

2025年09月20日

高位震荡后会如何演绎？

定期报告

投资要点

◆ **复盘历史，牛市中高位震荡后 A 股多继续上涨，受政策和外部事件、流动性等因素。**（1）2005 年以来牛市中的高位强势震荡期共有 7 段，持续时间在 13-67 个交易日，有 6 次调整结束后 1 个月内上证综指继续上涨。（2）驱动牛市中高位震荡后继续突破上涨的核心因素是政策和外部事件、流动性等。一是积极的政策和外部事件是导致突破上涨的核心因素，如 2007 年两会提出大力发展资本市场、2015 年 3 月南北车合并、2020 年 12 月美国出台刺激经济法案等；反之，外部负面冲击则可能导致震荡后走弱，如 2010 年 1 月欧债危机爆发等。二是流动性也是导致 A 股震荡后能否突破上涨的重要因素：首先，流动性宽松可能推动 A 股震荡后突破上涨，如 2015 年 2 月央行降息、2018 年 1 月普惠金融定向降准全面实施，2024 年 12 月美联储降息等；其次，流动性收紧也可能导致震荡后 A 股继续走弱，如 2010 年 1 月央行提准。三是基本面对牛市中高位震荡后能否突破上涨的影响有限。

◆ **A 股短期可能延续震荡走势，震荡后可能继续上行，慢牛趋势不变。**（1）短期政策和外部事件依然偏积极。一是短期积极的稳增长政策仍可能进一步出台和落实：首先，9 月政治局会议定调依然可能偏积极；其次，近期电新、汽车、消费等行业稳增长政策和放松地产等政策在持续出台和落实。二是短期外部环境也偏积极：首先，中美马德里会谈达成了基本框架共识，中美经贸关系短期有望改善；其次，美联储重启降息，全球流动性宽松预期上升。（2）短期流动性短期可能进一步宽松。一是宏观流动性短期可能进一步宽松：首先，美联储 9 月如预期降息 25 个基点；其次，9 月底央行可能继续加大资金投放，短期也可能跟随海外宽松而进一步降准降息。二是股市资金短期可能维持较高的流入水平：首先，历史经验上，牛市高位震荡期内外资、融资和新发基金多继续流入 A 股；其次，短期情绪偏热下融资可能继续流入，但速度可能放缓，此外美联储降息后外资有望加速流入 A 股，新发基金规模也可能继续回升。（3）短期经济仍延续弱修复趋势：后续外需可能走弱下出口仍可能面临一定的回落压力，消费、制造业投资和基建投资增速可能有所回升。

◆ **行业配置：短期继续逢低配置科技成长、部分核心资产和周期等行业。**（1）短期科技成长和周期行业可能相对占优。一是历史上牛市高位震荡时，政策支持和产业趋势上行的行业表现相对占优；震荡结束后，震荡期领涨的强势行业和高景气的行业表现相对占优。二是当前政策支持、产业趋势上行、强势领涨的行业共同指向科技和周期。（2）美联储降息下科技和部分核心资产可能相对占优：一是美联储降息后科技成长和核心资产表现相对占优，主要受产业趋势上行、外资流入等因素驱动；二是当前来看，短期科技产业趋势向上、经济修复和流动性宽松下外资可能流入，科技和核心资产短期可能表现偏强。（3）日历效应下节前消费和成长短期可能相对占优。（4）当前成长中的电力设备、汽车、传媒、计算机等行业估值性价比较高。（5）短期建议继续逢低配置：一是政策和产业趋势上行的电子（消费电子、半导体）、通信（算力）、机械设备（机器人）、有色金属（稀有金属、贵金属）、传媒（游戏）、计算机（AI 应用）等行业；二是基本面可能边际改善和补涨的电新（固态电池、储能、风电）、创新药、新消费、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

交投情绪有所修复，短周期或维持震荡博弈走势-华金证券新股周报 2025.9.14

短期延续震荡，科技和周期继续占优 2025.9.13

关键窗口期做多动能出现降温，短周期博弈反复或将加剧-华金证券新股周报 2025.9.7

强者恒强还是高低切？ 2025.9.6

定价指标高位伴随局部情绪收敛，板块或再次进入关键观察窗口期-华金证券新股周报 2025.8.31

内容目录

一、高位、强势震荡时 A 股如何演绎？	3
（一）牛市高位震荡后突破受政策和外部事件、流动性等因素驱动	3
（二）A 股短期可能延续震荡走势，震荡后可能继续上行	4
二、行业配置：短期继续逢低配置科技、部分核心资产和周期	7
（一）短期科技成长和周期行业可能相对占优	7
（二）美联储降息下科技和部分核心资产可能相对占优	9
（三）日历效应下节前消费和成长短期可能相对占优	13
（四）当前电力设备、汽车、传媒、电子等行业估值性价比较高	14
（五）短期继续逢低配置科技成长、部分核心资产和周期等行业	17
三、风险提示	19

图表目录

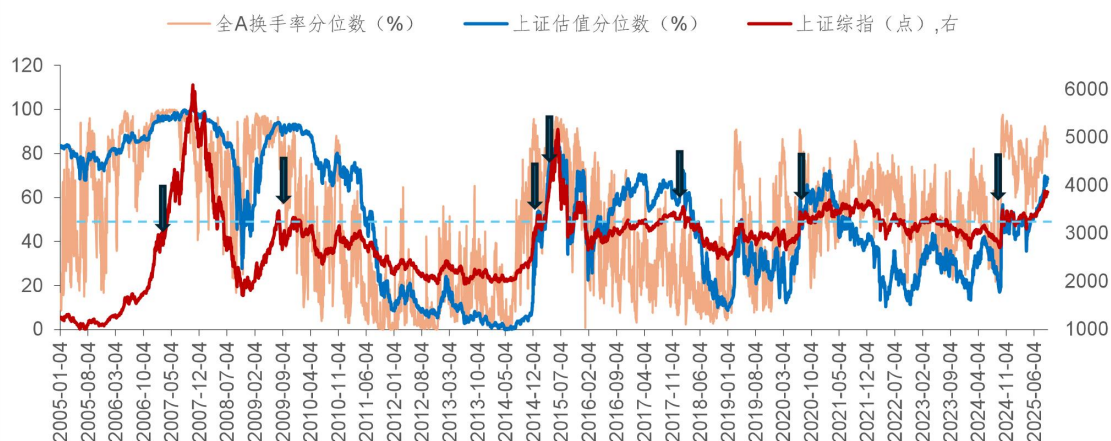
图 1：牛市期间高位、强势震荡共有 7 段	3
图 2：牛市期间高位、强势震荡期间市场特征一览	4
图 3：牛市期间高位、强势震荡突破因素一览	4
图 4：短期稳增长政策积极落地	5
图 5：CME 预测年内仍有两次降息	6
图 6：9 月以来央行公开市场操作以回收流动性为主	6
图 7：近期央行继续加码逆回购	6
图 8：牛市高位震荡期间微观资金继续流入 A 股	6
图 9：汽车、集成电路、太阳能电池出口增速维持高位	7
图 10：家电、家具销售增速维持高位	7
图 11：投资增速全面下滑	7
图 12：螺纹钢、电路等开工率维持高位	7
图 13：牛市高位震荡期间，涨幅前十的行业	8
图 14：高位震荡结束后一个月，涨幅前十的行业	9
图 15：2005 年以来历次美联储降息后 T+5、T+30、T+90 交易日内行业涨幅进入前十次数	10
图 16：2005 年以来历次美联储降息后 T+5 交易日内行业涨跌幅一览	11
图 17：2005 年以来历次美联储降息后 T+30 交易日内行业涨跌幅一览	12
图 18：2005 年以来历次美联储降息后 T+90 交易日内行业涨跌幅一览	13
图 19：近十年 A 股国庆前 10 个交易日，涨幅靠前的行业	14
图 20：全行业估值性价比筛选	15
图 21：成长一级行业估值性价比筛选	16
图 22：成长二级行业估值性价比筛选	17
图 23：8 月十种有色金属产量回升	18
图 24：8 月智能手机产量回升	18
图 25：8 月光伏电池产量回升	19
图 26：饮料零售额同比增速回升	19

一、高位、强势震荡时 A 股如何演绎？

（一）牛市高位震荡后突破受政策和外部事件、流动性等因素驱动

复盘历史，牛市中高位震荡后 A 股多继续上涨，受政策和外部事件、流动性等因素影响。（1）2005 年以来，上证综指 PE 分位数或全 A 换手率分位数均值在 50% 以上，且上证综指的回调幅度不得超过 5% 的牛市中的高位强势震荡期共有 7 段，分别是 2007/1/10-2007/3/5、2009/11/24-2010/1/11、2015/1/8-2015/3/6、2015/4/28-2015/5/15、2017/11/14-2017/12/27、2020/9/2-2020/12/11、2024/10/8-2025/1/9，持续时间在 13-67 个交易日不等，且 7 次中有 6 次调整结束后 1 个月内上证综指继续上涨。（2）驱动牛市中高位震荡后继续突破上涨的核心因素是政策和外部事件、流动性等。一是政策和外部事件是导致突破上涨的核心因素，如 2007 年 3 月温总理在两会提出大力发展资本市场，2015 年 3 月南北车合并获国资委批准，2020 年 12 月特朗普签署了总额达 2.3 万亿美元的刺激经济法案，且中央经济工作会议提出要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，2025 年 1 月《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》落地等；反之，2010 年 1 月欧债危机爆发下市场结束震荡后受外部负面冲击影响走弱。二是流动性也是导致 A 股震荡后能否突破上涨的重要因素：首先，流动性宽松可能推动 A 股震荡后突破上涨，如 2015 年 2 月和 5 月央行降息，2018 年 1 月普惠金融定向降准全面实施，2024 年 12 月美联储降息；其次，流动性收紧也可能导致震荡后 A 股继续走弱，如 2010 年 1 月央行提准。三是基本面对牛市中高位震荡后能否突破上涨的影响有限，7 次中震荡结束前一个月与结束当月经济数据来看，制造业 PMI 仅上涨 3 次，且 2017 年 11 月至 12 月期间，PMI、地产销售、出口、社零、工业企业盈利增速等均出现不同程度下滑，但震荡结束后 1 个月内上证上涨 7.6%。

