

行业轮动后的市场结构将如何变化？

报告日期：2025-09-21

主要观点

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：陈博

执业证书号：S0010525070002

电话：18811134382

邮箱：chenbo@hazq.com

● 美联储降息落地，短期降息交易降温，但中长期仍可乐观对待。8月经济数据走弱，政策托底预期升温。对市场维持震荡上涨判断。配置上，算力扩散至应用但并非“高切低”，AI 产业趋势渐明，坚定 AI 强势主线的核心地位。此外景气硬支撑领域也需重视，包括稀土永磁、贵金属、军工、券商、金融 IT、电源设备、海风/风电、整车、电池、轮胎、农药、化学纤维、工程机械、牛肉及乳制品等。

● 市场观点：美联储降息落地，国内政策仍有宽松期待

市场热点 1：如何看待美联储后续降息路径及对市场风险偏好的影响？

9 月 FOMC 会议降息 25BP 符合市场预期，但会后鲍威尔整体表态偏鹰，对后续降息幅度的指引低于市场预期，且年内加快降息概率较小。由于美联储中长期利率指引弱于市场预期，因而对此前高涨的市场风险偏好有所抑制。但后续随着特朗普对美联储主席、票委的人员安排逐步到位，对中长期降息仍可持乐观态度。

市场热点 2：如何看待 8 月经济金融数据及后续政策？

尽管 9 月中旬中美谈判延续积极向好的进展，但 8 月经济数据边际放缓势头明显，内需明显走弱，国内投资端、消费增速均放缓。7-8 月数据拟合的三季度 GDP 增速在 4.9% 左右，较 7 月当月进一步下滑。因而，当前政策加码必要性有所回升，市场对政策托底经济预期再起，有利于提振市场风险偏好，后续仍可重点关注促消费与房地产等领域可能出台新一轮政策。

● 行业配置：坚定 AI 产业趋势主线，景气硬支撑领域亦受重视

配置热点 1：成长产业景气行情中，若行业轮动强度抬升，后续市场结构将发生何种变化？

基于构建的行业轮动强度指数，分别复盘了过去三轮成长产业景气行情中，轮动强度抬升后，市场风格以及行业的表现变化，得出三个启示性结论：① 当行业轮动强度阶段性抬升见顶后，未来 1 个月成长风格大概率继续上涨；② 在行业轮动强度见顶后，未来 1 个月内成长风格仍将继续维持强势地位，金融风格容易出现由强转弱，周期风格大概率走强，消费风格未见明显变化；③ 具体到成长主线的强势行业上，轮动强度阶段性见顶后，前期最强势的成长主线行业仍将延续强者恒强的地位。

● 风险提示

经济基本面下行速度超预期；宏观政策或结构性政策力度不及预期；美国经济衰退；历史复盘的局限性和超预期市场学习效应等。

相关报告

1. 策略季报《坚守主线，挑战新平台——2025Q4 季度 A 股投资策略》2025-09-15
2. 策略周报《坚守主线还是高切低？》2025-09-07
3. 策略月报《案阔正帆势未休——2025 年 9 月 A 股市场研判及配置机会》2025-08-31
4. 策略周报《权重股补涨对行情有何启示？》2025-08-24

正文目录

1 市场观点：美联储降息落地，国内政策仍有宽松期待	3
1.1 市场热点 1：如何看待美联储后续降息路径及对市场风险偏好的影响？	3
1.2 市场热点 2：如何看待 8 月经济金融数据及后续政策？	3
2 行业配置：坚定 AI 产业趋势主线，景气硬支撑领域亦受重视	6
2.1 配置热点：成长产业景气行情中，若行业轮动强度抬升，后续市场结构将发生何种变化？	6
2.2 坚定 AI 产业趋势主线，景气硬支撑领域亦受重视	12
风险提示：	13

图表目录

图表 1 地产链条消费增速偏低	4
图表 2 可选消费品中，金银珠宝增速回升明显	4
图表 3 投资端三大分项均明显下滑	5
图表 4 地产分项数据除竣工外，均继续回落	5
图表 5 工业增加值环比与制造业 PMI 变动不大	6
图表 6 建筑类商品产量分化，水泥增速下降、钢材回升	6
图表 7 2008 年-2010 年成长行情中，行业轮动强度见顶后成长风格下跌概率偏小	7
图表 8 智能手机产业行情下轮动强度阶段性见顶前后各行业表现	8
图表 9 2012 年-2015 年成长行情中，行业轮动强度见顶后成长风格下跌也概率偏小	9
图表 10 互联网+产业行情下轮动强度阶段性见顶前后各行业表现	10
图表 11 2019 年-2022 年成长行情中，行业轮动强度见顶后成长风格下跌也概率偏小	11
图表 12 电新产业行情下轮动强度阶段性见顶前后各行业表现	12

1 市场观点：美联储降息落地，国内政策仍有宽松期待

1.1 市场热点 1：如何看待美联储后续降息路径及对市场风险偏好的影响？

我们的观点：9 月 FOMC 会议降息 25BP 符合市场预期，但会后鲍威尔整体表态偏鹰，对后续降息幅度的指引低于市场预期，且年内加快降息概率较小。由于美联储中长期利率指引弱于市场预期，因而对此前高涨的市场风险偏好有所抑制。但后续随着特朗普对美联储主席、票委的人员安排逐步到位，对中长期降息仍可持乐观态度。

9 月 FOMC 会议降息 25BP 符合市场预期，但整体表态偏鹰，对此前高涨的市场风险偏好有所抑制。美联储 9 月 16-17 日举行议息会议，FOMC 官员投票下调联邦基金利率 25bp 至 4%-4.25%，这是自 2024 年 9 月启动降息后首次降息。本次议息会议降息在市场预期之内，25bp 也属于基准预期情形。结合会后美联储主席鲍威尔表态看，本次美联储表态整体偏向于鹰派。

①鲍威尔认为本次降息的目的是风险管理，尽管点阵图预测存在连续降息，但鲍威尔指出未来政策路径依然保持数据依赖，决议由逐次会议决定。历史上预防式降息的幅度通常在 100BP 以内，不会构成每次会议连续降息，美联储仍有主导权。

②鲍威尔强调本次会议完全没有对降息 50bp 的支持。从投票结果来看，也只有会前刚进入票委具有投票权、由特朗普“安排”进入的理事米兰投票降息 50BP。

③美联储给出的中长期利率指引暗示的降息幅度低于市场预期。点阵图显示 2026 年仅有一次降息预测，显著低于市场此前押注的三次。利率调整至长期中性利率 3%水平的时间为 2027 年，也慢于市场此前预期的 2026 年。从投票结果看，除了理事米兰之外，其余票委的意见较为一致，也指向年内美联储受特朗普干预而加快降息节奏的概率很低。

FOMC 会议后，美国股市历震荡分化，其中道琼斯工业平均指数收高、标普 500 指数几乎持平、纳斯达克指数小幅走低，中长期利率指引偏鹰推升美债长端利率，黄金价格冲高回落。我们认为，后续随着特朗普对美联储主席、票委的人员安排逐步到位，对中长期降息仍可持乐观态度。

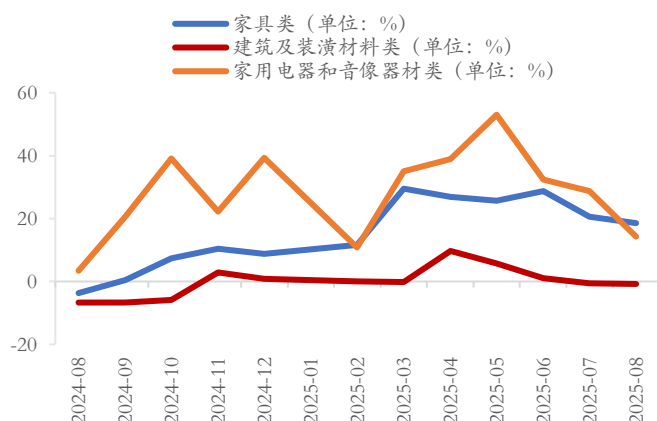
1.2 市场热点 2：如何看待 8 月经济金融数据及后续政策？

我们的观点：尽管9月中旬中美谈判延续积极向好的进展，但8月经济数据边际放缓势头明显，内需明显走弱，国内投资端、消费增速均放缓。7-8月数据拟合的三季度GDP增速在4.9%左右，较7月当月进一步下滑。因而，当前政策加码必要性有所回升，市场对政策托底经济预期再起，有利于提振市场风险偏好，后续仍可重点关注促消费与房地产等领域可能出台新一轮政策。

“以旧换新”政策边际效果再度减弱，国补资金存在补充诉求。8月社会消费品零售总额约3.97万亿元，同比上涨3.4%，增速较上月下降0.3个百分点，季调后环比上涨0.2%、较前两个月有所改善。考虑到去年8月社零同比增速仅2.1%、基数并未构成明显拖累（7、8月两年平均增速分别为3.2%和2.8%），表明当前“以旧换新”政策边际效果再度减弱。

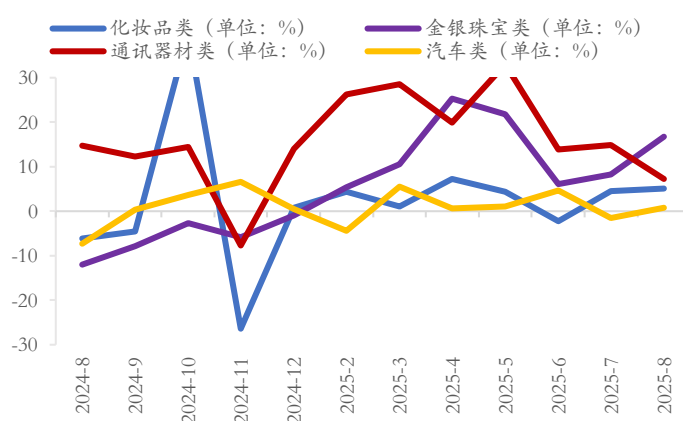
从各类商品消费情况看：①“以旧换新”政策支持下的品类消费增速回落较为明显，其中家用电器和音响器材类（14.3%）回落14.4个百分点，通讯器材类（7.3%）回落7.6个百分点。②受汽车价格企稳影响，汽车零售额增速（0.8%）回正，但增速依然不高。③服务业生产指数由7月的5.8%回落至8月的5.6%，延续边际放缓态势。根据我们在季度策略《坚守主线，挑战新平台——2025Q4 季度A股投资策略》（2025-09-15）中测算，截至8月末国补资金已使用约2640亿元，年内补充诉求较大，例如近期上海市将家电家居补贴改为摇号方式，因而在无政策加码发力的情况下，我们预计年内社零增速可能维持在3%-4%的中低区间。后续可关注年内国补资金补充情况，可能来源为明年资金（如有）提前下达。

图表1 地产链条消费增速偏低



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表2 可选消费品中，金银珠宝增速回升明显

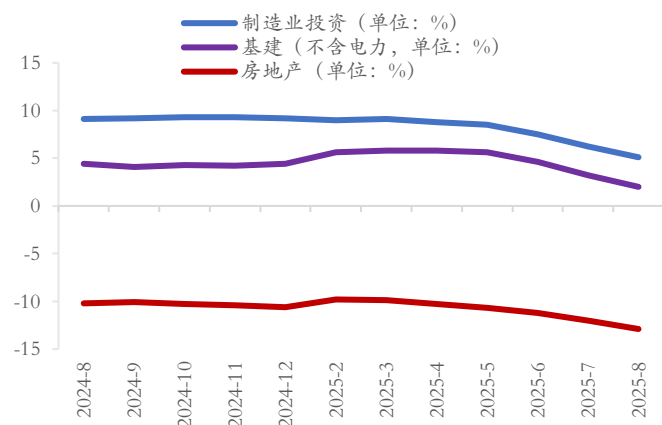


资料来源：Wind，华安证券研究所。

固投增速降幅明显，或成为当前内需最大拖累项。8月固定资产投资累计同比0.5%，较上月的1.6%下降1.1个百分点。其中，制造业投资增速8月同比为5.1%，较上月的6.2%明显下滑，对后续出口前景不确定性担忧以及整治“内卷式”竞争抑制投资意愿；基建投资同比从上月的3.2%下降至2.0%，投资端仍需进一步发力；房

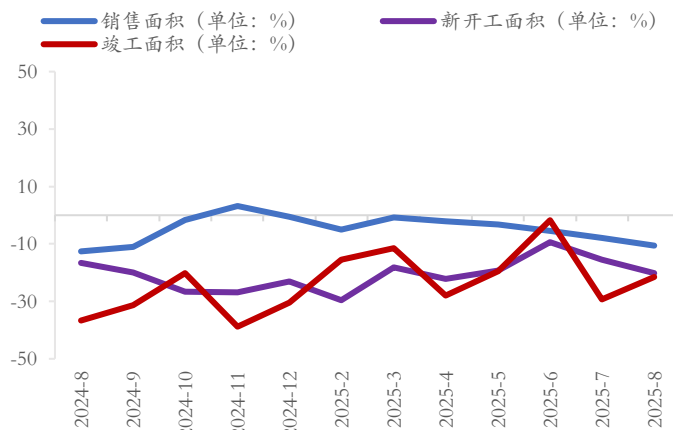
地产投资同比下降 12.9%，较上月的-12.0%降幅有所扩大，房地产市场呈现加速下行态势。我们认为，目前来看投资端三大分项仍有下行压力，或成为当前内需最大拖累项。

图表 3 投资端三大分项均明显下滑



资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 上图为累计同比。

图表 4 地产分项数据除竣工外, 均继续回落

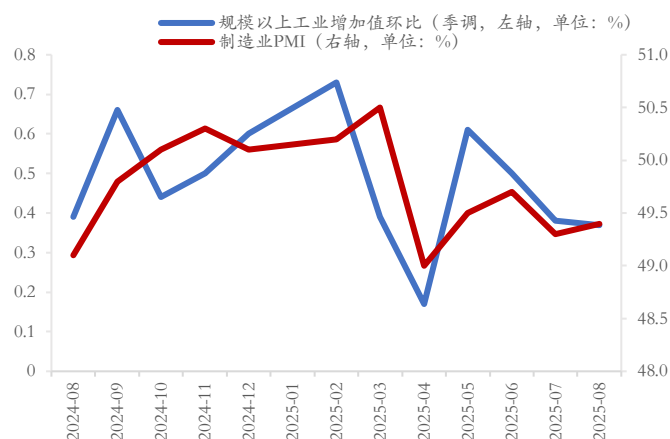


资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

地产呈现加速下行态势，年内企稳难度较大。8月当月房地产投资同比-19.5%，较上月的-17%继续走弱，除竣工外各主要分项数据均有所下降。其中，商品房销售额和销售面积同比分别下降 14.0%和 10.6%；新开工面积同比降幅 20.3%，较上月的-15.4%有所扩大；施工面积同比下降 21.9%，较上月-19.6%降幅小幅扩大；竣工面积同比下降 21.4%，降幅收窄 8 个百分点。我们认为，地产基本面企稳仍需更多政策支持。从具有代表性的房价走势看，当前房价持续下行，需政策予以托底。8月份，一线城市二手住宅销售价格环比下降 1.0%，降幅与上月相同。其中，北京、上海、广州和深圳分别下降 1.2%、1.0%、0.9%和 0.8%。二线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.3%，降幅收窄 0.1 个百分点。三线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.4%，降幅扩大 0.1 个百分点。

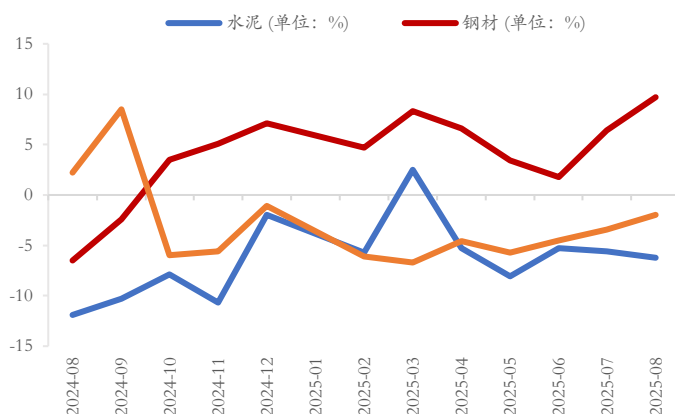
“抢出口”对生产端带动作用减弱。8月，全国规模以上工业增加值同比增长 5.2%，较上月的 5.7%有所下降。季调后，8月环比增长 0.4%、与上月持平。随着对美出口下滑以及美国鼓动其他国家提高对华出口关税，“抢出口”预期走弱、恐难以持续，一定程度上拖累生产端。从三大门类来看，采矿业同比增速持平，制造业、电力与热力同比有所下滑，分别较上月回落 0.5 和 0.9 个百分点。主要工业品方面：①建筑类工业品产量增速分化。8月粗钢、钢材产量同比分别为-0.7%和 9.7%，同比增速回升，但水泥产量同比下降至-6.2%，降幅较上月扩大，表明投资端下行压力依然较为突出。②汽车产量保持高增速。汽车产量同比由上月的 8.5%升至 8 月的 10.4%。③8月发电量同比增速从上月的 3.1%收窄至 1.6%。

图表5 工业增加值环比与制造业PMI变动不大



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

图表6 建筑类商品产量分化, 水泥增速下降、钢材回升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

此外, 中美谈判继续释放积极信号。一方面, 9月中旬双方在马德里举行会谈。双方以两国元首通话重要共识为引领, 就双方关注的经贸问题进行了坦诚、深入、富有建设性的沟通, 就以合作方式妥善解决 TikTok 相关问题、减少投资障碍、促进有关经贸合作等达成了基本框架共识。双方将就相关成果文件进行磋商, 并履行各自国内批准程序。双方将继续落实好两国元首通话重要共识和前期经贸会谈成果, 充分发挥中美经贸磋商机制作用, 不断增进共识、化解分歧、加强合作, 争取更多双赢结果, 促进中美经贸关系健康、稳定、可持续发展, 为世界经济注入更多稳定性。另一方面, 9月19日双方元首通电话, 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。习近平总书记指出, 双方团队最近的磋商体现了平等、尊重和互惠的精神, 美方应避免采取单方面贸易限制措施。美方表示希望促进两国经贸合作, 将支持双方团队磋商, 妥善解决 TikTok 问题。

2 行业配置: 坚定 AI 产业趋势主线, 景气硬支撑领域亦受重视

2.1 配置热点: 成长产业景气行情中, 若行业轮动强度抬升, 后续市场结构将发生何种变化?

我们的观点: 基于构建的行业轮动强度指数, 分别复盘了过去三轮成长产业景气行情中, 轮动强度抬升后, 市场风格以及行业的表现变化, 得出三个启示性结论: ①当行业轮动强度阶段性抬升见顶后, 未来1个月成长风格大概率继续上涨; ②在行业轮动强度见顶后, 未来1个月内成长风格仍将继续维持强势地位, 金融风格容

易出现由强转弱，周期风格大概率走强，消费风格未见明显变化；③具体到成长主线的强势行业上，轮动强度阶段性见顶后，前期最强势的成长主线行业仍将延续强者恒强的地位。

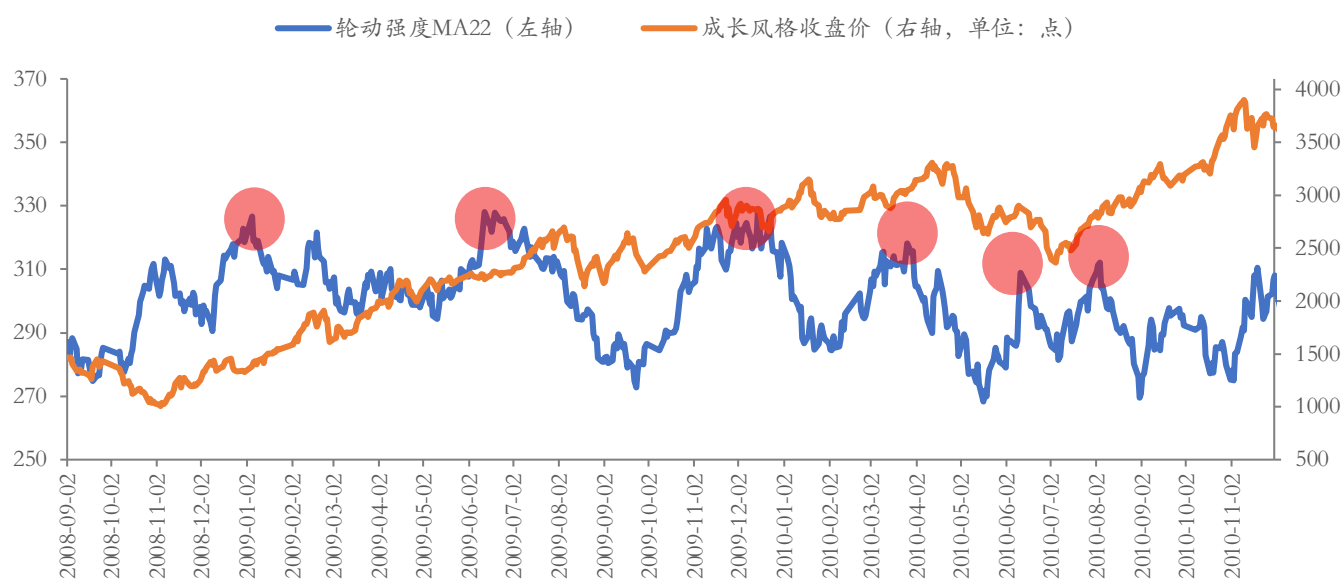
基于我们构建的行业轮动强度指标，分别复盘了 2008 年至今的三轮成长风格趋势性上涨行情，若行业轮动强度阶段性抬升前后的行业和成长风格表现。

第一轮：2008.11 月-2010.11 月智能手机产业行情。

这轮成长产业景气行情期间，共计出现过 6 次轮动强度阶段性抬升的现象，其中有 4 次在见顶后的成长风格继续上涨。

各行业及风格表现上，从 6 次见顶前后的平均涨幅看，风格上周期走强，金融转弱，消费和成长未见明显变化。部分周期品在轮动强度阶段性见顶后出现由弱转强的现象，其中包括有色、机械设备、煤炭和环保，只有建装在行业轮动强度见顶后走弱；消费品中，食品饮料、医药、商贸走弱，汽车和社服走强；金融风格中地产、银行转弱；成长风格延续前期走势结构，军工、电子继续保持相对涨幅优势。

图表 7 2008 年-2010 年成长行情中，行业轮动强度见顶后成长风格下跌概率偏小



数据来源：Wind，华安证券研究所。注：行业轮动强度指标以当日和次日行业涨跌幅排名的差值计算

图表 8 智能手机产业行情下轮动强度阶段性见顶前后各行业表现

日期		T-30	T-15	T-10	T-5	T+5	T+10	T+15	T+30
周期	农林牧渔	7.4	2.4	2.8	1.1	3.0	5.6	6.8	12.7
	基础化工	3.5	0.9	1.1	0.7	1.7	4.4	6.0	8.0
	钢铁	7.3	3.0	-0.5	0.3	2.6	4.4	5.6	9.8
	有色金属	5.7	2.5	-0.7	0.6	3.8	7.7	8.4	21.2
	公用事业	3.6	0.0	0.5	0.8	1.7	3.5	3.4	6.9
	交通运输	2.8	0.6	0.8	0.4	1.7	4.4	4.6	7.8
	建筑材料	6.8	3.4	3.1	3.0	3.2	6.0	7.8	13.3
	建筑装饰	5.3	3.6	3.7	2.6	1.3	3.5	2.4	3.8
	机械设备	4.9	2.0	2.5	2.2	3.6	6.9	8.2	11.7
	煤炭	6.3	2.9	0.4	0.9	3.9	8.3	8.9	9.6
	石油石化	3.7	1.8	1.7	2.2	0.9	3.8	3.9	4.3
	环保	6.1	1.5	1.8	0.1	2.9	6.1	6.1	10.2
消费	家用电器	6.4	1.7	2.6	1.3	1.5	3.6	3.5	5.9
	食品饮料	9.1	5.1	4.2	1.0	0.3	2.9	3.7	8.5
	纺织服饰	9.0	2.6	2.6	0.7	1.7	5.3	6.0	9.8
	轻工制造	6.6	2.1	2.7	0.8	3.1	5.3	6.1	11.4
	医药生物	8.7	3.9	4.0	1.7	1.9	5.1	5.5	10.5
	商贸零售	9.4	3.5	2.8	1.0	0.8	4.2	3.9	7.2
	社会服务	10.3	2.6	2.4	1.0	4.2	7.6	7.4	12.4
	汽车	7.9	0.8	1.5	1.3	4.1	7.0	9.1	14.1
	美容护理	7.6	3.4	4.3	0.7	3.7	7.7	7.8	11.3
金融	房地产	8.3	3.5	0.3	1.9	1.4	4.6	1.7	2.1
	银行	6.7	3.5	2.4	2.2	1.2	4.2	2.9	3.8
	非银金融	4.5	3.2	1.7	1.9	1.5	5.9	7.7	8.9
成长	电子	8.5	2.3	3.3	1.4	2.4	6.9	8.6	14.8
	电力设备	7.5	0.8	2.1	1.3	1.2	4.8	4.5	9.5
	国防军工	9.1	3.6	3.2	2.6	2.6	6.3	9.5	18.3
	计算机	7.2	1.8	3.0	0.8	1.6	6.2	6.6	11.2
	传媒	5.6	2.0	3.3	1.2	2.1	5.1	5.7	8.2
消费风格		8.5	3.5	3.1	1.1	1.5	4.5	4.8	8.9
成长风格		7.6	2.5	3.0	1.7	2.2	6.2	7.0	12.9
周期风格		5.8	1.8	0.8	0.6	2.5	5.9	6.8	11.6
金融风格		6.8	3.8	1.9	2.2	1.3	4.6	3.5	4.0

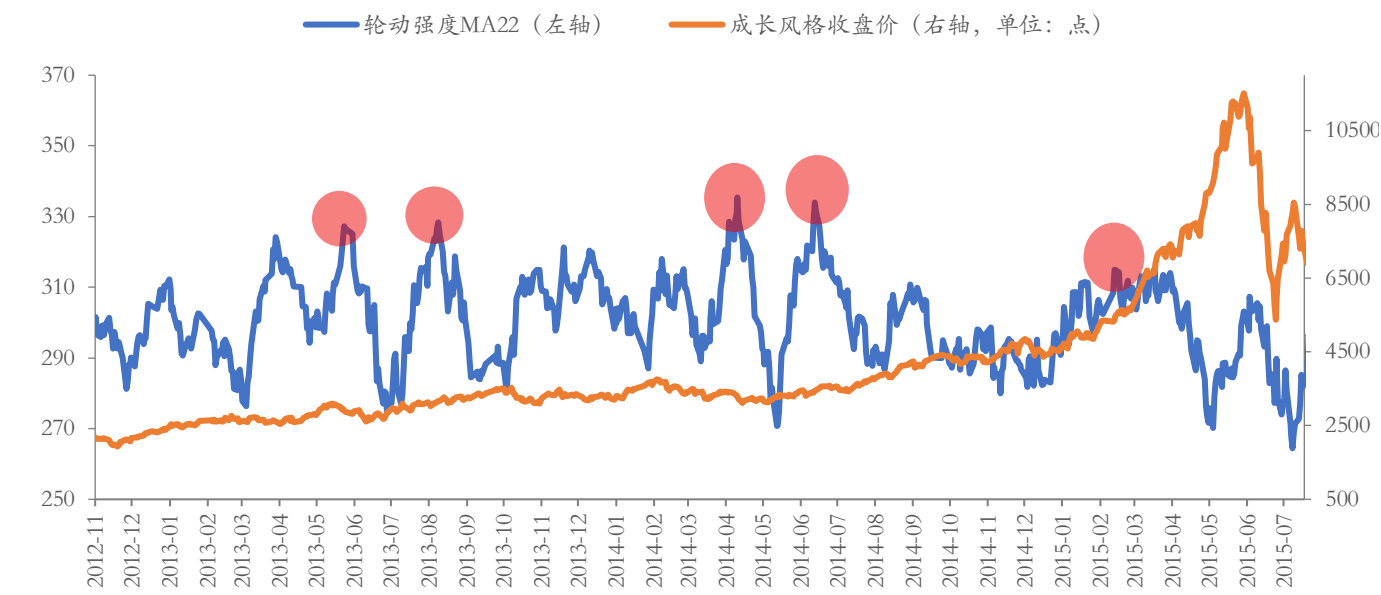
数据来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：所示为平均涨跌幅

第二轮：2012.12月-2015.6月移动互联网和互联网+行情。

在本轮行情期间，共计出现了 5 次较明显的轮动强度阶段性抬升现象，其中有 3 次见顶后的成长风格继续上涨。

各行业及风格表现上,从5次见顶前后的平均涨幅看,风格上未出现明显变化,成长风格强者恒强。轮动强度见顶后,周期品中交运走强,建材走弱;消费品中医药走强,家电转弱;金融风格中地产转弱,非银从较差转向偏强;成长风格整体维持相对强势,其中计算机由前期绝对占优边际转弱,传媒从前期涨幅偏少转向绝对占优。

图表 9 2012 年-2015 年成长行情中,行业轮动强度见顶后成长风格下跌也概率偏小



数据来源: Wind, 华安证券研究所。注: 行业轮动强度指标以当日和次日行业涨跌幅排名的差值计算

图表 10 互联网+产业行情下轮动强度阶段性见顶前后各行业表现

日期		T-30	T-15	T-10	T-5	T+5	T+10	T+15	T+30
周期	农林牧渔	5.8	4.4	0.6	-1.3	0.5	-0.3	2.2	8.6
	基础化工	5.6	3.8	0.2	-1.3	0.5	-1.1	0.7	5.0
	钢铁	4.2	3.4	0.1	-1.3	-0.6	-0.8	2.9	4.2
	有色金属	4.4	3.9	0.5	-1.1	-0.6	-2.3	-0.2	3.7
	公用事业	6.0	2.6	-0.5	-1.6	0.0	-1.0	2.4	6.0
	交通运输	5.5	4.4	0.5	-1.3	2.0	1.3	5.3	6.3
	建筑材料	6.4	5.6	1.1	-0.6	0.1	-2.1	0.0	2.3
	建筑装饰	6.8	5.8	2.1	-0.5	0.4	0.1	3.3	6.1
	机械设备	6.9	4.2	1.0	-0.5	0.5	0.0	2.0	7.6
	煤炭	1.4	3.1	-0.7	-1.6	-1.6	-2.3	-0.8	-0.3
	石油石化	3.6	2.9	0.2	-1.2	-0.6	-2.0	1.2	5.1
	环保	8.2	2.5	-0.1	-1.1	1.3	-1.3	1.8	8.6
消费	家用电器	6.5	4.6	0.5	-0.8	0.3	-1.7	1.1	5.8
	食品饮料	1.2	2.8	0.0	-0.4	-0.4	-1.5	1.8	4.9
	纺织服饰	6.2	3.9	0.3	-1.6	1.5	0.2	3.0	7.6
	轻工制造	8.1	4.7	1.1	-0.8	1.6	0.2	2.1	9.0
	医药生物	6.4	2.7	-0.1	-1.6	1.8	0.9	2.4	8.6
	商贸零售	6.6	5.0	0.4	-0.6	0.9	-1.0	1.3	10.7
	社会服务	8.3	4.8	1.1	-1.1	1.6	0.2	1.4	8.4
	汽车	7.0	5.5	1.2	-0.7	1.4	-0.2	2.9	7.6
	美容护理	5.7	5.0	1.0	-1.0	3.0	0.8	2.6	-0.3
金融	房地产	6.5	5.4	0.7	-0.9	0.2	-2.3	1.6	5.7
	银行	3.1	2.4	-1.3	-1.1	-0.4	-0.7	2.1	1.7
	非银金融	1.6	4.0	-0.3	-1.9	1.3	-0.4	3.0	4.5
成长	电子	10.7	5.4	0.8	-0.9	2.1	0.3	1.4	9.6
	电力设备	9.1	5.5	1.0	-0.6	1.6	0.2	3.0	11.0
	国防军工	5.7	5.1	1.2	-0.3	0.4	-0.4	3.2	9.5
	计算机	14.7	7.6	2.0	-0.7	2.3	0.2	1.2	14.8
	传媒	12.4	4.7	-0.2	-1.4	3.8	2.9	6.7	22.9
消费风格		6.0	4.0	0.2	-1.0	1.1	-0.3	2.2	8.6
成长风格		10.6	5.9	1.1	-0.9	1.8	0.1	2.2	12.2
周期风格		6.3	4.6	0.8	-1.0	0.7	-0.6	2.1	6.7
金融风格		3.6	3.9	-0.3	-1.2	0.6	-0.6	3.0	4.3

数据来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：所示为平均涨跌幅

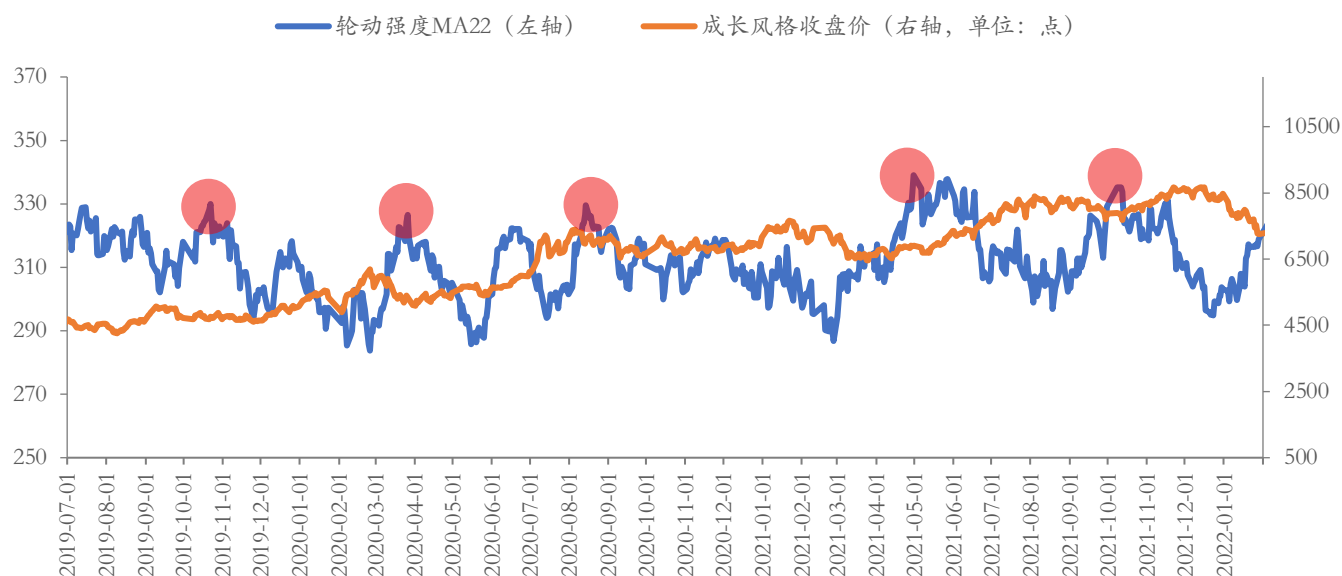
第三轮：2019.08月-2021.12月新能源行情。

在本轮行情期间，出现过5次较明显的轮动强度阶段性抬升现象，其中有3次

见顶后成长风格继续上涨。

各行业及风格表现上，从 5 次见顶前后的平均涨幅看，风格上消费保持相对强势，成长、周期由弱转强，金融转弱。轮动强度见顶后，周期品中农牧转弱，化工走强；消费品中轻工制造、社服、美护走弱，汽车走强；金融中，房地产明显走弱；成长风格中各细分行业均呈现由弱转强态势。

图表 11 2019 年-2022 年成长行情中，行业轮动强度见顶后成长风格下跌也概率偏小



数据来源: Wind, 华安证券研究所。注: 行业轮动强度指标以当日和次日行业涨跌幅排名的差值计算

图表 12 电新产业行情下轮动强度阶段性见顶前后各行业表现

日期		T-30	T-15	T-10	T-5	T+5	T+10	T+15	T+30
周期	农林牧渔	6.9	3.2	4.3	2.9	1.5	2.3	0.4	-4.3
	基础化工	2.7	-3.8	-3.3	-2.6	0.5	1.9	1.8	1.5
	钢铁	1.2	-5.7	-4.9	-3.5	1.1	-1.0	-3.2	-3.9
	有色金属	-1.0	-6.2	-5.1	-3.0	2.5	2.1	0.1	-0.5
	公用事业	3.8	-2.8	-1.2	-2.0	-0.7	-0.3	-0.2	-2.4
	交通运输	1.3	-2.0	-0.9	-0.5	-0.7	0.3	-0.5	-1.1
	建筑材料	4.9	-3.4	-1.1	-0.7	0.0	1.3	-0.2	0.0
	建筑装饰	2.4	-5.0	-2.5	-2.3	-0.3	-0.6	-0.9	-2.8
	机械设备	1.5	-4.4	-2.4	-1.7	-0.5	0.5	0.4	1.4
	煤炭	5.6	-2.8	-2.7	-1.2	3.4	-0.2	-2.8	-2.8
	石油石化	2.6	-2.3	-2.4	-1.3	0.0	-0.2	-1.5	-3.9
	环保	2.0	-4.0	-2.5	-2.4	-1.6	-0.6	-1.2	-2.5
消费	家用电器	-1.5	-3.0	-0.5	1.0	-1.4	1.2	0.5	0.4
	食品饮料	4.6	1.6	2.6	2.9	1.2	5.4	6.2	5.4
	纺织服饰	2.4	-3.4	-2.0	-0.5	0.9	-0.4	-0.3	-2.1
	轻工制造	3.6	-2.7	-0.6	-0.3	0.3	0.4	0.5	-1.0
	医药生物	5.7	1.1	2.3	1.3	-0.1	3.0	2.4	0.1
	商贸零售	1.5	-3.0	-1.8	-0.6	-0.2	-0.2	-0.4	-1.8
	社会服务	4.9	-2.2	0.6	0.7	-2.6	1.1	0.3	-2.2
	汽车	0.7	-3.9	-1.7	-1.1	1.4	3.0	2.9	5.9
	美容护理	7.0	2.7	4.3	0.8	0.7	1.9	1.4	1.3
金融	房地产	0.8	-1.6	0.5	0.3	-1.3	-1.2	-2.9	-3.5
	银行	0.0	0.3	1.9	1.6	0.5	1.7	1.4	-0.8
	非银金融	-0.7	-4.7	-1.5	-1.0	-1.1	0.6	0.0	-1.4
成长	电子	1.0	-5.4	-2.1	-2.1	-0.6	0.5	1.7	5.3
	电力设备	4.1	-2.0	-1.6	-1.5	0.6	3.0	4.6	7.2
	国防军工	4.4	-4.7	-2.3	-3.4	0.0	1.2	2.0	3.8
	计算机	1.2	-5.1	-1.3	-2.5	0.0	0.6	1.1	2.1
	传媒	1.1	-3.9	-1.1	-0.5	-0.1	0.7	1.0	1.1
消费风格		3.4	0.2	1.6	1.6	0.3	3.2	3.0	1.5
成长风格		3.4	-3.5	-1.5	-1.7	-0.2	1.3	1.6	3.2
周期风格		2.4	-3.9	-2.6	-1.8	0.9	1.5	0.8	0.7
金融风格		0.1	-2.3	0.2	0.2	-0.3	0.8	0.1	-1.4

数据来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：所示为平均涨跌幅

2.2 坚定 AI 产业趋势主线，景气硬支撑领域亦受重视

9 月第 3 周市场担心决策层对股市态度发生变化而呈现出较大波动、整体小幅下跌态势。行业层面分化有所加剧，其中成长风格延续强势，电池、风电、消费电子领涨，前期强势的 AI 算力主线表现仍靠前处于涨幅第二梯队。此外机器人链条表现

强势，有事件催化的煤炭、出行链条涨幅靠前。而前期强势的有色金属在美联储降息落地后下跌，银行和部分消费品继续维持弱势。后市展望，尽管关键点位上市场存在担忧，但过去事实证明这种担忧仅带来短期情绪扰动，我们继续维持市场趋势性上涨的判断。配置思路上，近期行业结构有所扩散，从AI算力基建扩散至AI应用端，但并非“高切低”，整体仍在AI产业链条中。在本轮以AI算力基建为代表的新一轮成长产业景气周期行情中，目前进程仅行至第一阶段中后期即产业周期主线渐明的估值修复阶段，未来仍有第二阶段业绩支撑以及第三阶段估值拔高值得期待，因此AI产业趋势仍是最重要主线方向。在这条主线以外，具备真正景气或者业绩硬支撑的品种也值得重视。按此思路，建议配置两条主线。

第一条主线是高弹性成长科技强者恒强，AI产业趋势逐渐明朗，包括泛TMT、AI、算力、软件、游戏、机器人等。成长科技以天然弹性高成为首选，此外叠加AI产业趋势逐渐明朗，算力等方向业绩兑现超预期，当前估值并不高，符合机构景气趋势性投资抱团偏好。而AI应用相对滞涨，是最容易受益AI算力扩散的方向，软件、游戏、机器人是应用端最具潜力的领域。

第二条主线是景气硬支撑或业绩超预期的领域，主要包括稀土永磁、贵金属、军工、券商、金融IT、电源设备、海风/风电、整车、电池、轮胎、农药、化学纤维、工程机械、牛肉及乳制品等。这些方向上均具备良好的景气度支撑。

风险提示：

经济基本面下行速度超预期；宏观政策或结构性政策力度不及预期；美国经济衰退；历史复盘的局限性和超预期市场学习效应等。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6/12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。