色金属		TOP5	通信	环保

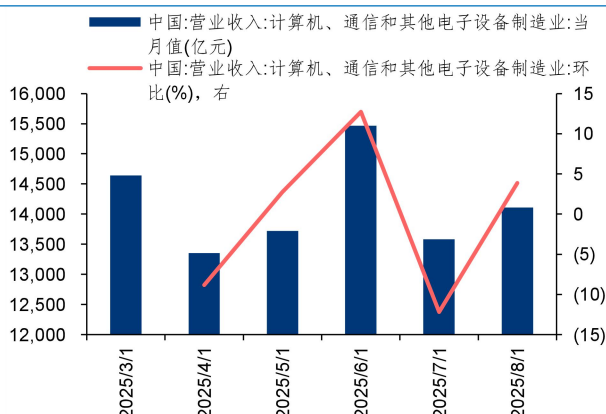
资料来源：华金证券研究所，wind

（五）节后继续逢低配置科技、部分核心资产和周期等行业

节后建议均衡配置政策和产业趋势上行的电子（消费电子、半导体）、有色金属（稀有金属、贵金属、铜、钴）、通信（算力）、机械设备（机器人）、传媒（游戏）、计算机（AI 应用）等行业。（1）电子：商务部等八部门联合印发《关于大力发展数字消费共创数字时代美好生活的指导意见》，旨在通过供需双侧协同发力，全面激活数字消费新潜能，《意见》明确提出加速人工智能终端产品创新，重点推动人工智能手机、电脑、可穿戴设备、智能机器人等新产品发展，并加速智能家电互联互通及智能网联汽车试点进程，进而带动上游芯片、传感器等核心产业链升级，为整个消费电子产业注入强劲发展新动能。（2）有色金属：一是国庆期间 LME 铜和 LME 镍现货结算价回升，10 月 3 日结算价较 10 月 1 日比分别上涨 2.67%和 1.77%；二是工业和信息化部、自然资源部、商务部等八部门近日联合印发了《有色金属行业稳增长工作方案(2025—2026 年)》，提出 2025 年至 2026 年有色金属行业增加值年均增长 5%左右，还提出了十种有色金属产量年均增长 1.5%左右，再生金属产量突破 2000 万吨的目标。（3）通信：一是 8 月计算机、通信和其他电子设备制造业营业收入回升，8 月较 7 月环比增长 3.86%；二是 2025 杭州云栖大会上，阿里巴巴集团 CEO、阿里云智能集团董事长兼 CEO 吴泳铭发表讲话，表示阿里巴巴将在未来三年

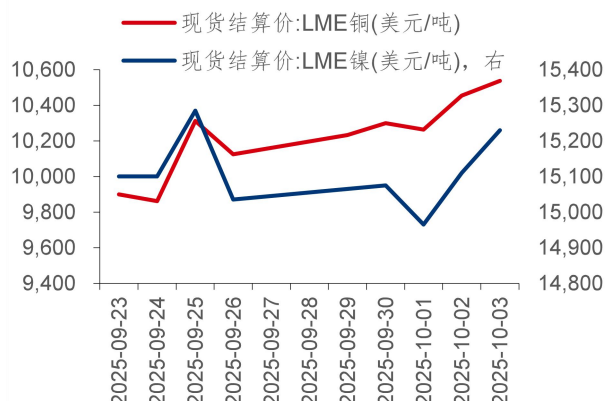
投资 3800 亿用于 AI 基础设施建设，并将会持续追加更大的投入，为迎接 ASI 时代的到来，2032 年阿里云全球数据中心的能耗规模将比 2022 年提升 10 倍。(4) 机械设备：特斯拉公司首席执行官埃隆·马斯克于 10 月 4 日在社交平台 X 上发布了一段该公司开发的人形机器人“擎天柱”学习中国功夫的视频，马斯克表示该“擎天柱”是由人工智能（AI）驱动的非遥控操作。(5) 传媒：今年以来国内电影票房持续飘红，截至 10 月 2 日，全年电影总票房突破 425.02 亿元，超 2024 年全年总票房，其中国产电影票房占比 89.7%，年度票房榜前十均为国产电影。(6) 计算机：中国信息通信研究院发布数据，2024 年我国人工智能产业规模已超 9000 亿元，同比增长 24%，截至 2025 年 9 月，我国人工智能企业数量超 5300 家，全球占比达到 15%，形成覆盖基础底座、模型框架、行业应用的完整产业体系，正处于规模化应用落地的关键阶段。