图 1：牛市期间高位、强势震荡共有 7 段



资料来源：华金证券研究所，wind（注：分位数从 2005 年起计算）

图 2：牛市期间高位、强势震荡期间市场特征一览

开始日期	结束日期	上证涨跌幅 (%)	T+1月上证 涨跌幅 (%)	持续交易日 (天)	期间全A换 手率分位数 均值 (%)	期间上证PE 分位数均值 (%)
2007/1/10	2007/3/5	-0.80	17.22	34	97.99	95.36
2009/11/24	2010/1/11	-3.77	-6.59	34	61.71	92.22
2015/1/8	2015/3/6	-3.94	18.95	37	64.91	46.22
2015/4/28	2015/5/15	-4.83	15.64	13	87.85	80.55
2017/11/14	2017/12/27	-4.99	7.62	32	18.22	59.15
2020/9/2	2020/12/11	-1.86	4.69	67	46.01	60.06
2024/10/8	2025/1/9	-3.75	2.28	67	84.63	49.00

资料来源：华金证券研究所，wind

图 3：牛市期间高位、强势震荡突破因素一览

开始时间	结束时间	T+1月上证涨 跌幅 (%)	制造业PMI (%)	地产销售增 速 (%)	工业企业盈 利增速 (%)	出口增速 (%)	社零增速 (%)	DR007分位数 (%)	事件/政策
2007/1/10	2007/3/5	17.22	53.1→56.1	0.5→12.8	-	51.8→7.1	16.9→15.3	7.2→14.9	3月温总理在作《政府工作报告》提出大力发展资本市场
2009/11/24	2010/1/11	-6.59	56.6→55.8	42.1→38.2	-	17.7→21.0	17.5→14.0	6.9→6.3	欧债危机爆发；央行提准
2015/1/8	2015/3/6	18.95	49.9→50.1	-16.3→9.2	-4.2→2.7	48.1→-15.2	10.7→10.2	87.9→96.7	2月央行降息；融资余额大幅上升；3月中国北车公告称，南北车合并获国资委批准
2015/4/28	2015/5/15	15.64	50.1→50.2	-4.8→0.2	-1.3→0.8	-6.7→-3.5	10.0→10.1	53.1→25.8	5月20日，沪深两市融资余额高达20075亿，首次突破2万亿元；央行降息
2017/11/14	2017/12/27	7.62	51.8→51.6	7.9→7.7	21.9→21.0	11.5→10.7	10.2→9.4	85.6→97.5	2018年1月，普惠金融定向降准全面实施
2020/9/2	2020/12/11	4.69	52.1→51.9	1.3→2.6	2.4→4.1	20.5→18.0	5.0→4.6	47.4→43.6	12月特朗普签署了总额达2.3万亿美元的法案；中央经济工作会议提出要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策
2024/10/8	2025/1/9	2.28	50.1→49.1	-12.9→-5.1	-3.3→-0.3	10.7→5.9	3.7→4.0	31.7→15.9	1月《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》落地；2024年12月美联储降息

资料来源：华金证券研究所，wind（注：月频数据取结束时间前1个月与当月数据比较，日频数据取起止日期当日数据比较；分位数计算从2005年起）

（二）A 股短期可能延续震荡走势，震荡后可能继续上行

比照历史复盘经验，当前来看，政策和外部事件积极，流动性宽松，A 股短期震荡后可能继续上行。具体来看：

短期政策和外部事件依然偏积极。(1) 短期积极的稳增长政策仍可能进一步出台和落实。一是 9 月政治局会议召开在即，在经济增长压力依然较大的背景下，会议定调依然可能偏积极，稳增长政策有望进一步出台和落实。二是近期稳增长政策逐步加码：首先，工信部等 3 部门联合印发《电力装备行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，提出力争 2025—2026 年传统电力装备年均营收增速保持 6% 左右，新能源装备营收稳中有升，力争 2025—2026 年电力装备领域国家先进制造业集群年均营收增速 7%，龙头企业营收增速 10% 左右，新能源产业政策可能继续落实；其次，近期八部门联合印发《汽车行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，提出 2025 年，力争实现全年汽车销量 3230 万辆左右，同比增长约 3%，其中新能源汽车销量 1550 万辆左右，同比增长约 20%；最后，近期商务部等 9 部门近日联合印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》，提出培育服务消费促进平台、丰富高品质服务供给、激发服务消费新增量等多方面举措，此外放松地产等政策也在持续出台和落实，短期政策依然偏积极。(2) 短期外部环境也偏积极。一是中美马德里会谈达成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，中美经贸关系短期有望改善，地缘关系可能回暖。二是时隔 9 个月，美联储重启降息，全球流动性宽松预期上升，外部环境改善。

图 4：短期稳增长政策积极落地

部门	政策
工信部等三部门	工业和信息化部、国家市场监督管理总局、国家能源局等 3 部门联合印发《电力装备行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，提出力争 2025—2026 年传统电力装备年均营收增速保持 6% 左右，新能源装备营收稳中有升；力争 2025—2026 年发电装备产量保持在合理区间，新能源装备出口量实现增长；力争 2025—2026 年电力装备领域国家先进制造业集群年均营收增速 7%，龙头企业营收增速 10% 左右。
工信部等八部门	工业和信息化部等八部门联合印发《汽车行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，提出 2025 年，力争实现全年汽车销量 3230 万辆左右，同比增长约 3%，其中新能源汽车销量 1550 万辆左右，同比增长约 20%。
商务部等九部门	商务部等 9 部门近日联合印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》。政策措施全面贯彻落实党中央、国务院决策部署，更大力度提振消费、扩大内需，促进民生改善和消费转型升级，积极培育服务消费新的增长点，为推动经济高质量发展提供有力支撑。

资料来源：华金证券研究所整理

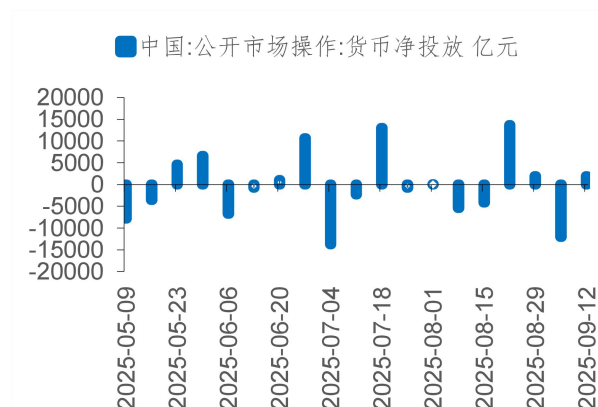
短期流动性短期可能进一步宽松。(1) 宏观流动性短期可能进一步宽松。一是海外方面：首先，美联储 9 月如预期降息 25 个基点，CME 预测年内仍有 2 次降息空间，海外流动性迎来大幅宽松；其次，美元短期可能继续低位震荡，海外对国内流动性宽松的掣肘较小。二是国内方面，9 月以来国内央行通过公开市场操作回收流动性超过 1 万亿元，考虑到 9 月有 3000 亿元 MLF 到期，同时长假前和季末资金可能季节性偏紧，9 月底央行可能继续加大资金投放，短期也可能跟随海外宽松而进一步降准降息。(2) 股市资金短期可能维持较高的流入水平。一是历史经验上，牛市高位震荡期内外资、融资和新发基金多继续流入 A 股，可比口径下 4 次外资有数据的区间内均呈净流入趋势，融资 5 次中 4 次净流入，震荡期间内外资、融资和新发基金流入 A 股的均值分别为 218.7 亿元、1435.8 亿元、1708.4 亿份。二是自 8 月 26 日以来 A 股进入高位震荡期后，融资已经累计流入超过 2000 亿元，且 7 月以来融资的月流入额均超过千亿，短期情绪偏热下融资可能继续流入，但速度可能放缓，此外美联储降息后外资有望加速流入 A 股，新发基金规模也可能继续回升，短期股市资金仍可能维持较高的流入水平。

图 5: CME 预测年内仍有两次降息

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%	87.7%	12.3%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	81.8%	17.4%	0.8%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	39.8%	50.4%	9.3%	0.4%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.7%	45.9%	27.0%	4.3%	0.2%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.6%	29.4%	40.4%	20.4%	3.1%	0.1%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	20.8%	36.2%	28.0%	9.6%	1.2%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	1.2%	8.9%	25.2%	33.9%	22.7%	7.2%	0.9%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.4%	3.9%	14.6%	28.2%	30.0%	17.3%	5.0%	0.6%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.8%	5.2%	16.3%	28.4%	28.4%	15.8%	4.5%	0.5%	0.0%
2026/12/9	0.2%	1.4%	6.7%	17.9%	28.4%	26.7%	14.2%	3.9%	0.5%	0.0%
2027/1/27	0.3%	1.9%	7.7%	18.9%	28.3%	25.5%	13.3%	3.6%	0.4%	0.0%
2027/3/17	0.3%	1.9%	7.7%	18.8%	28.2%	25.6%	13.4%	3.7%	0.4%	0.0%
2027/4/28	0.3%	1.9%	7.5%	18.5%	27.9%	25.6%	13.8%	4.0%	0.5%	0.0%
2027/6/9	0.2%	1.7%	6.8%	17.1%	26.7%	25.9%	15.3%	5.2%	1.0%	0.1%
2027/7/28	0.2%	1.1%	5.0%	13.4%	23.3%	26.2%	19.0%	8.8%	2.5%	0.4%
2027/9/15	0.2%	1.1%	4.9%	13.4%	23.2%	26.2%	19.1%	8.9%	2.5%	0.4%
2027/10/27	0.1%	1.1%	4.6%	12.6%	22.3%	25.9%	19.8%	9.8%	3.1%	0.6%

资料来源: 华金证券研究所, CME FedWatch Tool (注: 数据截至 2025/9/18)

图 6: 9 月以来央行公开市场操作以回收流动性为主



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 7: 近期央行继续加码逆回购



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 8: 牛市高位震荡期间微观资金继续流入 A 股

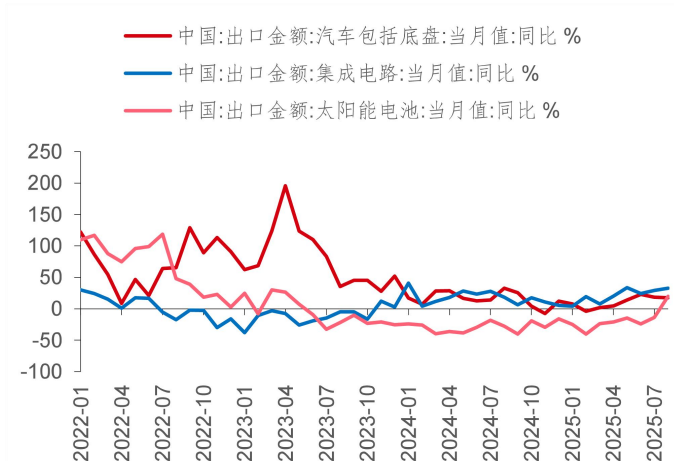
开始时间	结束时间	外资净流入 (亿元)	融资净流入 (亿元)	新成立偏股型基金份额 (亿份)
2007/1/10	2007/3/5	-	-	482.60
2009/11/24	2010/1/11	-	-	862.45
2015/1/8	2015/3/6	269.25	1773.18	913.86
2015/4/28	2015/5/15	35.67	1224.24	1187.22
2017/11/14	2017/12/27	49.39	-34.60	606.12
2020/9/2	2020/12/11	520.39	355.70	6227.92
2024/10/8	2025/1/9	-	3860.53	1678.62

资料来源: 华金证券研究所, wind

短期经济仍延续弱修复趋势。(1) 8 月出口增速出现回落, 但结构改善。一是 8 月出口同比增速录得 4.4% (前值为 7.2%), 关税确定延期前海外订单偏谨慎。二是结构上: 首先, 国别来看, 对美出口增速继续下滑至 -33.1% (前值为 -21.7%), 且出口金额占比也回落至 10% 以下, 但对于东盟和欧盟的出口增速明显上升, 分别为 22.5% 和 10.4% (前值分别为 16.6%、9.2%), 关税政策的不确定性对美国出口有显著冲击; 其次产品上, 汽车包括底盘、集成电路出口增速维持高位, 分别为 17.3%、32.8%, 太阳能电池出口增速大幅回升至 19.8%。三是后续来看, 关税延期落地后海外订商信心可能修复, 但后续外需可能走弱下出口仍面临一定的回落压力。(2) 8 月消费增速低位继续有所回落。一是数据上, 8 月社零同比增速录得 3.4% (前值为 3.7%), 维持相对稳定。二是结构上来看, 家用电器、家具零售额当月同比增速维持高位, 分别为 14.3%、18.6%, 明显受益于换新政策补贴, 而通讯器材类销售额增速从 7 月的 14.9% 下降至 7.3%, 或受 9 月消费电子产品换新等影响需求滞后。三是后续来看, 在中秋国庆消费旺季叠加提振消费等政策实施下, 消费增速可能有所回升。(3) 8 月投资增速全面回落。一是数据上, 8 月固定资产

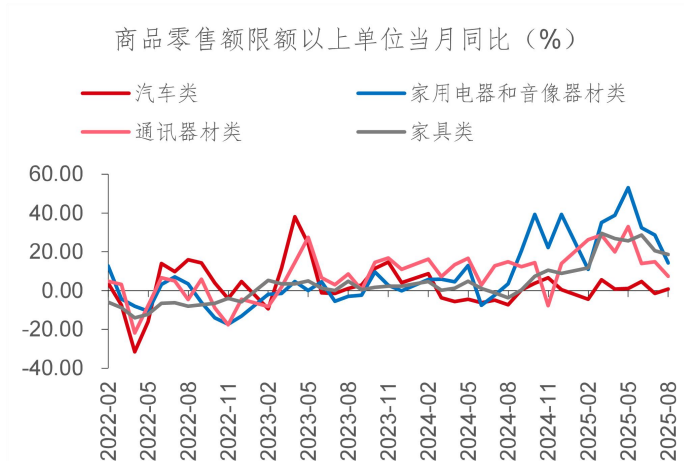
投资完成额累计同比增速录得 0.5%（前值为 1.6%），进一步印证了前期披露的社融信贷数据，当下投资、贷款需求明显放缓。二是结构上，地产端仍是主要拖累，8 月累计同比录得-12.9%（前值为-12.0%），而高技术行业制造业投资增速依然继续上升，信息服务业，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业投资同比分别增长 34.1%、28.0%、12.6%，而制造业和基建投资也有不同程度下滑，8 月累计增速录得 5.1%和 5.4%，后续在企业盈利修复和保增长政策发力下制造业投资和基建投资增速可能有所回升。

图 9：汽车、集成电路、太阳能电池出口增速维持高位



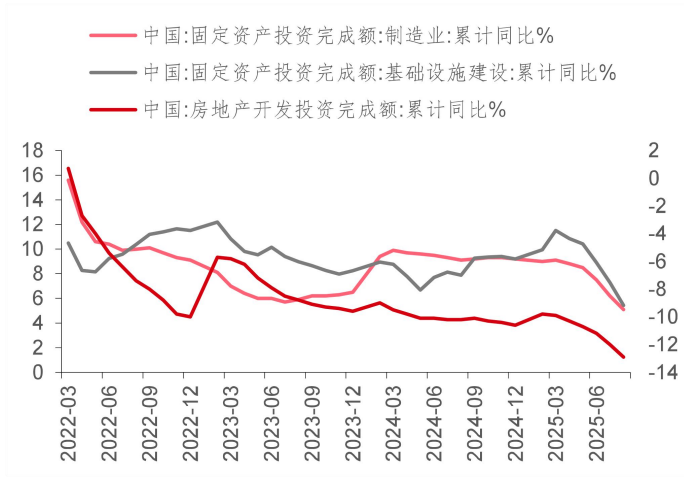
资料来源：华金证券研究所，wind

图 10：家电、家具销售增速维持高位



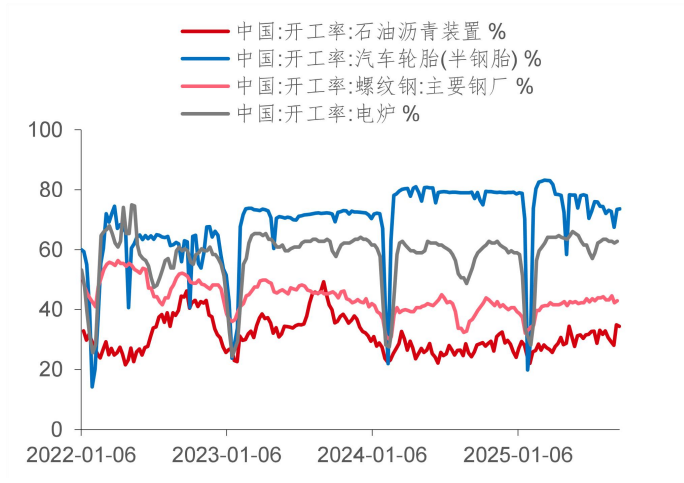
资料来源：华金证券研究所，wind

图 11：投资增速全面下滑



资料来源：华金证券研究所，wind

图 12：螺纹钢、电路等开工率维持高位



资料来源：华金证券研究所，wind

二、行业配置：短期继续逢低配置科技、部分核心资产和周期

（一）短期科技成长和周期行业可能相对占优

短期科技成长和周期行业可能相对占优。一是牛市高位震荡时，政策支持和产业趋势上行的行业相对占优：首先，是政策支持的行业相对占优，如 2007/1/10-2007/3/5 的综合、环保和军工，2020/9/2-2020/12/11 的汽车和电力设备，2024/10/8-2025/1/9 的商贸零售；其次，产业趋势上行的行业相对占优，如 2009/11/24-2010/1/11 的 TMT，2015/1/8-2015/3/6 的计算机和传媒，2015/4/28-2015/5/15 的传媒和计算机，2015/4/28-2015/5/15 的轻工制造，2017/11/14-2017/12/27 的石油石化、房地产和银行，2020/9/2-2020/12/11 的煤炭，2024/10/8-2025/1/9 的电子。二是牛市高位震荡结束后，震荡期领涨的强势行业和高景气的行业相对占优：首先，震荡期领涨的强势行业相对占优，如 2007/3/5-2007/4/5 的综合和纺织服装，2010/1/11-2010/2/11 的传媒，2015/3/6-2015/4/6 的计算机，2015/5/15-2015/6/15 的纺织服装，2017/12/27-2018/1/27 的房地产和银行，2020/12/11-2021/1/11 的电力设备，2025/1/9-2025/2/9 的计算机；其次，高景气的行业相对占优，如 2010/1/11-2010/2/11 的传媒，2015/3/6-2015/4/6 的计算机、电力设备和建筑装饰，2015/5/15-2015/6/15 的农林牧渔，2017/12/27-2018/1/27 的房地产、银行和家用电器，2020/12/11-2021/1/11 的社会服务和电力设备，2025/1/9-2025/2/9 的计算机和传媒。三是当前来看，科技成长和周期行业可能相对占优：首先，短期处于高位震荡期，政策支持的行业指向科技和反内卷相关的周期、提振内需相关的消费等，产业趋势上行的行业主要集中在人工智能和机器人相关的科技；其次，短期若震荡结束，则近期（2025/8/25-2025/9/19）领涨的强势行业和高景气的行业表现可能偏强，当前指向 TMT、电新、有色金属、机械等行业。

图 13：牛市高位震荡期间，涨幅前十的行业

行业排名	2007/1/10 2007/3/5	2009/11/24 2010/1/11	2015/1/8 2015/3/6	2015/4/28 2015/5/15
1	综合	计算机	计算机	传媒
2	环保	通信	传媒	计算机
3	国防军工	电子	纺织服装	轻工制造
4	纺织服装	美容护理	电子	通信
5	汽车	传媒	轻工制造	纺织服装
6	计算机	石油石化	通信	电子
7	农林牧渔	钢铁	商贸零售	商贸零售
8	电子	社会服务	医药生物	国防军工
9	有色金属	基础化工	农林牧渔	农林牧渔
10	轻工制造	国防军工	社会服务	社会服务
行业排名	2017/11/14 2017/12/27	2020/9/2 2020/12/11	2024/10/8 2025/1/9	
1	石油石化	汽车	综合	
2	房地产	煤炭	电子	
3	银行	电力设备	商贸零售	
4	煤炭	家用电器	通信	
5	食品饮料	钢铁	银行	
6	建筑材料	银行	计算机	
7	交通运输	石油石化	机械设备	
8	农林牧渔	食品饮料	家用电器	
9	公用事业	有色金属	汽车	
10	环保	基础化工	传媒	

资料来源：wind, 华金证券研究所

图 14：高位震荡结束后一个月，涨幅前十的行业

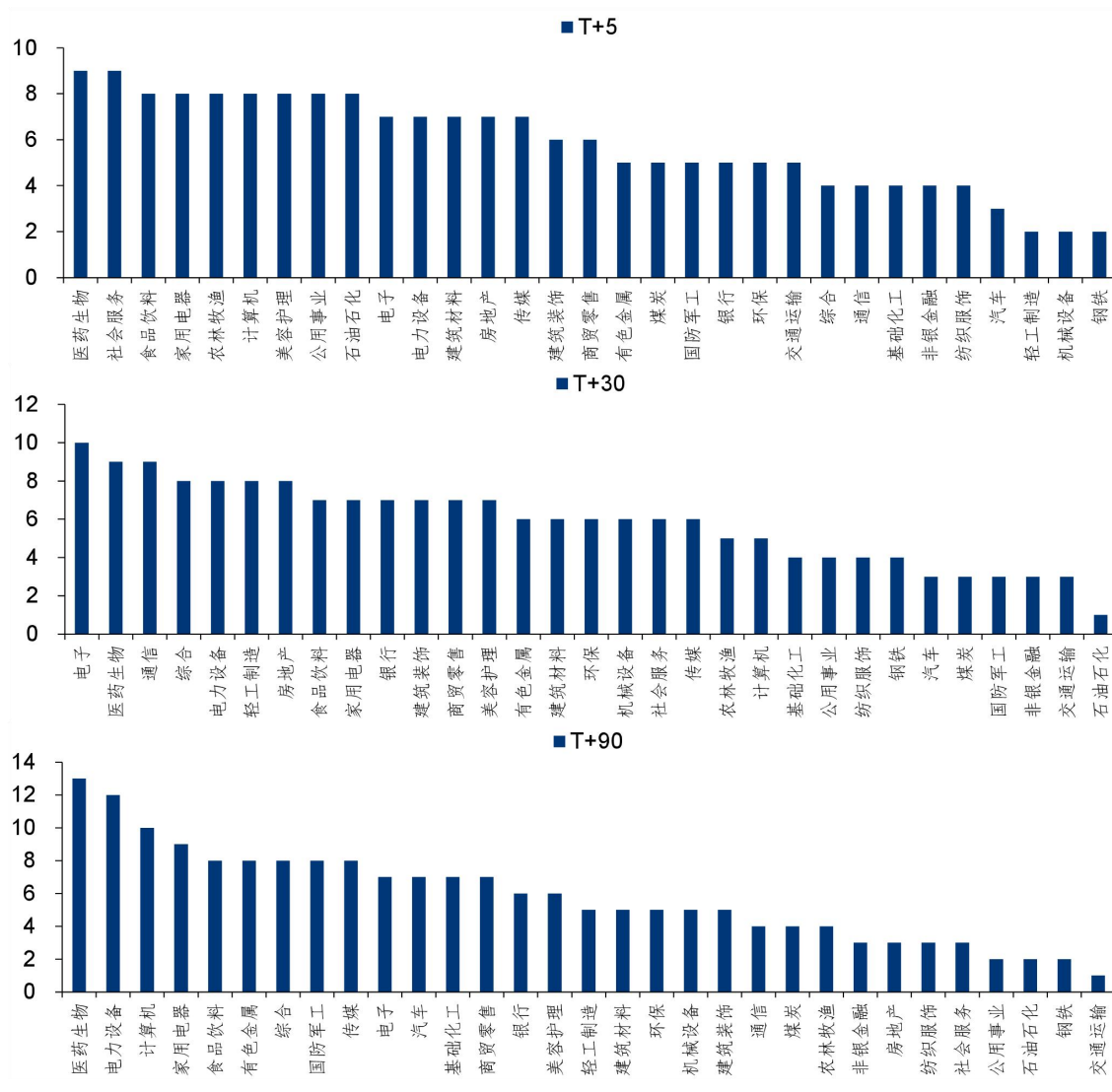
行业排名	2007/3/5 2007/4/5	前期高位震 荡阶段排名	2010/1/11 2010/2/11	前期高位震 荡阶段排名	2015/3/6 2015/4/6	前期高位震 荡阶段排名	2015/5/15 2015/6/15	前期高位震 荡阶段排名
1	综合	1	社会服务	8	计算机	1	综合	12
2	纺织服饰	4	环保	12	电力设备	12	农林牧渔	9
3	美容护理	11	传媒	5	建筑装饰	24	纺织服饰	5
4	环保	2	医药生物	27	轻工制造	5	电子	6
5	建筑材料	17	食品饮料	14	纺织服饰	3	轻工制造	3
6	房地产	27	交通运输	16	交通运输	27	交通运输	28
7	医药生物	13	纺织服饰	17	社会服务	10	钢铁	30
8	建筑装饰	16	综合	28	商贸零售	7	基础化工	15
9	轻工制造	10	计算机	1	建筑材料	21	煤炭	31
10	非银金融	25	农林牧渔	18	机械设备	16	社会服务	10
行业排名	2017/12/27 2018/1/27	前期高位震 荡阶段排名	2020/12/11 2021/1/11	前期高位震 荡阶段排名	2025/1/9 2025/2/9	前期高位震 荡阶段排名		
1	房地产	2	社会服务	17	计算机	6		
2	银行	3	电力设备	3	传媒	10		
3	家用电器	11	国防军工	19	汽车	9		
4	石油石化	1	有色金属	9	机械设备	7		
5	煤炭	4	食品饮料	8	电子	2		
6	社会服务	24	汽车	1	通信	4		
7	食品饮料	5	家用电器	4	有色金属	24		
8	钢铁	16	石油石化	7	社会服务	18		
9	建筑材料	6	美容护理	13	国防军工	14		
10	非银金融	15	基础化工	10	钢铁	19		

资料来源：wind, 华金证券研究所

（二）美联储降息下科技和部分核心资产可能相对占优

美联储降息下科技和部分核心资产可能相对占优。观察 2005 年以来 18 次美联储降息后申万 31 个行业在 T+5、T+30、T+90 交易日内的涨跌幅表现发现：（1）美联储降息下科技和部分核心资产可能相对占优，主要受产业趋势上行、外资流入等因素驱动。一是复盘历史，18 次美联储降息后 T+30 交易日内，电子有 10 次、医药生物有 9 次、通信有 9 次涨幅排名前十，18 次美联储降息后 T+5 交易日内，医药生物有 9 次、社会服务有 9 次、食品饮料有 9 次、家用电器有 8 次涨幅排名前十。二是降息预期美元流出，资金风险偏好提升，对产业趋势向上的行业形成提振，如 2007/11 硬件市场需求回暖下的计算机、2008/11 新能源景气上行下的电力设备、2019/8 云计算产业趋势向上下的计算机等。三是美联储降息流动性宽松下，外资通常流入科技成长、核心资产居多。（2）当前来看，科技和核心资产短期可能表现偏强。一是短期科技产业趋势向上，电子、通信、机器人等行业产业催化密集；二是经济修复和流动性宽松下外资可能流入，科技和核心资产短期可能表现偏强。

图 15：2005 年以来历次美联储降息后 T+5、T+30、T+90 交易日内行业涨幅进入前十次数



资料来源：华金证券研究所，wind（注：T 为交易日）

图 16：2005 年以来历次美联储降息后 T+5 交易日内行业涨跌幅一览

排名	2007/9/18		2007/10/31		2007/12/11		2008/1/22		2008/1/30		2008/3/18	
	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)
1	有色金属	6.7	计算机	4.1	计算机	5.0	食品饮料	-2.1	社会服务	3.9	社会服务	6.9
2	煤炭	6.3	电子	3.1	食品饮料	4.7	农林牧渔	-2.2	交通运输	3.3	房地产	5.7
3	国防军工	4.7	纺织服饰	2.5	医药生物	4.7	社会服务	-2.3	房地产	3.2	环保	5.6
4	石油石化	3.7	农林牧渔	1.5	农林牧渔	3.4	煤炭	-2.7	建筑材料	2.4	综合	3.8
5	基础化工	1.5	综合	1.4	传媒	3.1	通信	-2.9	电力设备	2.1	交通运输	3.5
6	美容护理	0.9	传媒	1.2	轻工制造	2.5	房地产	-3.3	建筑装饰	1.9	农林牧渔	3.0
7	公用事业	0.6	房地产	0.9	美容护理	2.3	家用电器	-3.9	公用事业	1.7	纺织服饰	2.7
8	传媒	0.2	商贸零售	0.8	建筑装饰	1.2	计算机	-4.4	有色金属	1.6	家用电器	2.1
9	房地产	-0.6	轻工制造	0.5	电子	0.5	医药生物	-5.1	环保	1.2	通信	1.8
10	电子	-0.6	环保	0.2	国防军工	0.3	基础化工	-5.3	石油石化	1.1	商贸零售	1.3
排名	2008/4/30		2008/10/8		2008/10/29		2008/12/16		2019/8/1		2019/9/19	
	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)
1	煤炭	10.6	美容护理	-5.5	银行	4.5	社会服务	2.6	农林牧渔	0.1	食品饮料	-0.6
2	电力设备	8.7	房地产	-5.5	建筑材料	2.9	国防军工	2.1	美容护理	-1.7	社会服务	-0.8
3	医药生物	8.5	建筑装饰	-5.5	家用电器	2.2	电力设备	1.8	食品饮料	-2.8	商贸零售	-1.7
4	计算机	8.3	公用事业	-5.8	公用事业	1.8	商贸零售	1.7	医药生物	-2.9	医药生物	-2.1
5	传媒	7.6	医药生物	-6.2	建筑装饰	-0.3	传媒	1.6	银行	-3.5	建筑材料	-2.2
6	石油石化	7.0	电力设备	-6.2	食品饮料	-0.6	计算机	1.3	公用事业	-3.5	交通运输	-2.3
7	基础化工	6.4	石油石化	-9.0	石油石化	-1.0	建筑材料	0.7	纺织服饰	-3.7	家用电器	-2.4
8	农林牧渔	6.0	传媒	-10.1	煤炭	-1.2	煤炭	-0.1	社会服务	-4.6	非银金融	-2.7
9	国防军工	5.9	计算机	-10.3	美容护理	-1.5	家用电器	-0.6	电子	-4.9	公用事业	-2.8
10	机械设备	5.4	家用电器	-10.7	有色金属	-1.7	食品饮料	-0.6	建筑材料	-4.9	美容护理	-2.8
排名	2019/10/31		2020/3/3		2020/3/16		2024/9/19		2024/11/8		2024/12/19	
	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)
1	医药生物	3.9	农林牧渔	5.2	美容护理	-4.3	房地产	-0.8	家用电器	-0.8	电子	4.6
2	建筑材料	3.5	通信	4.5	医药生物	-4.4	非银金融	-1.4	通信	-1.4	银行	2.8
3	银行	3.4	食品饮料	4.4	公用事业	-4.5	钢铁	-1.9	计算机	-1.9	家用电器	1.8
4	食品饮料	2.4	纺织服饰	4.0	商贸零售	-4.8	商贸零售	-2.1	石油石化	-2.1	汽车	0.4
5	非银金融	2.2	医药生物	3.2	建筑装饰	-6.0	综合	-2.4	汽车	-2.4	非银金融	0.2
6	电子	2.1	社会服务	3.0	钢铁	-6.1	建筑装饰	-2.6	社会服务	-2.6	国防军工	0.2
7	汽车	1.9	电力设备	2.9	农林牧渔	-6.4	社会服务	-2.6	电力设备	-2.6	机械设备	0.1
8	电力设备	1.3	交通运输	2.3	环保	-6.4	计算机	-2.7	综合	-2.7	石油石化	-0.1
9	基础化工	1.2	环保	2.0	传媒	-6.4	美容护理	-3.3	电子	-3.3	交通运输	-0.9
10	有色金属	1.2	公用事业	1.8	石油石化	-6.8	建筑材料	-3.4	银行	-3.4	有色金属	-1.0

资料来源：华金证券研究所，wind（注：T 为交易日）

图 17：2005 年以来历次美联储降息后 T+30 交易日内行业涨跌幅一览

排名	2007/9/18		2007/10/31		2007/12/11		2008/1/22		2008/1/30		2008/3/18	
	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)
1	银行	10.6	计算机	11.2	美容护理	31.8	环保	1.3	环保	-9.1	银行	15.5
2	石油石化	8.7	医药生物	10.2	通信	27.4	纺织服饰	-0.9	纺织服饰	-9.4	煤炭	2.6
3	通信	2.8	电子	10.1	家用电器	25.9	轻工制造	-1.3	综合	-12.5	农林牧渔	2.4
4	基础化工	-0.6	商贸零售	7.2	计算机	20.8	医药生物	-1.6	医药生物	-13.0	钢铁	0.8
5	食品饮料	-1.2	环保	6.7	轻工制造	14.8	综合	-1.9	电子	-13.2	家用电器	-0.6
6	房地产	-2.0	轻工制造	6.4	医药生物	14.5	食品饮料	-2.3	建筑装饰	-13.3	交通运输	-1.2
7	美容护理	-3.3	电力设备	5.8	电子	13.4	电子	-3.1	社会服务	-13.6	通信	-2.2
8	有色金属	-5.9	综合	4.7	食品饮料	13.2	电力设备	-3.1	轻工制造	-13.9	建筑装饰	-2.6
9	国防军工	-6.8	传媒	3.8	建筑装饰	12.8	计算机	-3.4	电力设备	-14.4	商贸零售	-3.9
10	机械设备	-8.2	纺织服饰	3.7	电力设备	11.5	商贸零售	-3.4	房地产	-14.5	房地产	-5.3
排名	2008/4/30		2008/10/8		2008/10/29		2008/12/16		2019/8/1		2019/9/19	
	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)
1	医药生物	-11.4	建筑装饰	10.6	电力设备	51.2	煤炭	21.3	计算机	15.6	银行	9.0
2	基础化工	-12.0	建筑材料	10.1	有色金属	40.2	建筑材料	21.0	传媒	9.4	农林牧渔	6.3
3	公用事业	-14.6	美容护理	4.9	环保	37.9	机械设备	20.2	医药生物	9.3	医药生物	5.7
4	通信	-15.7	环保	0.4	农林牧渔	35.5	汽车	19.6	通信	9.1	建筑材料	3.0
5	计算机	-16.1	通信	0.2	通信	35.4	有色金属	19.2	国防军工	8.3	食品饮料	1.6
6	煤炭	-16.5	银行	-0.2	电子	34.9	非银金融	17.3	美容护理	7.3	轻工制造	0.3
7	钢铁	-17.6	公用事业	-0.8	房地产	33.9	社会服务	16.4	有色金属	6.4	电子	0.2
8	商贸零售	-17.7	医药生物	-1.2	家用电器	33.8	电子	15.8	电力设备	6.2	美容护理	-0.5
9	建筑装饰	-18.0	机械设备	-1.7	轻工制造	33.3	轻工制造	15.3	食品饮料	6.0	房地产	-0.7
10	机械设备	-18.6	房地产	-1.9	建筑装饰	33.2	电力设备	14.9	非银金融	5.4	综合	-1.7
排名	2019/10/31		2020/3/3		2020/3/16		2024/9/19		2024/11/8		2024/12/19	
	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)
1	建筑材料	6.9	食品饮料	6.6	食品饮料	13.0	非银金融	7.2	综合	7.2	汽车	6.8
2	家用电器	4.8	农林牧渔	5.7	医药生物	9.6	房地产	7.1	传媒	7.1	电子	6.3
3	有色金属	3.8	美容护理	2.3	农林牧渔	7.5	电子	6.3	纺织服饰	6.3	有色金属	4.5
4	汽车	3.5	商贸零售	1.7	建筑材料	6.1	商贸零售	3.7	通信	3.7	机械设备	4.3
5	钢铁	2.9	建筑材料	-2.4	商贸零售	2.8	建筑装饰	1.0	电子	1.0	通信	3.9
6	电力设备	2.8	钢铁	-3.1	社会服务	-0.3	综合	1.0	轻工制造	1.0	银行	1.4
7	基础化工	2.1	公用事业	-3.1	公用事业	-2.7	社会服务	0.4	机械设备	0.4	家用电器	1.2
8	综合	1.6	社会服务	-3.6	银行	-3.3	美容护理	0.4	社会服务	0.4	传媒	-1.2
9	传媒	1.5	交通运输	-4.9	交通运输	-3.9	国防军工	0.3	家用电器	0.3	基础化工	-2.1
10	房地产	1.1	环保	-5.0	家用电器	-4.0	传媒	-0.2	银行	-0.2	综合	-2.4

资料来源：华金证券研究所，wind（注：T 为交易日）

图 18：2005 年以来历次美联储降息后 T+90 交易日内行业涨跌幅一览

排名	2007/9/18		2007/10/31		2007/12/11		2008/1/22		2008/1/30		2008/3/18	
	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)
1	美容护理	17.3	计算机	18.8	美容护理	-5.9	煤炭	-22.7	煤炭	-32.3	银行	-14.3
2	农林牧渔	16.1	电子	12.6	家用电器	-6.7	医药生物	-23.2	石油石化	-33.0	医药生物	-15.2
3	计算机	8.6	医药生物	12.4	通信	-10.0	商贸零售	-25.2	医药生物	-33.3	建筑装饰	-16.1
4	食品饮料	2.3	轻工制造	9.1	建筑装饰	-13.0	食品饮料	-27.0	银行	-34.1	通信	-17.2
5	电力设备	2.3	电力设备	6.5	煤炭	-13.7	基础化工	-27.7	钢铁	-34.3	石油石化	-19.2
6	家用电器	-1.6	综合	5.5	轻工制造	-14.0	电力设备	-28.3	非银金融	-34.6	基础化工	-19.3
7	基础化工	-1.8	家用电器	4.3	医药生物	-14.3	银行	-28.3	建筑装饰	-35.3	商贸零售	-19.8
8	医药生物	-3.3	环保	4.2	计算机	-14.3	建筑装饰	-28.5	商贸零售	-36.1	食品饮料	-20.4
9	国防军工	-6.0	纺织服饰	2.9	食品饮料	-14.8	环保	-28.7	基础化工	-36.8	电力设备	-21.5
10	电子	-8.3	商贸零售	-0.1	电力设备	-16.7	纺织服饰	-28.9	公用事业	-37.6	计算机	-22.1
排名	2008/4/30		2008/10/8		2008/10/29		2008/12/16		2019/8/1		2019/9/19	
	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)
1	食品饮料	-34.7	电力设备	65.4	有色金属	75.2	煤炭	81.2	计算机	13.1	传媒	13.7
2	医药生物	-34.8	国防军工	51.1	国防军工	74.4	建筑材料	78.9	医药生物	10.3	医药生物	13.7
3	公用事业	-35.1	有色金属	45.3	电力设备	71.2	有色金属	74.7	建筑材料	9.8	计算机	13.5
4	建筑装饰	-36.4	医药生物	39.2	汽车	70.6	国防军工	73.3	家用电器	9.6	综合	13.0
5	基础化工	-37.9	汽车	35.7	综合	59.9	综合	62.2	传媒	9.1	建筑材料	12.2
6	银行	-37.9	环保	34.9	机械设备	57.1	家用电器	57.5	食品饮料	7.9	电力设备	11.8
7	计算机	-39.8	家用电器	34.7	环保	55.8	社会服务	55.8	美容护理	3.6	汽车	6.2
8	传媒	-40.8	机械设备	33.3	电子	55.4	房地产	55.4	综合	3.5	家用电器	5.8
9	电力设备	-41.6	房地产	32.4	社会服务	55.4	电子	55.2	银行	3.0	基础化工	4.2
10	交通运输	-42.1	电子	31.6	房地产	51.2	机械设备	53.6	轻工制造	2.4	有色金属	1.6
排名	2019/10/31		2020/3/3		2020/3/16		2024/9/19		2024/11/8		2024/12/19	
	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)	行业	涨跌幅 (%)
1	建筑材料	16.9	食品饮料	57.1	食品饮料	51.0	电子	8.3	汽车	8.3	汽车	7.4
2	通信	16.7	美容护理	51.3	美容护理	47.3	传媒	7.0	银行	7.0	机械设备	6.3
3	计算机	14.0	医药生物	44.0	医药生物	43.7	综合	4.4	家用电器	4.4	有色金属	4.6
4	电力设备	13.8	商贸零售	40.7	商贸零售	26.8	商贸零售	2.7	纺织服饰	2.7	美容护理	2.3
5	综合	10.6	农林牧渔	24.9	国防军工	26.6	通信	2.0	综合	2.0	家用电器	1.5
6	传媒	5.8	电力设备	23.7	建筑材料	23.6	机械设备	0.9	传媒	0.9	国防军工	0.7
7	医药生物	5.5	传媒	22.6	有色金属	22.4	社会服务	0.6	有色金属	0.6	农林牧渔	-0.5
8	汽车	4.9	国防军工	18.0	电力设备	21.9	汽车	0.2	钢铁	0.2	基础化工	-0.7
9	国防军工	4.7	轻工制造	15.2	农林牧渔	21.3	非银金融	0.1	电子	0.1	环保	-1.2
10	有色金属	3.6	非银金融	14.6	传媒	20.2	轻工制造	-0.2	计算机	-0.2	计算机	-1.6

资料来源：华金证券研究所，wind（注：T 为交易日）

（三）日历效应下节前消费和成长短期可能相对占优

消费和成长行业短期可能占优。一是复盘历史，国庆前 10 个交易日，消费和成长行业可能占优：首先是消费行业可能占优，国庆长假带来的消费需求（旅游、餐饮、购物和医美等）或使资金提前进入相关行业，如 2015 年和 2019 年的社服、2017-2019 年和 2021-2022 年的食品饮料、2016 年的家电；其次是成长行业可能占优，如 2015 年的计算机和传媒，2017 年的通信，2020 年的国防军工，2022 年的医药生物，2023 年的医药生物和传媒。二是当前来看，首先，消费中的社服（旅游、免税、酒店等）、零售、食品饮料等行业或受益于节前资金提前布局；其次，成长行业中的计算机，通信和军工等国庆假期前可能占优。

图 19：近十年 A 股国庆前 10 个交易日，涨幅靠前的行业

行业排名	2015	2016	2017	2018	2019
1	计算机	煤炭	通信	食品饮料	食品饮料
2	传媒	家用电器	食品饮料	银行	银行
3	社会服务	房地产	汽车	非银金融	社会服务
4	汽车	商贸零售	电子	社会服务	医药生物
5	环保	美容护理	家用电器	汽车	美容护理
6	国防军工	汽车	美容护理	煤炭	交通运输
7	通信	纺织服饰	商贸零售	交通运输	纺织服饰
8	电力设备	医药生物	国防军工	钢铁	家用电器
9	美容护理	建筑材料	医药生物	家用电器	商贸零售
10	轻工制造	机械设备	电力设备	石油石化	建筑材料
行业排名	2020	2021	2022	2023	2024
1	国防军工	食品饮料	食品饮料	医药生物	房地产
2	美容护理	农林牧渔	煤炭	传媒	非银金融
3	电力设备	公用事业	医药生物	机械设备	美容护理
4	非银金融	美容护理	商贸零售	通信	计算机
5	医药生物	社会服务	银行	商贸零售	食品饮料
6	家用电器	医药生物	交通运输	综合	社会服务
7	社会服务	房地产	综合	汽车	建筑材料
8	电子	电力设备	电力设备	电子	商贸零售
9	煤炭	家用电器	社会服务	纺织服饰	传媒
10	汽车	环保	环保	轻工制造	钢铁

资料来源：wind, 华金证券研究所

（四）当前电力设备、汽车、传媒、电子等行业估值性价比较高

全行业中的食品饮料、公用事业、美容护理等估值性价比较高，补涨可能性较大。涨跌幅来看，4/8 以来涨幅靠后的行业有食品饮料、银行、公用事业、煤炭等；估值角度来看，目前预测 PE 历史分位数较低的有食品饮料、非银金融、美容护理、房地产等。

图 20：全行业估值性价比筛选

行业	涨跌幅 (%)	基本面		估值		情绪			
		预期营收 增速 (%)	中报营收 增速 (%)	预测PE	预测PE历史 分位数 (%)	成交额占 万得全A 比 (%)	成交额占 比历史分 位数 (%)	换手率 (%)	换手率历史 分位数 (%)
食品饮料	1.0%	5.7	-0.9	20.7	17.3%	1.9%	78.9%	1.2%	0.0%
银行	5.5%	0.5	0.8	6.9	90.7%	0.4%	96.7%	1.3%	17.1%
公用事业	8.7%	2.0	1.5	17.2	56.3%	1.7%	89.8%	1.5%	17.4%
煤炭	9.9%	-9.4	-32.3	15.0	99.7%	2.7%	96.0%	0.5%	6.7%
交通运输	11.9%	2.6	2.1	16.1	56.6%	1.6%	98.8%	1.2%	5.3%
石油石化	12.4%	-1.2	-14.5	11.0	71.3%	0.6%	86.8%	0.4%	0.7%
家用电器	18.0%	8.2	12.9	15.5	59.1%	4.4%	98.7%	2.0%	84.2%
美容护理	19.2%	12.0	-15.3	31.8	30.8%	2.6%	79.3%	0.2%	0.7%
农林牧渔	19.4%	7.9	182.3	25.4	47.7%	2.9%	88.9%	0.8%	3.0%
钢铁	19.9%	-0.8	157.2	26.2	80.7%	1.9%	84.8%	0.5%	14.6%
社会服务	20.6%	10.5	-9.4	51.8	55.2%	5.9%	97.6%	0.9%	38.0%
建筑装饰	21.3%	2.3	-6.6	10.7	97.8%	2.9%	98.6%	1.5%	19.8%
纺织服饰	21.7%	2.7	-8.7	30.3	71.4%	4.6%	99.5%	0.6%	24.3%
非银金融	22.3%	9.3	18.4	13.0	20.4%	2.3%	95.4%	3.9%	61.6%
环保	24.1%	7.6	-4.0	31.5	98.2%	2.7%	96.3%	0.7%	27.2%
建筑材料	24.6%	2.1	43.8	26.4	94.5%	2.6%	92.9%	0.6%	11.3%
房地产	24.8%	-9.0	-244.5	-11.0	33.0%	3.7%	96.8%	1.4%	36.8%
商贸零售	27.0%	0.4	-19.6	43.8	62.9%	4.5%	96.6%	1.3%	44.9%
轻工制造	28.3%	6.8	-24.2	41.3	97.3%	4.5%	99.3%	1.0%	12.5%
国防军工	29.9%	30.4	-8.6	71.6	78.3%	2.9%	90.7%	2.3%	26.0%
基础化工	31.2%	9.2	2.4	26.5	88.8%	3.3%	99.1%	3.9%	31.0%
汽车	32.1%	13.8	-0.2	26.5	33.4%	5.1%	99.5%	6.3%	84.5%
医药生物	32.3%	5.7	-3.8	41.5	86.1%	2.8%	90.5%	4.9%	11.8%
计算机	36.7%	13.0	40.8	88.1	85.1%	5.9%	93.0%	8.7%	60.3%
机械设备	42.7%	8.8	19.1	38.3	94.9%	4.9%	99.3%	8.7%	93.7%
传媒	46.0%	9.0	28.8	44.2	60.8%	4.2%	85.3%	2.3%	24.3%
有色金属	49.7%	9.4	36.6	20.3	70.0%	3.7%	95.3%	4.1%	39.7%
电力设备	54.5%	12.1	6.8	41.1	72.8%	5.3%	99.6%	10.4%	84.8%
电子	61.7%	20.0	31.1	59.3	94.3%	5.6%	98.6%	19.8%	98.9%
综合	64.7%	-0.9	390.5	2,565.7	96.5%	3.5%	94.8%	0.2%	36.4%
通信	89.4%	6.1	7.6	24.4	77.0%	3.2%	89.5%	5.8%	91.3%

资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据截至 2025/9/18，涨跌幅自 2025/4/8 开始计算，历史分位数从 2021 年开始计算）

当前成长一级行业中的电力设备、汽车、传媒、计算机估值性价比较高。成长一级主要从预测 PEG 的角度筛选，当前电力设备、汽车、传媒、计算机预测 PEG 较低，分别为 0.59、0.90、0.90、1.20。

图 21：成长一级行业估值性价比筛选

行业	涨跌幅 (%)	基本面	估值		情绪			
		预期营收增速 (%)	预测PEG	预测PEG历史分位数 (%)	成交额占万得全A比 (%)	成交额占比历史分位数 (%)	换手率 (%)	换手率历史分位数 (%)
电力设备	14.2%	12.1%	0.59	34.1%	10.4%	84.8%	5.3%	99.6%
汽车	5.1%	13.8%	0.90	56.0%	6.3%	84.5%	5.1%	99.5%
传媒	3.9%	9.0%	0.90	45.5%	2.3%	24.3%	4.2%	85.3%
计算机	-3.1%	13.0%	1.20	37.0%	8.7%	60.3%	5.9%	93.0%
电子	9.1%	20.0%	1.21	64.0%	19.8%	98.9%	5.6%	98.6%
国防军工	-10.3%	30.4%	1.27	48.9%	2.3%	26.0%	2.9%	90.7%
机械设备	4.4%	8.8%	1.53	84.6%	8.7%	93.7%	4.9%	99.3%
医药生物	-2.3%	5.7%	1.64	78.3%	4.9%	11.8%	2.8%	90.5%
通信	7.3%	6.1%	1.84	85.3%	5.8%	91.3%	3.2%	89.5%

资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据截至 2025/9/18，涨跌幅自 2025/8/26 开始计算，历史分位数从 2021 年开始计算，预测 PEG 基于 2025 年报计算）

当前成长二级行业中的风电设备、IT 服务、光学光电子、商用车估值性价比较高。成长二级主要从 PEG 的角度筛选，当前风电设备、IT 服务、光学光电子、商用车 PEG 较低，分别为 0.48、0.49、0.51、0.57。

图 22：成长二级行业估值性价比筛选

行业	涨跌幅 (%)	基本面	估值		情绪			
		预期营收增速 (%)	预测PEG	预测PEG历史分位数 (%)	成交额占万得全A比 (%)	成交额占比历史分位数 (%)	换手率 (%)	换手率历史分位数 (%)
电视广播 II	-0.2%	1.7%	-8.46	12.5%	0.2%	53.3%	4.3%	95.6%
风电设备	5.8%	36.4%	0.48	37.2%	0.7%	73.6%	9.1%	99.7%
IT服务 II	-4.2%	11.1%	0.49	8.3%	3.3%	64.1%	7.3%	95.1%
光学光电子	0.9%	11.2%	0.51	48.2%	2.0%	64.6%	4.6%	98.3%
商用车	1.8%	13.4%	0.57	60.1%	0.3%	30.7%	2.2%	63.8%
航海装备 II	-10.1%	13.1%	0.58	64.6%	0.3%	42.3%	3.5%	98.4%
乘用车	-2.4%	17.0%	0.61	7.0%	0.8%	18.1%	1.8%	81.4%
软件开发	-4.7%	10.9%	0.70	23.5%	3.3%	57.4%	4.9%	88.8%
工程机械	1.5%	11.8%	0.78	74.9%	0.5%	57.7%	2.3%	91.9%
广告营销	-5.5%	10.9%	0.78	54.4%	0.4%	6.6%	4.3%	84.0%
电池	24.0%	21.4%	0.80	54.5%	4.4%	91.5%	7.0%	99.0%
军工电子 II	-7.2%	102.1%	0.87	27.3%	1.0%	46.4%	3.8%	89.7%
游戏 II	15.6%	19.2%	0.89	39.1%	1.0%	53.0%	5.4%	84.4%
其他电源设备 II	-0.8%	11.8%	0.92	55.2%	0.7%	53.0%	3.7%	87.6%
元件	20.2%	22.9%	0.94	53.7%	2.8%	95.9%	6.7%	99.3%
出版	-9.5%	0.3%	0.99	29.2%	0.2%	25.0%	1.8%	64.0%
生物制品	-2.9%	12.4%	1.02	52.1%	0.6%	21.8%	2.0%	90.9%
通信设备	11.6%	18.0%	1.04	49.9%	4.7%	94.4%	7.3%	99.0%
电网设备	2.3%	9.5%	1.04	50.7%	1.4%	36.0%	3.8%	96.3%
医疗服务	1.4%	7.2%	1.08	15.2%	1.0%	31.8%	3.9%	97.4%
医药商业	-1.6%	4.1%	1.18	61.1%	0.3%	29.0%	2.9%	93.0%
其他电子 II	5.4%	19.9%	1.18	75.5%	0.7%	61.6%	7.6%	94.2%
消费电子	13.4%	25.0%	1.32	98.6%	4.0%	97.1%	5.5%	98.6%
汽车零部件	8.8%	10.7%	1.38	86.7%	4.9%	95.4%	6.8%	99.9%
半导体	7.1%	15.7%	1.39	56.4%	9.5%	99.5%	6.4%	97.4%
计算机设备	0.9%	17.1%	1.50	75.5%	2.2%	66.1%	5.2%	95.3%
轨交设备 II	-3.6%	7.9%	1.56	38.2%	0.2%	41.9%	1.2%	89.6%
中药 II	-5.3%	4.0%	1.59	41.8%	0.5%	1.5%	2.6%	84.9%
自动化设备	11.0%	14.8%	1.66	80.7%	2.2%	96.2%	6.8%	97.7%
通用设备	4.3%	5.3%	1.80	88.9%	3.4%	92.4%	8.0%	99.2%
专用设备	2.4%	8.7%	1.94	94.1%	2.4%	73.2%	5.1%	98.7%
医疗器械	-2.8%	8.3%	2.10	77.9%	0.9%	14.3%	2.8%	88.4%
化学制药	-2.3%	6.4%	2.17	99.5%	1.7%	29.5%	2.7%	87.1%
航空装备 II	-10.8%	13.0%	2.23	68.9%	0.6%	15.1%	2.0%	72.2%
数字媒体	-1.1%	3.2%	2.30	88.8%	0.1%	6.8%	3.1%	57.6%
电机 II	20.3%	8.1%	2.66	94.4%	1.3%	99.8%	13.0%	99.9%
地面兵装 II	-20.0%	38.9%	2.77	83.0%	0.2%	60.0%	3.5%	85.4%
汽车服务	1.7%	-10.2%	2.87	81.9%	0.2%	69.6%	7.5%	99.7%
航天装备 II	-8.2%	8.1%	4.59	81.1%	0.1%	41.1%	2.2%	76.3%
影视院线	-0.4%	22.0%	#N/A	36.7%	0.4%	49.1%	5.4%	90.1%
光伏设备	11.4%	-1.3%	#N/A	13.8%	2.0%	35.3%	3.9%	91.3%

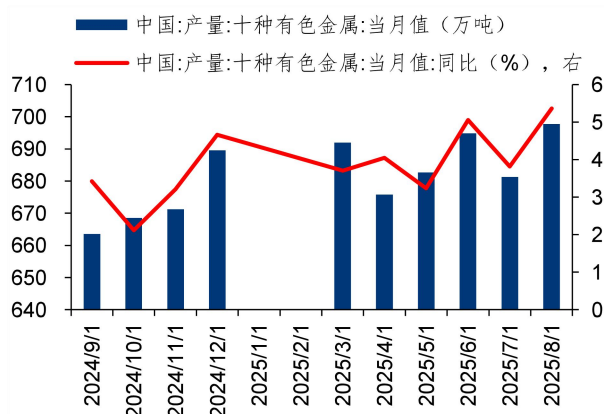
资料来源：华金证券研究所，wind（注：数据截至 2025/9/18，涨跌幅自 2025/8/26 开始计算，历史分位数从 2021 年开始计算，预测 PEG 基于 2025 年报计算）

（五）短期继续逢低配置科技成长、部分核心资产和周期等行业

短期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）、通信（算力）、机械（机器人）、有色金属（稀有金属、贵金属）、传媒（游戏）、计算机（AI 应用）等行业。（1）电子：一是 8 月智能手机产量回升，8 月同比增长 3.2%，环比增长 6.4%；二是 Meta Connect 2025 于北京时间 9 月 18 日正式召开，扎克伯格进行了主题演讲，Meta 首款带屏的消费级 AR 眼镜 Ray-Ban Meta Display 智能眼镜高调亮相；三是央视画面披露，阿里旗下平头哥 PPU 芯片在部分重要参数上比肩英伟达的 H20 芯片，并超过 A800 芯片。（2）通信：9 月 18 日至 20 日，华为全联接大会 2025 落地上海，华为云 Cloud Device 将发布全新产品场景方案、产业生态组织，

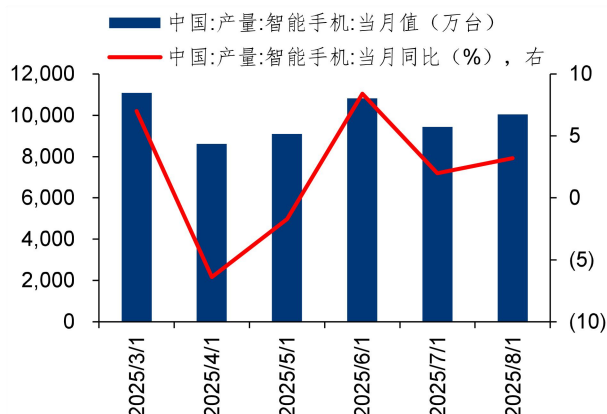
推动新一代云终端产业深度协同与创新共振。(3) 机械设备：9月17日，海康机器人 2025 移动机器人产品发布会·生态产品专场重磅召开，发布会聚焦工业物流自动化深化进程中的核心挑战，发布三款全新生态产品。(4) 有色金属：国家统计局公布数据显示，8月有色金属冶炼和压延加工业同比增长 9.1%，十种有色金属产量为 698 万吨，同比增长 3.8%。(5) 传媒：2025 年 9 月 29 日-30 日，2025 全球数字经济大会第二届北京数字人才发展大会将在北京市中关村国家自主创新示范区会议中心隆重举行，以“产业为根·数智赋能·融合共生”为主题。(6) 计算机：一是 2025 第五届人工智能、自动化与高性能计算国际会议（AIAHPC 2025）将于 2025 年 9 月 19-21 日在中国·合肥召开；二是 2025 云栖大会将于 9 月 24 日至 26 日在杭州举行，将探讨 AI、云计算与产业应用的最新趋势，并发布核心技术和新产品。

图 23：8 月十种有色金属产量回升



资料来源：华金证券研究所，wind

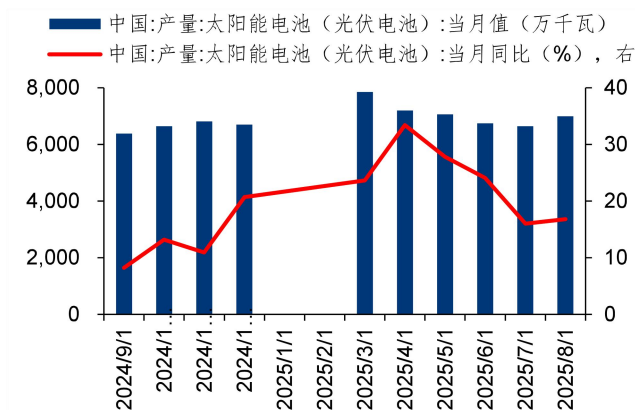
图 24：8 月智能手机产量回升



资料来源：华金证券研究所，wind

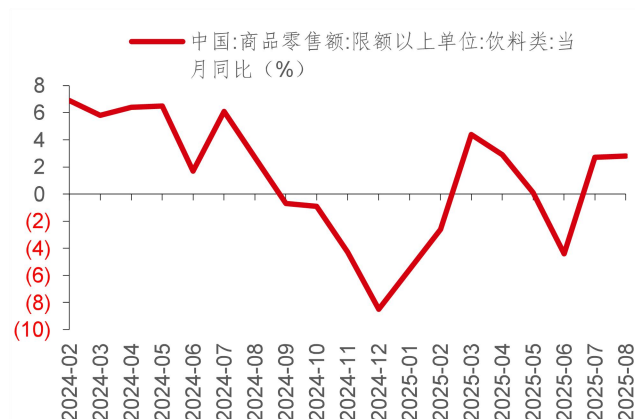
短期建议继续均衡配置基本面可能边际改善和补涨的电新（固态电池、储能、风电）、创新药、新消费、食品、军工等行业。(1) 电新：一是 8 月光伏电池产量回升，8 月光伏电池产量同比增长 16.8%，环比增长 5.2%；二是 9 月 16 日至 18 日，全球储能领域年度盛会——2025 世界储能大会在“中国新能源电池之都”召开，以“储能新纪元 零碳启未来”为主题，推动能源革命持续注入强劲动能；三是 2025 中国电力企业数智化大会定于 2025 年 9 月 23-25 日在杭州召开，以新质生产力数智化转型，赋能电力行业高质量发展。(2) 创新药：一是第四届智慧医疗与康复大会暨第七届脑机接口论坛将于 9 月 18-20 日在上海举行；二是“中国生物制造科技创新论坛”将于 2025 年 9 月 24 日至 26 日在湖南举行。(3) 新消费：商务部称，将在约 50 城开展消费新业态、新模式、新场景试点建设，增加优质消费供给，创新和丰富多元化消费场景，推动新的消费业态不断涌现、消费活力进一步提升。(4) 食品：一是饮料零售额同比增速回升，8 月饮料类零售额同比增速达 2.8%；二是 2025 年 9 月 19-21 日“新质生产力赋能食品产业高质量发展大会”将召开，会议将聚焦食品产业的转型升级与高质量发展。(5) 军工：2025 年空军航空开放活动和长春航空展将于 9 月 19 日至 23 日在长春国际航空博览城举办，打造一场集国之重器展示、航空文化传播、产业生态聚合、全民科普体验于一体的空天盛会。

图 25：8 月光伏电池产量回升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 26：饮料零售额同比增速回升



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