

2025 年 09 月 20 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

轮动或将扩散

报告摘要

核心观点：

- ◆ 本周 A 股整体延续震荡，结构轮动仍在持续，符合我们此前判断。其中，板块轮动似乎有扩散趋势，预计该趋势或将延续。近期，产业利好消息催化下，本周半导体、机器人、电池等科技板块内部表现仍有亮点。同时，经过了三季度一个季度的经济观期，国内经济数据有喜有忧，市场对于后续增量政策刺激预期有所升温，地产链、基建链有所异动。此外，或因临近中秋、国庆长假，市场风险偏好和焦点也有所转变，旅游及景区行业震荡上涨。
- ◆ 北京时间 9 月 19 日晚，中美元首通话，中美关系进一步缓和，通话涉及两国关系、经贸合作、TikTok 问题等。
- ◆ 海外方面，美联储 9 月议息会议重启降息 25bps，点阵图显示年内还将降息 50bps，较 6 月增加 25bps，符合市场预期。鲍威尔整体表态较为中性，称本次为“风险管理式降息”，没有必要快速调整利率。会议前市场对本次降息预期较为充分，会议后市场偏兑现逻辑，大宗商品集体大幅回落，美元指数反弹至 97 上方。关注年内若连续降息后，美国通胀情况变化，或将成为对黄金、铜等资源品牛市的重要驱动。
- ◆ 国内经济数据显示再通胀进程初步见效，8 月 PPI 同比、环比均改善。与此同时，近期中央层面反内卷态度坚决，各行业积极响应下政策工具及监管手段持续落地推进，中长期来看 PPI 有望逐步脱离底部区间，短期内抬头趋势有望持续。
- ◆ 复盘历史五次 PPI 历史底部区间 A 股市场表现，若 PPI 低点前后改善明显，低点前后各三个月的 A 股景气度投资有效性显著提升。综

作者

董忠云 分析师
SAC 执业证书：S0640515120001
联系电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

庞晨 研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009
联系电话：
邮箱：pangc@avicsec.com

王警仪 研究助理
SAC 执业证书：S0640123090015
联系电话：
邮箱：wangjybj@avicsec.com

杨子萌 研究助理
SAC 执业证书：S0640124060008
联系电话：
邮箱：yangzm@avicsec.com

相关研究报告

中航策略周报：《从美联储重启降息到美联储独立性风险，资源品牛市或正在酝酿》

中航策略周报：《阶段性震荡有利于 A 股回归慢牛趋势》

中航策略周报：《政策见效，产业趋势确认，短期波动不改牛市趋势》

中航策略周报：《本轮行情来慢牛特征显著，近期波动或增加》

中航策略周报：《当前流动性与预期好转驱动的牛市仍较为健康》

中航策略周报：《新一轮“五年规划”下的市场择时——十五五系列专题（一）》

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

合盈利预期改善与机构关注热点提升两个维度看，申万二级行业中，表现突出的行业包括游戏Ⅱ、小金属、燃气Ⅱ、元件、贵金属等，主要集中于在资源品和 TMT 板块，可视为当前景气度投资策略的重点目标行业，建议关注。

- ◆ 中航证券军工组认为，随着热点事件和主题催化落地，叠加中报业绩披露完毕，行情或将在短期内进入稳定阶段。市场系统性风险较小，军工行业或将呈现内部结构性轮动，伴随着军工基本面有望迎来持续回暖，主题活跃+业绩提振，将构成未来较长一段时间的“二重奏”，共同推动军工整体行情维持高度活跃。

市场走势：



投资建议：

- ◆ 往后看，9月A股整体或仍处于震荡阶段。科技浪潮下技术不断突破，“反内卷”政策持续落地并逐步见效，A股中期牛市方向不变。9月以来市场行业轮动有所提速，符合日历效应，或将延续。关注三季度经济观察期后何时迎来增量政策，以及10月底四中全会“十五五”规划《建议》线索。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场表现分化，深证成指（1.14%）、科创 50（1.84%）、创业板指（2.34%）、中证 500（0.32%）、中证 1000（0.21%），表现较强；上证指数（-1.30%）、沪深 300（-0.44%），表现较弱。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 1.45%；金融风格表现较弱，下跌 3.55%。分行业来看，申万一级行业中煤炭、电力设备、电子表现较强，分别上涨 3.51%、3.07%、2.96%；银行、有色金属、非银金融表现较弱，分别下跌 4.21%、4.02%、3.66%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 25178.46 亿元，较上周增加 1914.31 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 22.10 倍，较上周下降 0.71%。

正文：

本周 A 股整体延续震荡，结构轮动仍在持续，符合我们此前判断。其中，板块轮动似乎有扩散趋势，预计该趋势或将延续。近期，产业利好消息催化下，本周半导体、机器人、电池等科技板块内部表现仍有亮点。同时，经过了三季度一个季度的经济观期，国内经济数据有喜有忧，市场对于后续增量政策刺激预期有所升温，地产链、基建链有所异动。此外，或因临近中秋、国庆长假，市场风险偏好和焦点也有所转变，旅游及景区行业震荡上涨。

北京时间 9 月 19 日晚，中美元首通话，中美关系进一步缓和，通话涉及两国关系、经贸合作、TikTok 问题等。国家主席习近平同美国总统特朗普通电话，就当前中美关系和共同关心的问题坦诚深入交换意见，就下阶段中美关系稳定发展作出战略指引。通话是务实、积极、建设性的。

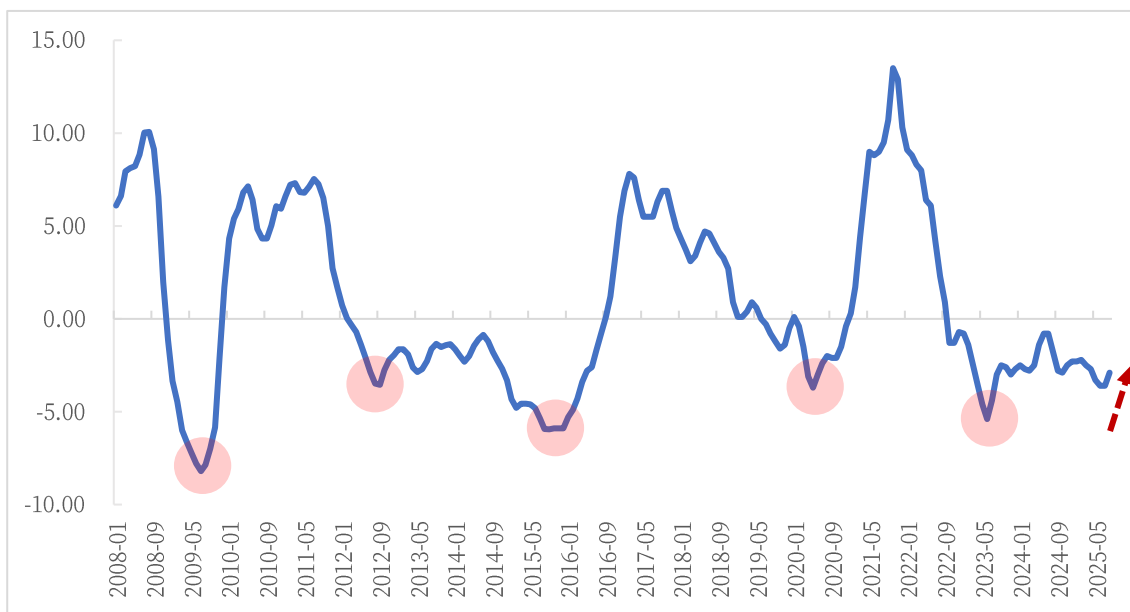
海外方面，美联储 9 月议息会议重启降息 25bps，点阵图显示年内还将降息 50bps，较 6 月增加 25bps，符合市场预期。鲍威尔整体表态较为中性，称本次为“风险管理式降息”，没有必要快速调整利率。会议前市场对本次降息预期较为充分，会议后市场偏兑现逻辑，大宗商品集体大幅回落，美元指数反弹至 97 上方。关注年内若连续降息后，美国通胀情况变化，或将成为对黄金、铜等资源品牛市的重要驱动。北京时间 9 月 18 日，美联储将联邦基金利率目标区间下调 25bps 至 4.00%-4.25%，为 2025 年首次降息，符合市场预期。本次点阵图显示，美联储官员预计年内还将再降息 50bps，较 6 月的预测多 25bps，而 2026 年和 2027 年将分别降息 25bps 的预期维持不变。在新闻发布会上，鲍威尔表示本次降息举措是一项风险管理决策，没有必要快速调整利率。鲍威尔指出，上半年美国经济增速已出现放缓，而通胀水平“有所上升，并依然处于高位”；与此同时，就业市场面临的下行风险也有所增加，劳动力市场不如以前活跃，略有疲软。

国内经济数据显示再通胀进程初步见效，8 月 PPI 同比、环比均改善。8 月 PPI 同比降幅收窄至 -2.90%，环比连续 2 个月回升，并打破自 2024 年 12 月以来连续 8 个月的负增回升至 0%。与此同时，近期中央层面反内卷态度坚决，各行业积极响应下政策工具及监管手段持续

落地推进，中长期来看 PPI 有望逐步脱离底部区间，短期内抬头趋势有望持续。9 月 16 日出版的第 18 期《求是》杂志发表的习近平总书记的重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》指出，着力整治企业低价无序竞争乱象；“内卷”重灾区，要依法依规有效治理。同日，农业农村部畜牧兽医局会同发改委召开生猪产能调控企业座谈会，明确要求头部企业带头控制产能，包括调减能繁母猪、降低出栏量、控制出栏体重等，并配套一系列的财政金融措施，如严控关于生猪产能扩张的信贷投放、减少刺激生猪产能增长的各类补贴，调控措施超过市场预期。9 月 9 日市场监管总局表示已经及时约谈主要外卖平台，相关平台快速响应，集体发声，承诺严守法律法规，杜绝不正当竞争，抵制恶性补贴，推动行业规范有序发展。下一步，市场监管总局将督促平台合理控制补贴，避免冲击正常价格体系。

复盘历史五次 PPI 历史底部区间 A 股市场表现，若 PPI 低点前后改善明显，低点前后各三个月的 A 股景气度投资有效性显著提升。为避免个股在月度频率上受到事件因素干扰，采用季度频率复盘历史五次 PPI 阶段性低点前后股价走势对于景气度的反应。历史五次底部区间阶段中，2009 年 7 月、2015 年 9 月、2020 年 5 月、2023 年 6 月四次的 PPI 低点前后改善明显，低点前后各 3 个月 A 股景气度投资有效性明显提升。而 2012 年 9 月阶段，或受制于 PPI 底部改善程度较为平缓，景气度投资有效性并未明显改善。

图1 2010 年以来历史 PPI 低点



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

表 1：2010 年以来 PPI 低点前后景气度投资较为有效（单位：%）

PPI 走势阶段	2009 年 7 月	2012 年 9 月	2015 年 9 月	2020 年 5 月	2023 年 6 月
低点-6M 至低点-3M	0.116	0.255	0.083	0.159	0.022
低点-3M 至低点	-0.071	0.228	0.130	0.222	0.198
低点至低点+3M	0.183	0.178	0.049	0.237	0.098

低点+3M 至低点+6M	0.039	0.189	0.076	0.148	0.089
--------------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据为个股季度涨跌幅与单季度净利润同比增速的相关系数；计算时，将2月至4月股价表现对应一季报增速，5月至7月对应二季报，8月至10月对应三季报，11月至1月对应四季报）

我们尝试从市场盈利预期变化与机构关注度两个维度来筛选高景气度改善的行业。盈利预期改善方面，当前三季度已接近尾声，我们通过wind一致预测净利润4周变化率来寻找三季报预期景气改善的申万二级行业。截至9月17日，整体来看，盈利预期改善幅度较大的行业聚集在周期资源品（焦炭、特钢、普钢、有色）、军工（地面兵装、军工电子）、传媒（游戏、广告传媒）板块。净利润4周增幅最高的前5大申万二级行业分别为，综合Ⅱ、焦炭Ⅱ、特钢Ⅱ、广告营销、游戏Ⅱ。

机构关注热度方面，我们以行业内各公司近4周累积机构调研家数的平均值作为机构对该行业的关注热度，比较近4周较此前4周的变化来把握近期机构关注边际提升的行业。整体看，近期调研热度提升较多的行业分布在消费、科技以及医药生物板块。机构调研家数增加较多的前5大行业为化妆品、游戏Ⅱ、医疗器械、互联网电商、家电零部件Ⅱ，显示机构在部分成长消费与科技方向上的兴趣升温。

表2：申万二级行业中盈利预期改善前30与近四周机构调研家数改善前30

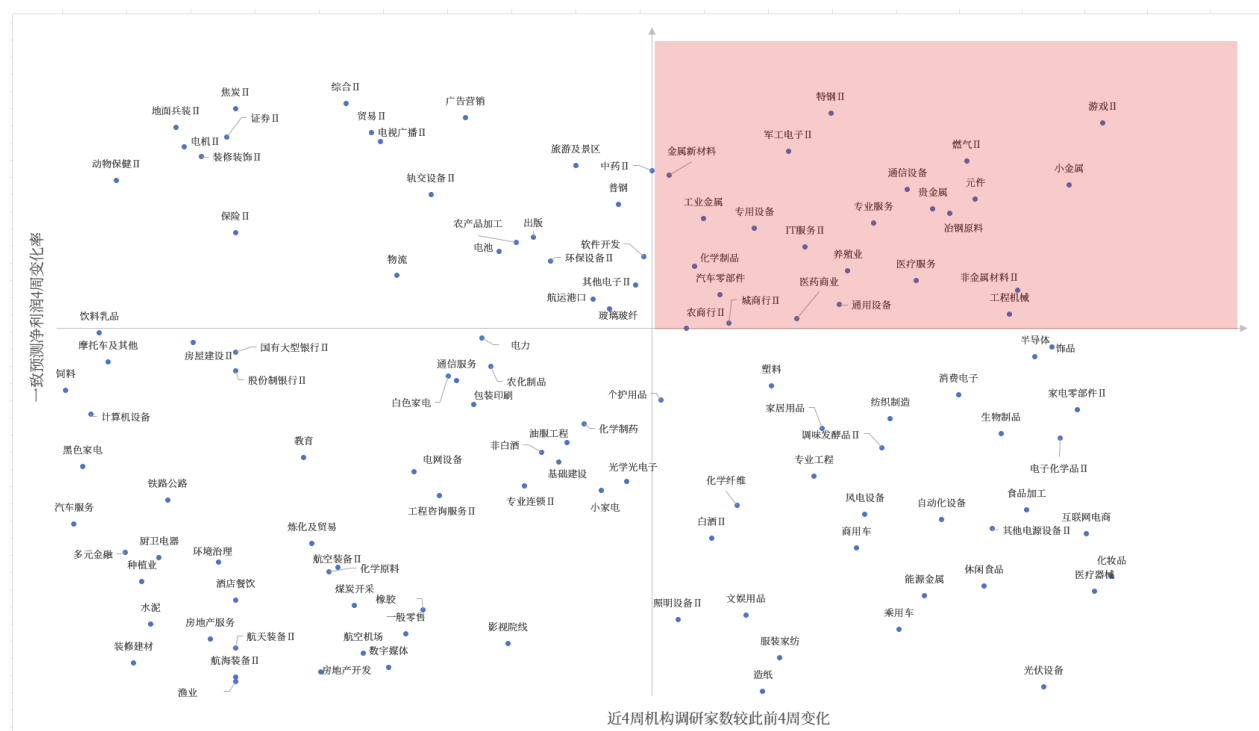
申万二级行业名称	一致预测净利润4周变化率（%）	申万二级行业名称	近四周行业平均机构调研家数较此前4周变化
综合Ⅱ(申万)	212.4165	化妆品	43.93
焦炭Ⅱ(申万)	22.9720	游戏Ⅱ	27.23
特钢Ⅱ(申万)	21.0683	医疗器械	20.51
广告营销(申万)	20.1601	互联网电商	17.17
游戏Ⅱ(申万)	18.4443	家电零部件Ⅱ	15.67
地面兵装Ⅱ(申万)	17.0966	小金属	14.39
贸易Ⅱ(申万)	13.7752	电子化学品Ⅱ	14.12
证券Ⅱ(申万)	10.3985	饰品	14.00
电机Ⅱ(申万)	7.2357	光伏设备	13.80
军工电子Ⅱ(申万)	6.4590	半导体	13.65
电视广播Ⅱ(申万)	8.4124	食品加工	13.52
装修装饰Ⅱ(申万)	5.9755	非金属材料Ⅱ	12.71
普钢(申万)	3.0691	工程机械	12.57
燃气Ⅱ(申万)	4.3327	生物制品	12.48
专业服务(申万)	2.5859	其他电源设备Ⅱ	12.31
金属新材料(申万)	3.4486	休闲食品	12.17
农产品加工(申万)	1.6090	元件	11.55
中药Ⅱ(申万)	3.6517	燃气Ⅱ	11.34
动物保健Ⅱ(申万)	3.4247	消费电子	11.27
轨交设备Ⅱ(申万)	3.1953	冶钢原料	10.56
通信设备(申万)	3.4081	自动化设备	9.63
小金属(申万)	3.4225	贵金属	9.36
元件(申万)	3.1466	能源金属	9.31
贵金属(申万)	2.9090	医疗服务	9.06

旅游及景区(申万)	4.1067	通信设备	8.91
专用设备(申万)	2.5179	乘用车	7.88
冶钢原料(申万)	2.8954	纺织制造	7.45
工业金属(申万)	2.6506	调味发酵品Ⅱ	6.71
保险Ⅱ(申万)	2.4113	专业服务	6.62
出版(申万)	1.7884	风电设备	6.56

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：基于全部 A 股公司对应的申万二级行业指数，汇总各行业机构调研家数，并按行业公司数量计算平均值；将近 4 周与此前 4 周进行比较，得到行业平均机构调研家数的变化指标，数据截至 2025 年 9 月 17 日）

综合盈利预期改善与机构关注热点提升两个维度看，申万二级行业中，表现突出的行业包括游戏Ⅱ、小金属、燃气Ⅱ、元件、贵金属、冶钢原料、通信设备、特钢Ⅱ、军工电子Ⅱ、非金属材料Ⅱ等，主要集中于在资源品和 TMT 板块，可视为当前景气度投资策略的重点目标行业，建议关注。

图2 预期景气扩散的申万二级行业



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：横轴为申万二级 124 个行业近 4 周行业内平均机构调研家数较此前 4 周的变化排名，排名名次数越大，表示新增调研家数越多；纵轴为 Wind 一致预测净利润 4 周变化率排名，排名名次数越大，表示净利润改善幅度越大。由于部分行业净利润变化率为负，因此取最后一个变化率为正的行业排名作为横纵轴交汇点，右上象限为近四周净利润改善幅度更大且机构近期关注度更高的行业。数据截至 2025 年 9 月 17 日）

中航证券军工组认为，随着热点事件和主题催化落地，叠加中报业绩披露完毕，行情或将在短期内进入稳定阶段。市场系统性风险较小，军工行业或将呈现内部结构性轮动，伴

随着军工基本面有望迎来持续回暖，主题活跃+业绩提振，将构成未来较长一段时间的“二重奏”，共同推动军工整体行情维持高度活跃。

从基本面而言，部分领域半年报业绩、二季度环比业绩有所改善，部分相关重大订单披露，一定程度上释放出基本面修复信号。随着“十四五”收官，“十五五”开启，市场对新订单预期逐步增强，预期的逐步落地也将进一步对预期进行强化，这也将成为军工行情持续夯实基础。

同时，从板块内部来看，今年以来，“低空经济、商业航天、深海科技、大飞机、军贸”等大军工板块轮动特征清晰且有序，在进一步丰富军工行业投资主线的同时展现出较强的板块韧性与活力，一定程度上避免了单一领域过热带来的波动风险。

抛开短期市场情绪扰动，军工行业的长期逻辑依旧坚实且清晰。行业的核心驱动力源于“把人民军队建成世界一流军队”这一战略定性，这构成 2027、2035、2050 年三阶段目标的底层逻辑。

投资建议：

往后看，9 月 A 股整体或仍处于震荡阶段。科技浪潮下技术不断突破，“反内卷”政策持续落地并逐步见效，A 股中期牛市方向不变。9 月以来市场行业轮动有所提速，符合日历效应，或将延续。关注三季度经济观察期后何时迎来增量政策，以及 10 月底四中全会“十五五”规划《建议》线索。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637