



A股主升初期调整后的应对策略

报告日期： 2025年09月17日

- 分析师：杨芹芹
- SAC编号：S1050523040001
- 联系人：卫正
- SAC编号：S1050124080020

研究创造价值

核心结论：复盘2015、2017和2020年主升中的首次回调，**均有指数和热门行业降温**，平均调整11个交易日，全A幅度近5%，热门行业回撤20%。随着成交地量和非银触底，资金开始承接，**止跌后震荡反弹，初期成长领涨**，若有业绩改善，会向消费、周期扩散。本轮回调已持续6个交易日，调整2.35%，热门行业回撤28.5%，调整基本到位，开启**震荡整固，蓄力冲击前高**。关注**降息交易、PPI止跌和成长轮动**行业机会。

A股主升初期回调复盘

A股坐标：7-8月随着赚钱效应凸显，居民存款入市，A股开启主升行情。

A股主升多回调：大盘和热门行业降温，首次回调平均11个交易日，幅度近5%。

回调原因：①宏观数据或企业盈利表现疲软 ②监管或外部冲击事件扰动 ③市场资金流动性收紧 ④重要节点前或高浮盈后的集中止盈。

止跌特征：地量见低价，非银触底后止跌，回调后期有资金承接。

反弹特征：之后指数均突破前高，除2015年杠杆助推上行斜率陡峭外，2017和2020年上行斜率放缓，科技成长领涨。

回调前后风格行业规律

2015年回调前后：成长全程占优，前期领涨的一带一路领跌，科技成长反弹领涨。

2017年回调前后：从周期到消费，前期领涨的供给侧改革、金融领跌，消费反弹。

2020年回调前后：从成长到周期和消费，前期领涨的成长分化，周期与消费接力上行。

风格特征：风格是否切换取决于基本面，**水牛成长延续，业绩牛向消费、周期切换**。

后续A股策略应对展望

本轮主升回调动因：短期融资交易偏热，TMT成交占比临近高位，外媒新闻报道利空冲击，93国庆阅兵重要节点集中止盈。

本轮回调基本到位：持续6个交易日，调整2.35%，热门行业回撤28.5%。

止跌条件基本具备：成交缩量至2万亿，非银触底，**ETF和融资再度净买入**。

A股大势展望：内外宏观叙事共振，**震荡蓄力，新高可期**。

风格难有切换：PPI转正任重道远，**水牛行情科技占优**。

行业选择：①**降息交易**（TMT、非银、有色等）；②**PPI止跌**（有色、化工；机械、电力设备；社服、美护、餐饮、农林牧渔等）；③**成长轮动**（景气上行—AI硬件、创新药、国防军工等）；**产业催化**—机器人、AI软件、固态电池等；**自主可控**—国产算力、国产芯片、航空航天、工业软件等）。