图 19：8 月计算机、通信和其他电子设备制造业营业收入增长



资料来源：华金证券研究所，wind

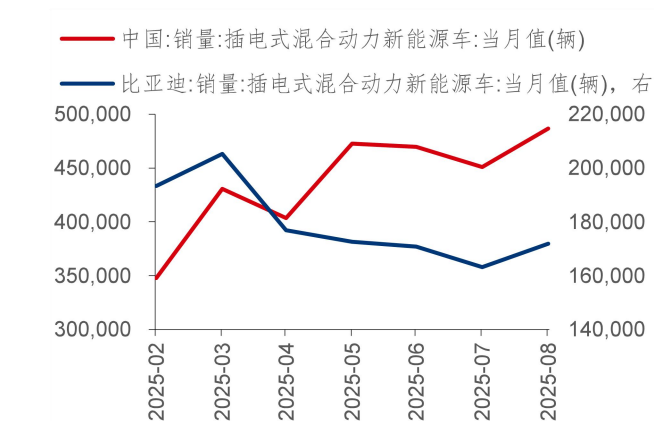
图 20：国庆前两日 LME 铜/镍结算价均回升



资料来源：华金证券研究所，wind

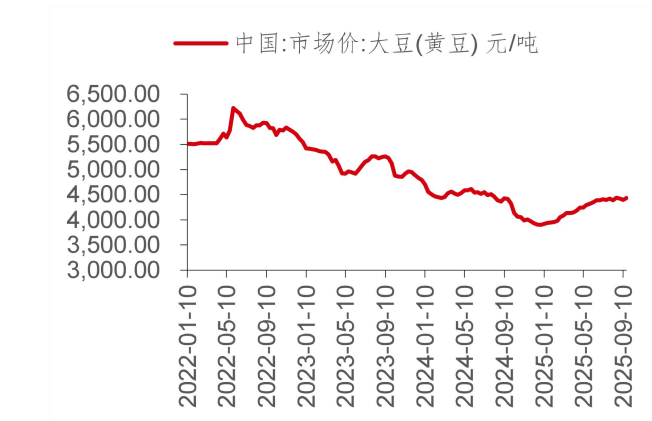
节后建议继续均衡配置基本面可能有所改善的电新（固态电池、储能、风电）、医药（创新药、CXO）、食品、军工等行业。(1) 电新：一是 8 月插电式混合动力新能源车销量回升，总销量 8 月较 7 月上漲 7.98%，比亚迪插电式混合动力新能源车销量 8 月较 7 月上漲 5.38%；二是“SNEC 2025 国际储能与氢能大会暨展览会”将于 2025 年 10 月 9-12 日在上海浦东嘉里大酒店与上海新国际博览中心隆重举行。(2) 医药：一是国内胰岛素龙头甘李药业宣布重磅合作，公司已与巴西 Fundação Oswaldo Cruz-Bio-Manguinhos 及本土药企 BIOMM 共同签署《技术转移与供应协议》及《供应框架协议》，其中《供应框架协议》金额预计不低于 30 亿元人民币，创下公司海外单笔合作规模新的历史记录；二是多家全球领先的跨国药企和医药展商于 10 月 5 日率先揭晓了将要亮相第八届进博会的首秀展品和最新解决方案，医疗展区将迎来世界 500 强药企、医学影像三大巨头、放疗设备三大巨头等领军企业参展，包含全球首个口服肺癌创新药。(3) 食品：一是近期大豆市场价格回升；二是郑州太古可口可乐将投资 1.4 亿元启动扩建项目，计划新增一条年产 28 万吨的塑料瓶汽水生产线，并配套建设一个具备 2 万托盘储位的智能立体仓库，此次扩产将重点提升旗下三大核心品牌——可乐、雪碧和芬达的产能，总年产能预计可达 28 万吨。(4) 军工：2025 年 10 月 16 日至 19 日，福建福州将举办世界航海装备大会，预计将吸引来自 50 多个国家和地区的约 800 名嘉宾参会，同期举办的第三届中国海洋装备博览会总面积达 10 万平方米，参展单位数量近 800 家，涵盖船舶制造、海洋工程、智能装备等领域。

图 21：8 月插电式混合动力新能源车销量回升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 22：近日大豆市场价上涨



资料来源：华金证券研究所，wind

三、风险提示

- 1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。
- 2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- 3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn