

策略周评 20250921

四季度胜负手，可能是哪些方向？

2025 年 09 月 21 日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

8 月，大盘升至 3800 点，AI 上游算力硬件主线出现加速。但 9 月后，沪指于高位震荡蓄势，主线板块也同步进入整固期。展望四季度，市场对行情的判断依然有较大分歧——是延续前期科技硬件的主线逻辑继续攻坚，还是进行结构切换？历史经验表明，四季度市场往往会进行结构性切换，前几个季度上涨的主线延续跑赢的概率较低。我们认为，胜负手可能来自两个方向，一是顺周期板块，二是低位科技分支。

■ 四季度市场的胜负手往往非前三季度的主线

主线风险收益比下降，存在切换需求。本轮趋势行情中市场高度结构化，多头和杠杆集中于 AI 上游算力硬件龙头，导致少量个股对大盘影响放大。若量能充沛，则上述方向有望共振大盘续创新高；若市场进入缩量，则高杠杆方向“多杀多”风险加剧。因此，由于多头拥挤、主线不确定性放大，追涨的胜率和赔率都出现下降，此时资金更可能流向性价比更高的方向。

从过往的季节效应来看，四季度资金风格通常会迎来切换。以 2010 年至 2024 年共 15 年的行情经验来看，当年前三季度涨幅靠前的行业，在四季度的涨幅排名通常靠后。资金在四季度的切换更多体现了“稳”的特征，过去十五年，金融、稳定风格在四季度跑赢万得全 A 的概率更高，达到了 53%，对应银行、家用电器等行业的超额收益胜率较高，达到了 60%。这综合体现市场的结构发生了切换，市场参与者选择对前期盈利的板块进行获利了结，并在四季度调仓进入偏防御性的板块以稳定当年收益率。

从机构博弈视角来看，主线板块收益在四季度可能被兑现。四季度作为全年业绩定调的关键阶段，机构的核心诉求会从赚取超额收益转向锁定既有盈利、规避排名波动风险——前期主线经过持续上涨后，不仅积累了可观的涨幅，更因资金长期集中形成较高的交易拥挤度，风险收益比下降，成为机构眼中需兑现的收益筹码。当部分机构投资者先行离场，持筹机构将面临双重压力，一是持仓市值被动缩水导致绝对收益下降，二是与先行机构的相对收益差距拉大。在同业排名竞争的强约束下，“他人兑现即自身受损”的现实，会迫使更多机构跟风兑现、锁定收益，放弃对主线的坚守。

■ 四季度的胜负手来自顺周期和低位科技分支

➤ 顺周期风格进入交易窗口期

从历史经验来看，若经济乐观预期发酵，则四季度是顺周期风格的配置窗口。典型的年份如 2015-2017 年（供给侧改革+棚改货币化刺激需求，经济走强）、2020 年（海外需求回暖带动我国经济复苏）、2022 年（经济回归常态化后市场预期需求将强劲复苏），在这些年份的四季度中，消费风格均有超额收益，而成长风格多数跑输全 A。

“经济复苏节奏放缓——政策加码预期升温——经济预期改善”的传导逻辑将成为四季度顺周期行情开展的重要催化剂。近期的经济数据显示，基本面在三季度承压。投资增速延续下滑，8 月固投累计同比增速回落至 0.5%。其中制造业投资累计同比增速放缓，表明设备更新的带动效应边际减弱，同时房地产景气度仍待改善。消费复苏力度偏弱，8 月社零当月同比增速从 7 月的 3.7% 降至 3.4%，结构上非国补品类成为主要支撑。年中政治局会议指出“宏观政策要持续发力、适时加力”，在 8 月数据承压的背景下，经济对稳增长诉求提升，市场对于政策刺激的想象空间也再度打开。四季度政治局会议以及中央经济工作会议召开后，相关逆周期调节政策有望出台，叠加前期反内卷推进，经济供需格局有望改善、进而改善市场对来年经济的预期，推动顺周期行情的开展。

当前顺周期方向依然处于拐点交易的阶段，具备赔率空间。反内卷政策落地以来，部分投资者担忧政策效果难以验证，倾向于去做胜率交易，即等待价格反弹信号明确出现才行动。但事实上，我们认为当下理应更加聚焦赔率交易。当前市场仍处于“PPI 拐点→ROE 上行”间的拐点交易阶段，中短期无法证伪、具备想象空间。

相关研究

《把握 AI 交易扩散机会——ETF 主观配置策略月报（七）》

2025-09-18

《黄金，短期见顶了吗？》

2025-09-17

► 科技风格内部将迎来高切低

在前期的报告《AI 行情扩散看什么方向？》、《牛市二阶段：聚焦 AI 应用的赔率交易》中我们强调，追入涨幅累积较厚的上游算力硬件风险收益比并不高，而基于产业趋势确定性和赔率思维，在 AI 产业链中相对滞涨的分支“另开一桌”将是不错的思路。

一是可以关注中上游的存储、AIDC 相关配套设施。1) 存储方向受益于供需缺口、产品价格有望持续上涨。供给端来看，一方面美光、三星等海外大厂削减中低端产能，将资源集中于更为高端的 HBM 等大容量存储产品。这显著提振中低端产品价格，同时为国产替代提供机遇；从需求增量看，AI 应用推动数据中心等存储需求增长，同时伴随算力芯片需求景气，HBM 等高性能存储产品出货动能增强。在供需共振下，国内存储模组、主控芯片等价格均存上涨预期。2) AIDC 相关配套环节受益于国内云厂商资本开支高增，中期景气确定。我国 AI 基建尚处早期，阿里最新业绩会显示的“过去四个季度已累计投入超过 1000 亿元用于 AI 相关基建与产品开发”初步验证资本开支落地节奏，此外阿里近期发行约 32 亿美元可转债，其中约 80% 将被分配用于增强云基础设施，亦体现其对于 AI 投入的积极态度，伴随腾讯、字节、运营商等跟进推动算力基建，中游 AIDC 建设、柴发、电源等分支中期景气可期。

二是可以关注下游 AI 应用。本轮 AI 行情中，下游应用滞涨的核心原因在于短期确定性不足——具有破圈效应的爆款单品和顺畅的商业模式均未出现，对应到上市公司层面则体现为业绩能见度不足，本轮行情中没有成为资金首选。但从科技浪潮演进角度，终局看 AI 赋能万物一定是通过应用端实现，亦即应用端的爆发具有中期确定性，且空间较上游硬件更为广阔，这一点已经在 10 年前的“互联网+”浪潮以及对应的股市行情中得到验证，这也意味着 AI 应用的行情启动只是时间问题。目前泛 AI 方向中，有较多细分由于短期催化有限、多头叙事累积不足而处于相对低位，后续一旦有超预期产业事件如技术新突破、出圈新单品等出现累积多头叙事、凝聚资金共识，则相关方向赔率可观。可以关注 AI+医药、AI 端侧、人形机器人、智能驾驶、AI 应用与 Agent 等分支。

从近期的市场表现来看，部分分支如存储芯片、人形机器人也开始走强，资金高切低迹象明显。

■ 观点总结

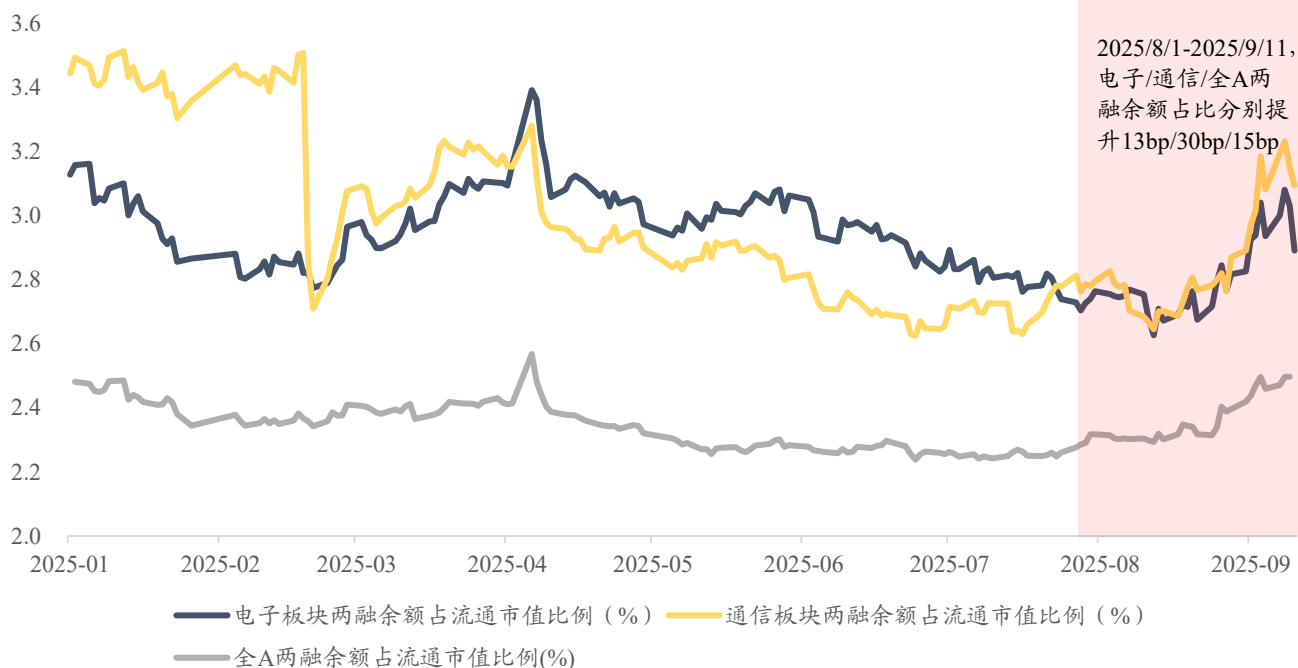
总结而言，市场风格在四季度会迎来一个再平衡的过程：顺周期风格进入交易窗口期、前期滞涨的方向补涨；科技风格内部迎来高切低，行情从上游算力硬件的一枝独秀转向泛 AI 分支的多点开花格局。

顺周期方向可以关注：1) PPI 交易下的价格主线，如新能源、化工、有色、建材；2) PPI→CPI 传导方向，目前估值仍偏低，如白酒、餐饮、旅游等。此外，近期需求政策也陆续出台，相关受益板块如服务消费等领域也可能有阶段性表现。

科技方向的高切低建议积极布局看涨期权：如存储、AIDC 相关配套设施、AI 应用（包括但不限于 Agent、AI+医药、人形机器人、端侧 AI、智能驾驶）等 AI 产业链中的滞胀分支。

■ **风险提示：**国内经济复苏速度不及预期；联储降息不及预期；宏观政策力度不及预期；科技创新不及预期；地缘政治风险。

图1: 通信板块两融余额占比增速显著高于全 A (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 前三季度区间涨跌幅前十行业在四季度涨跌幅排序情况

前三季度区间 涨幅前十行业	四季度涨跌幅情况														
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	26	5	14	30	15	18	6	1	16	18	8	30	30	19	14
2	15	1	9	18	27	3	23	2	30	2	2	29	14	10	7
3	5	29	25	5	23	17	14	26	27	19	3	15	29	11	17
4	7	17	30	14	21	5	18	13	10	13	14	20	26	21	4
5	13	18	28	21	18	10	4	19	28	14	17	23	21	14	23
6	12	25	22	22	25	14	15	6	23	3	9	28	12	9	18
7	16	28	2	10	28	4	17	10	29	12	15	22	13	24	29
8	11	10	5	24	30	29	25	4	11	30	21	19	5	6	27
9	27	26	4	27	20	19	7	12	5	26	5	12	6	25	11
10	30	13	24	19	16	11	24	22	26	1	29	11	20	2	22

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 标绿意味着行业在四季度涨跌幅排名靠后; 标红意味着行业在四季度涨跌幅排名靠前

图3: 中信风格过去十五年四季度相对万得全 A 超额收益及超额收益胜率情况 (单位: %; pct)

风格	超额收益 胜率	四季度超额收益率 (相对万得全 A)														
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
金融	53.3%	-4.8	4.9	13.0	-1.8	50.9	-4.5	-1.7	3.3	2.7	0.5	-4.2	-4.4	2.7	-4.2	0.6
周期	40.0%	6.2	-10.1	-2.9	1.0	-12.6	0.0	1.9	-3.0	-1.6	1.4	2.6	-3.1	-2.9	0.9	-4.1
消费	46.7%	-3.2	-2.9	-8.7	0.6	-17.9	0.8	0.3	7.0	-1.8	-1.0	4.5	0.3	2.7	0.0	-6.2
成长	40.0%	6.4	-5.8	-5.9	-0.8	-22.5	8.6	-5.7	-4.1	-1.1	0.6	-0.8	3.0	-1.0	0.8	5.4
稳定	53.3%	-5.2	1.3	2.9	1.6	27.1	-19.4	8.5	-4.5	5.0	-6.0	-8.9	-3.6	0.3	0.1	-1.8

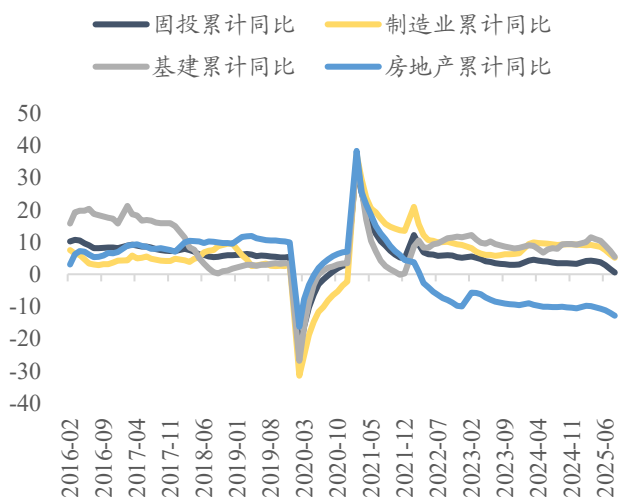
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：申万行业过去十五年四季度相对万得全 A 超额收益及超额收益胜率情况（单位：%；pct）

大类板块	行业	超额收益 胜率	四季度超额收益率（相对万得全A）														
			2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
上游资源	石油石化	26.7%	-0.3	-2.6	-1.0	6.3	-17.0	-17.0	10.1	3.7	-13.2	-1.3	8.5	-13.6	-8.0	-3.0	-5.2
	有色金属	26.7%	13.3	-15.0	-9.0	-8.8	-15.7	-1.0	-0.2	-7.2	-2.4	3.8	22.0	-3.1	-5.3	1.8	-10.9
	煤炭	20.0%	14.1	-12.0	-3.8	-10.9	-4.4	-18.1	-2.4	-4.1	-1.8	-5.3	7.3	-17.2	-19.3	8.0	-9.5
中游材料	钢铁	40.0%	-4.5	-9.3	0.7	1.9	21.2	-25.5	8.8	-0.7	-7.3	-2.0	3.8	-14.0	0.1	-2.2	-3.7
	建筑材料	46.7%	9.0	-10.4	3.9	5.4	-5.9	-6.0	6.3	-0.2	-1.1	15.3	-7.6	3.4	2.2	-10.6	-4.4
	基础化工	33.3%	-3.2	-11.1	-4.7	1.4	-20.0	4.0	3.1	-3.0	-5.1	2.1	5.1	-5.2	-3.4	-0.1	-5.1
中游制造	机械设备	60.0%	21.1	-8.2	-2.2	8.5	-12.9	-3.1	2.0	-3.8	3.0	-1.6	1.9	1.9	2.9	0.9	4.4
	电力设备	40.0%	2.0	-8.4	-7.1	4.4	-25.0	-0.9	-0.8	-4.2	5.5	0.0	21.4	1.0	-6.8	-5.5	-2.3
	国防军工	40.0%	-2.0	-9.2	-2.6	12.0	-15.3	-20.4	0.8	-8.2	-1.6	-7.9	6.4	11.8	-2.1	0.2	2.9
	建筑装饰	60.0%	9.6	-5.6	8.0	0.3	37.7	-18.7	13.0	-5.7	4.2	-5.0	-14.5	1.6	1.1	-4.7	3.2
必选消费	纺织服装	53.3%	-3.4	-7.6	-6.2	6.7	-20.0	4.3	3.1	-7.2	2.8	-4.5	-11.6	1.6	4.4	1.5	1.9
	医药生物	20.0%	-1.6	-2.0	-7.4	-0.9	-25.4	-5.7	-3.7	5.7	-6.3	-0.8	-3.7	-4.7	7.7	3.8	-9.3
	食品饮料	33.3%	-0.1	1.1	-16.2	-3.1	-13.6	-12.1	4.4	19.1	-6.0	-3.2	17.4	2.8	-2.3	-3.1	-10.0
	商贸零售	20.0%	-11.3	-7.6	-8.9	-6.6	-9.8	-7.6	5.3	-4.4	-0.9	-7.1	-18.9	-1.7	7.1	-5.5	16.6
	农林牧渔	40.0%	-0.3	-3.7	-5.5	8.3	-24.2	-2.4	2.8	2.8	11.6	-3.3	-8.2	5.8	-2.7	5.6	-8.2
可选消费	汽车	46.7%	-9.5	-7.9	11.4	3.0	-20.0	-1.9	-0.6	-4.5	-0.1	1.9	11.7	5.5	-3.3	2.8	2.3
	家用电器	60.0%	3.8	-7.4	4.4	20.1	-7.5	2.3	-0.1	14.2	0.6	7.8	13.3	1.5	-3.0	-0.5	-2.7
	轻工制造	40.0%	-4.7	-10.1	-0.3	3.8	-25.9	-5.3	-1.3	-7.6	0.7	2.3	-6.0	7.1	4.6	-1.0	1.1
	社会服务	33.3%	-8.1	0.5	-10.7	-3.3	-25.6	1.7	-4.4	0.5	-0.1	-5.4	6.9	-6.5	19.0	-4.1	-2.0
	美容护理	46.7%	-7.7	0.5	-1.7	0.6	-29.5	4.1	0.7	-1.1	5.1	-4.5	0.6	-7.9	7.4	-10.7	-13.1
金融地产	银行	60.0%	-4.3	11.5	19.8	-5.5	36.7	-19.7	-0.6	4.0	2.1	0.3	2.3	-5.3	1.2	-2.8	3.4
	非银金融	46.7%	-2.6	-1.0	1.1	6.7	85.9	1.7	-0.6	3.1	1.4	-1.3	-3.4	-1.9	5.8	-4.5	-1.1
	房地产	40.0%	-6.0	-0.3	15.1	-5.5	12.0	8.8	-4.5	2.6	6.3	4.5	-14.1	-5.2	-3.8	-10.6	-9.2
TMT	电子	53.3%	9.5	-8.9	-8.9	2.7	-33.6	10.0	-4.0	1.5	-3.0	7.9	-1.9	7.1	-1.0	7.8	12.6
	通信	33.3%	3.9	0.0	-13.5	-2.2	-21.5	6.4	-1.6	-5.1	7.7	-5.2	-15.4	8.2	-0.5	-2.7	7.2
	计算机	53.3%	3.9	0.5	-9.4	1.1	-23.3	8.3	-7.7	-8.5	-2.3	-1.0	-15.2	4.7	11.3	0.6	9.4
	传媒	46.7%	-9.1	9.6	-9.6	-17.9	-22.9	-4.9	-8.2	-7.4	1.2	6.0	-18.0	16.0	11.2	0.8	4.0
公共服务	交通运输	46.7%	-4.7	-4.5	2.5	1.3	11.1	-25.2	1.3	2.3	0.9	-4.5	-4.5	-0.6	1.0	-1.1	-3.4
	公用事业	40.0%	-4.7	3.2	1.3	4.2	5.3	-17.2	-1.0	-2.9	4.0	-6.2	-7.3	-4.9	-3.3	3.7	-5.8
	环保	33.3%	3.8	3.2	0.9	8.0	-8.6	-4.4	-4.1	-3.4	-0.4	-7.2	-17.1	-2.1	-0.2	-1.2	2.6

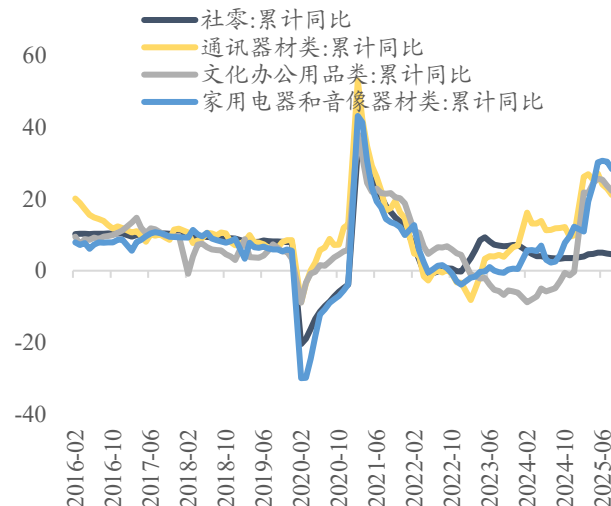
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：固投增速放缓（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：社零增速放缓，国补品种下滑（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：回溯 2016 年供给侧改革时期，PPI 同比在 2 月触底、9 月回正，ROE 拐点亦于 9 月同步得到确认(单位:%)

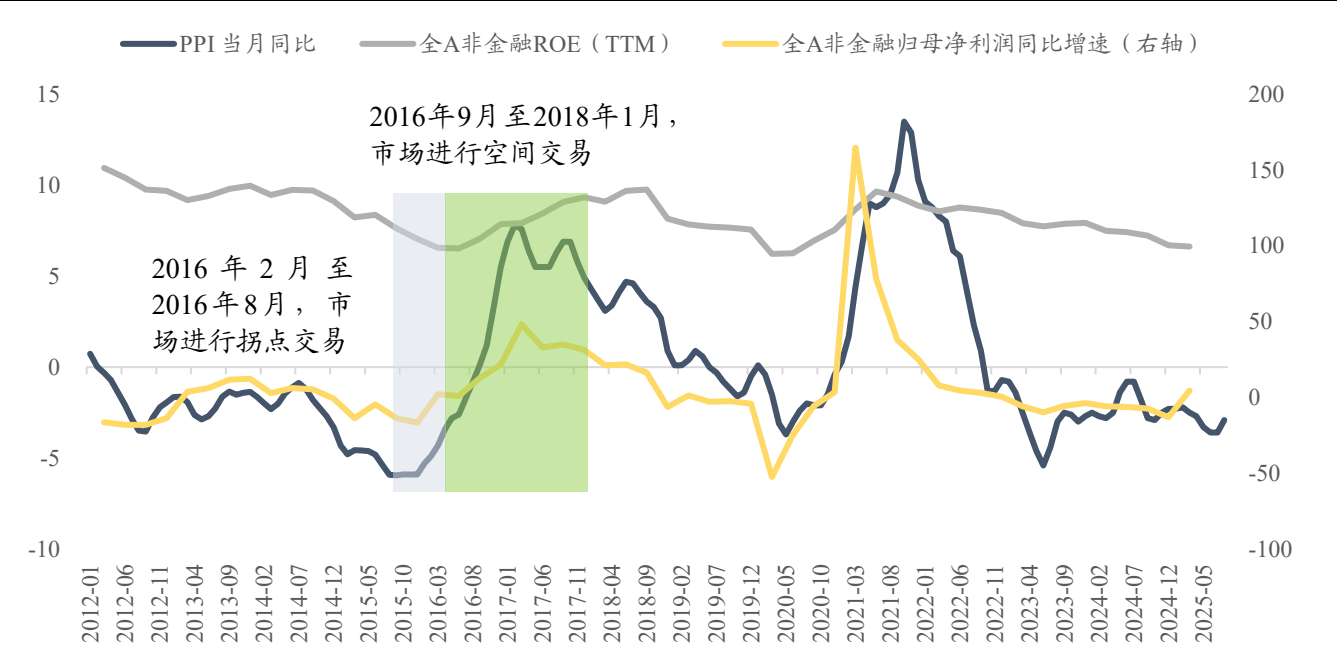


图8：存储和人形机器人产业链相关个股在本周有较好的表现（单位：%）

一级分类	二级分类	股票代码	股票名称	本周涨跌幅（%）	市值（亿元）	申万二级行业
上游硬件	存储	603986.SH	兆易创新	-2.63	1,234.0	半导体
		300223.SZ	北京君正	-3.83	394.2	半导体
		300475.SZ	香农芯创	5.01	359.6	其他电子II
		301308.SZ	江波龙	15.29	536.3	半导体
		688525.SH	佰维存储	-0.47	373.2	半导体
		001309.SZ	德明利	28.45	319.9	半导体
		688627.SH	精智达	9.68	138.2	通用设备
下游应用	人形机器人	002050.SZ	三花智控	20.72	1,753.0	家电零部件II
		601689.SH	拓普集团	11.26	1,298.3	汽车零部件
		603119.SH	浙江荣泰	8.99	387.7	汽车零部件
		003021.SZ	兆威机电	1.09	330.1	电机II
		603009.SH	北特科技	11.83	188.1	汽车零部件
		688017.SH	绿的谐波	2.34	311.5	自动化设备
		605133.SH	嵘泰股份	4.20	125.6	汽车零部件

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：市值数据为 9 月 19 日收盘市值

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>