- (1) 降息不及预期
- (2) 反内卷政策偏缓
- (3) 存款搬家进度滞后

目录

CONTENTS

1. A股主升初期回调复盘
2. 回调前后风格行业规律
3. 后续A股策略应对展望

01

A股主升初期回调复盘

· 回调特征 · 止跌条件 · 反弹规律

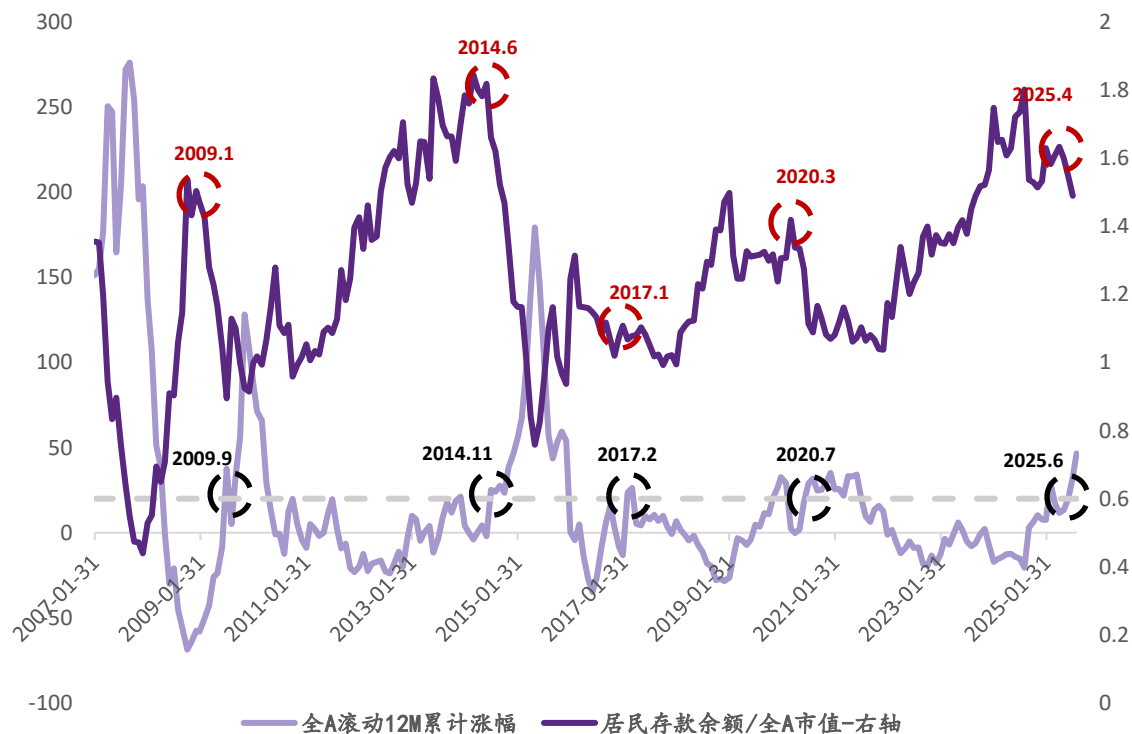
研究创造价值

1.1、A股坐标：存款入市，主升开启

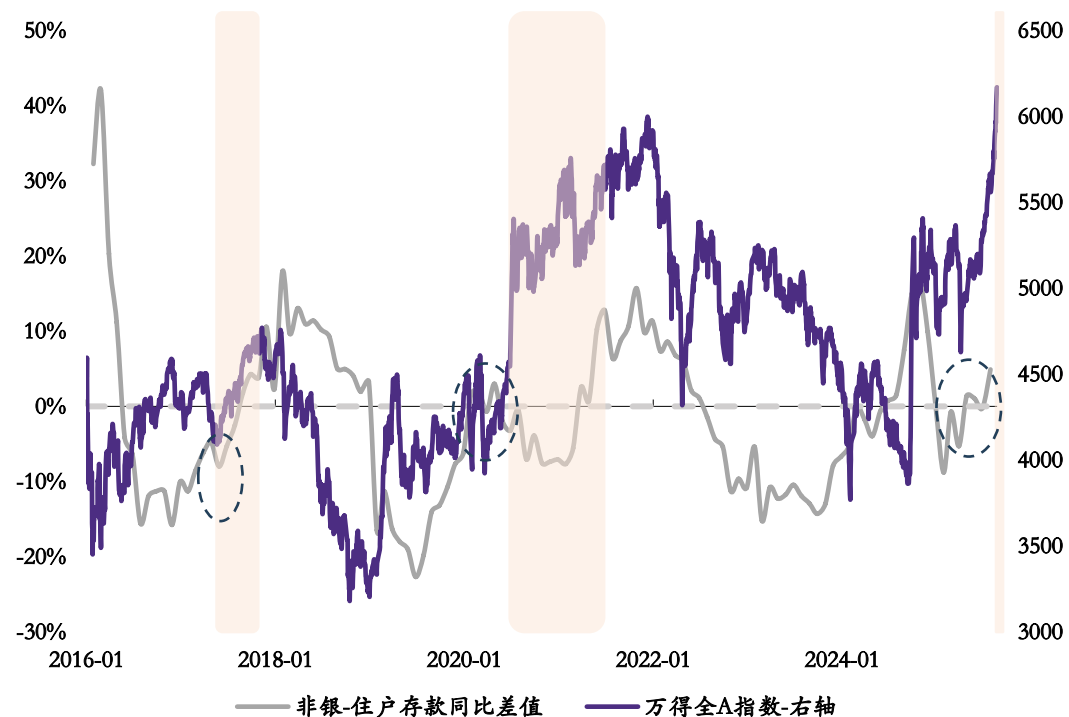
► A股主升行情伴随居民存款的加速入市：

- **住户存款与万得全A市值比值：**将万得全A滚动12月累计涨幅首次稳定触及20%阈值作为牛市行情主升阶段的开启信号，居民存款余额与全A市值比值的高位拐点下冲作为居民存款搬家的信号，居民搬家信号平均出现于主升开启信号的前4个月。全A滚动收益自底部提升至20%阈值的过程中，上涨趋势与股市赚钱效应逐步明晰，吸引居民存款加速入市，同时资金增量也助推A股进入主升阶段。
- **非银-住户存款同比增速差值：**将非银-住户存款同比增速差从负值快速收窄作为居民存款搬家的信号，存款搬家信号先于主升行情开启，同样证明存款增量资金助推行情进入主升阶段。

A股赚钱效应显现，居民存款加速入市



居民存款增量助推行情进入主升阶段

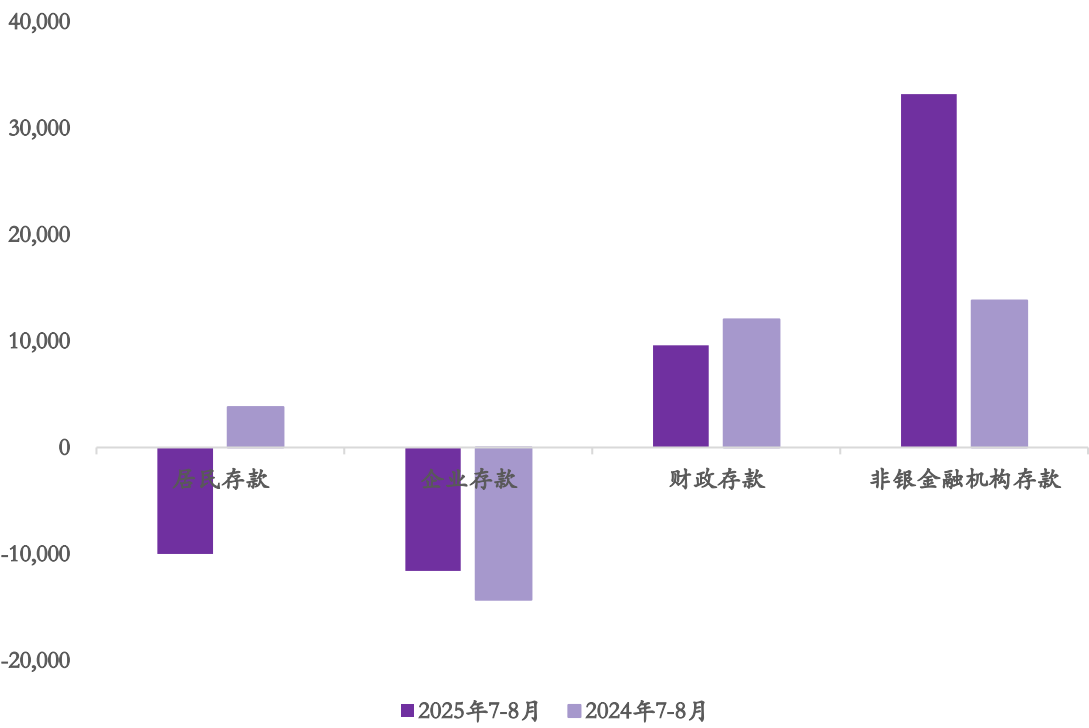


7-8月社融信号：居民存款持续搬家入市，居民存款多减，非银存款大幅多增

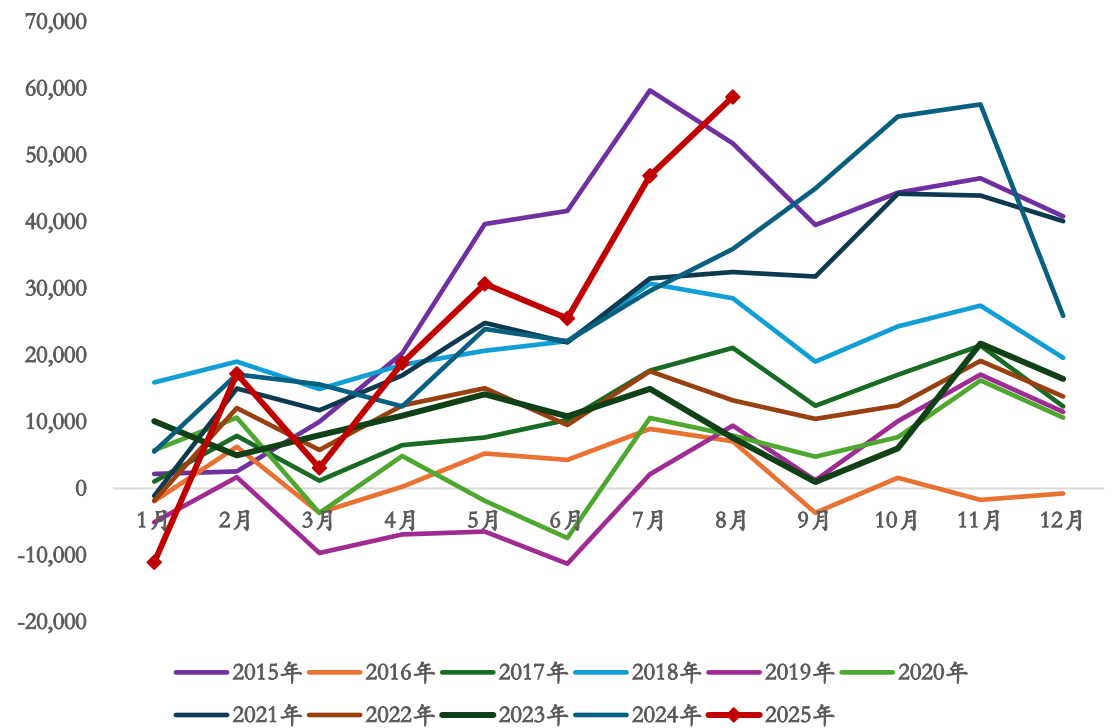
➤ 7-8月社融中的居民存款搬家信号：

- 从存款结构来看，居民存款负增1万亿，非银存款多增3.32万亿，居民存款搬家的趋势较为明显。单看8月，居民存款增加1100亿，虽由7月的-1.11万亿转增，但同比少增6000亿，且非银存款同比多增5500亿，居民存款延续入市。
- 今年1-8月，非银存款累计增加5.87万亿，创下了历史同期新高。其中2月、4月、5月和7月、8月非银存款增量均超万亿，2月最高为2.83万亿，7月2.14万亿为年内次高，8月续增1.18万亿。

7-8月社融积极信号：居民存款多减，非银存款大幅多增（亿元）



2025年1-8月，非银存款累计增加5.87万亿，创下历史同期新高

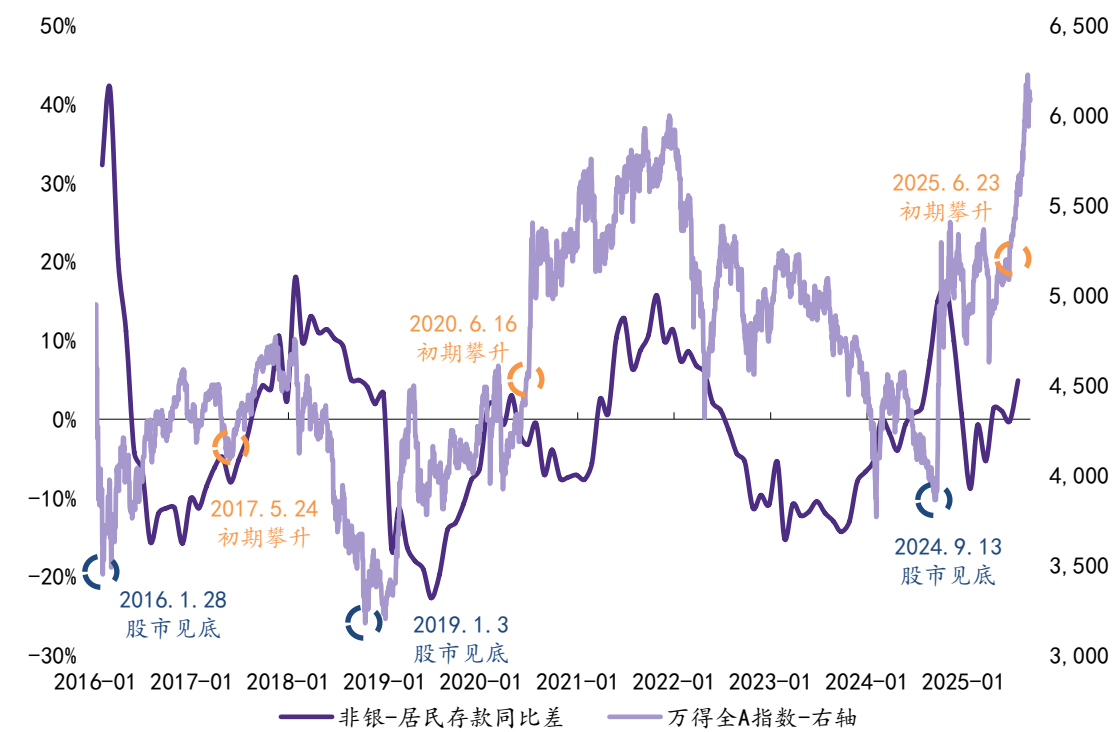


资料来源：Wind，华鑫证券研究所

1.2、主升的初期攀升：平均持续2.3个月，涨幅超过28%

- 赚钱效应吸引居民存款加速入市，存款增量资金助推A股进入主升行情，初期加速攀升阶段平均持续2.3个月：选取2014-2015年、2016-2017年和2019-2021年牛市行情中的主升阶段，截取期间万得全A指数斜率加速上涨至第一轮短期回调的时间区间为主升阶段初期加速攀升阶段
- 股市见底-新一轮主升加速攀升开启平均间隔14个月：2014-2015年、2016-2017年和2019-2021年两个节点间隔时间分别为9、16、17个月；
 - 主升加速攀升阶段平均持续2.3个月，全A平均上涨28%：2014-2015年、2016-2017年和2019-2021年持续时长分别为3、3、1个月，全A涨幅分别为52.6%、12.9%、19.8%。

股市见底与新一轮上涨主升启动平均相距14个月



主升加速攀升阶段平均持续2.3个月

牛市行情	A股见底节点	初期攀升阶段 开启节点	第一次回调 开启节点	见底-主升攀 升间隔时长 (月)	初期攀升 持续时长 (月)	初期攀升 全A指数 涨幅 (%)
2014-2015年	2014年4月28日	2015年2月9日	2015年4月28日	9	3	52.60
2016-2017年	2016年1月28日	2017年5月24日	2017年9月7日	16	3	12.89
2019-2021年	2019年1月3日	2020年6月16日	2020年7月14日	17	1	19.81
平均值	/	/	/	14	2.3	28.43

1.3、A股主升多回调：大盘和热门行业降温，首次回调平均11个交易日，幅度近5%

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

- 回调区间平均时长为7.8个交易日，万得全A指数平均回调幅度为4.91%：以万得全A收盘价跌破20日均线，以及回调幅度占前期主升行情涨幅比例超5%作为划分标准，选取2014-2015年、2016-2017年和2019-2021年主升阶段的回调区间
- 调整原因：集中于四个方面 ①宏观数据或企业盈利表现疲软 ②监管或外部冲击事件扰动 ③市场资金流动性收紧 ④重要节点前或高浮盈后的集中止盈；
 - 三轮牛市主升阶段首次回调平均持续时长为11个交易日，万得全A指数平均回调幅度为4.86%。

牛市主升阶段回调区间复盘								
行情阶段	2014/11-2015/5主升阶段		2017/2-2017/11主升阶段			2020/7-2021/6主升阶段		
回调阶段	第一次回调	第一次回调	第二次回调	第三次回调	第一次回调	第二次回调	第三次回调	第四次回调
回调时间区间	2015/4/28-5/7	2017/9/7-9/28	2017/10/16-10/19	2017/10/30-11/3	2020/7/14-7/27	2020/9/3-9/10	2021/2/22-3/9	2021/6/11-6/16
调整前涨幅(%)	55.10	13.10	15.23	15.39	23.11	22.07	31.15	28.54
调整前行情持续时长(天)	50	74	99	106	18	55	165	240
调整前行业表现	建筑装饰、交运领涨	上游资源有色、煤炭、钢铁领涨	上游资源有色、煤炭，消费食品饮料领涨	食品饮料、有色、家电领涨	社服、电子、非银领涨	社服、军工、食品饮料领涨	社服、电力、食品饮料领涨	社服、电力、上游资源与终端消费领涨
调整幅度(%)	-6.42	-0.66	-1.83	-2.09	-7.50	-6.67	-10.86	-3.24
调整时长(天)	7	16	4	4	10	6	12	3
调整原因	①证监会密集警示股市风险 ②上市企业业绩表现疲软	①8月国内宏观经济数据不及预期 ②美国计划开启渐进式被动缩表，并释放加息预期 ③国际评级机构对中国主权信用评级下调	①前期获利集中止盈	①IPO募资规模超预期，流动性收紧 ②乐视网债务危机发酵，基金计提损失，引发市场恐慌 ③公募三季报调仓压力放大股市波动	①北向资金撤资引发市场恐慌 ②中芯国际上市引发市场流动性担忧	①美国科技股领跌引发全球科技泡沫恐慌 ②IPO融资需求放量，市场流动性收紧	①前期资金抱团消费与部分成长方向阶段性止盈	①端午节前规避风险止盈
调整中行业表现	TMT板块计算机和传媒逆势领涨，消费板块相对抗跌；钢铁、煤炭、交运领跌	食品饮料、通信、汽车涨幅领先；上游资源钢铁、煤炭领跌	消费板块食品饮料、家电，防御型板块银行涨幅领先；成长计算机、通信，上游资源钢铁、煤炭领跌	通信、石油石化、农业相对抗跌；建筑材料、环保、煤炭领跌	成长军工、建筑材料、社服相对抗跌；TMT板块电子、计算机、传媒、通信、商贸零售领跌	煤炭逆势领涨，钢铁与金融板块相对抗跌；农业、美护、通信领跌	钢铁、环保、公用事业领涨；食品饮料、社服领跌	建筑装饰、煤炭、环保相对抗跌；有色、社服、医药领跌
T+5涨幅(%)	8.00	1.95	1.34	2.40	7.05	0.54	-0.31	1.42
T+20涨幅(%)	30.72	0.85	1.13	-1.97	6.21	3.05	1.31	2.65
T+30涨幅(%)	26.27	2.33	-2.64	-2.89	3.97	-0.39	1.77	-2.67
万得全A走势图								

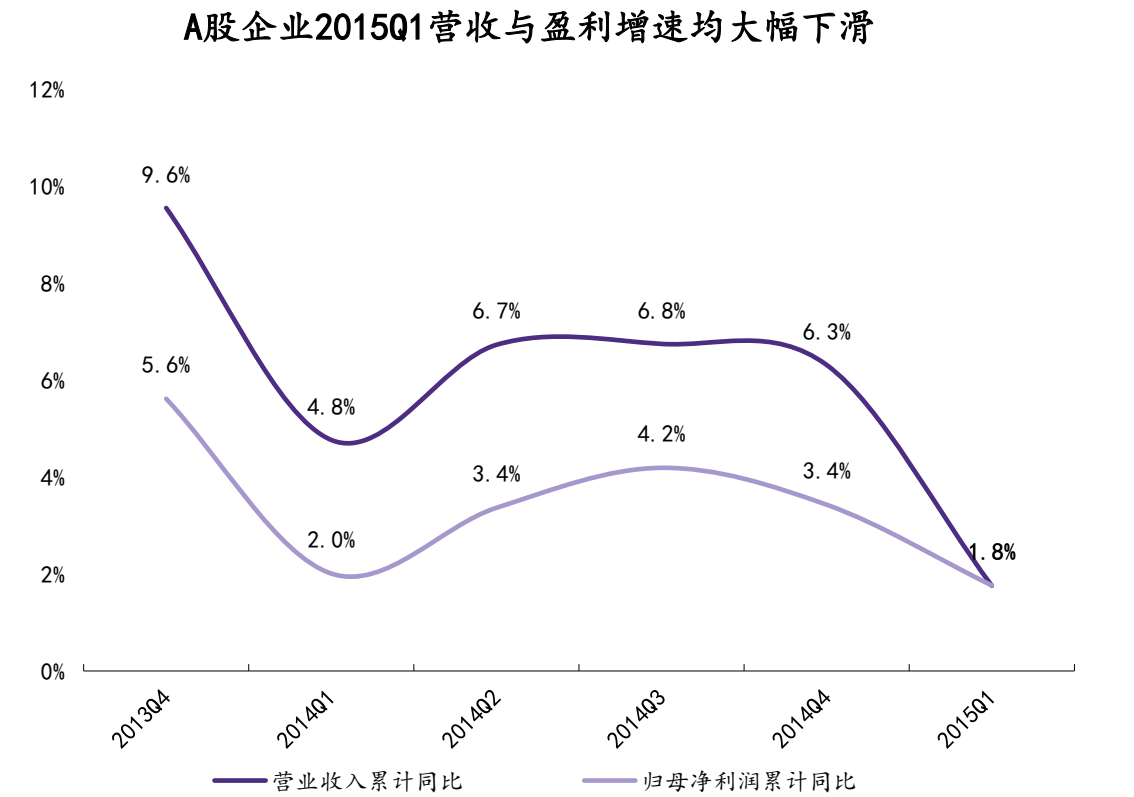
资料来源：Wind，华鑫证券研究所

1.3.1、A股主升中的回调(2015): 监管下场喊话, 全A业绩疲软, 市场情绪降温

鑫鑫证券
TUNE SECURITIES

- 2015年主升中的首次回调区间为4月28日至5月7日, 回调原因是监管下场喊话+全A业绩疲软:
- **监管下场密集喊话警惕股市投资风险:** 2015年2月至5月, 证监会与官媒多场景提示警惕股市投资风险, 引起事件后最近交易日的当日股市下跌, 资金抱团板块情绪降温;
 - **2025Q1全A业绩疲软:** 2025Q1全A营收和归母净利润累计同比均大幅下滑至1.8%, 营收和利润累计增速分别环比下降4.6和1.7pcts, 不及预期。

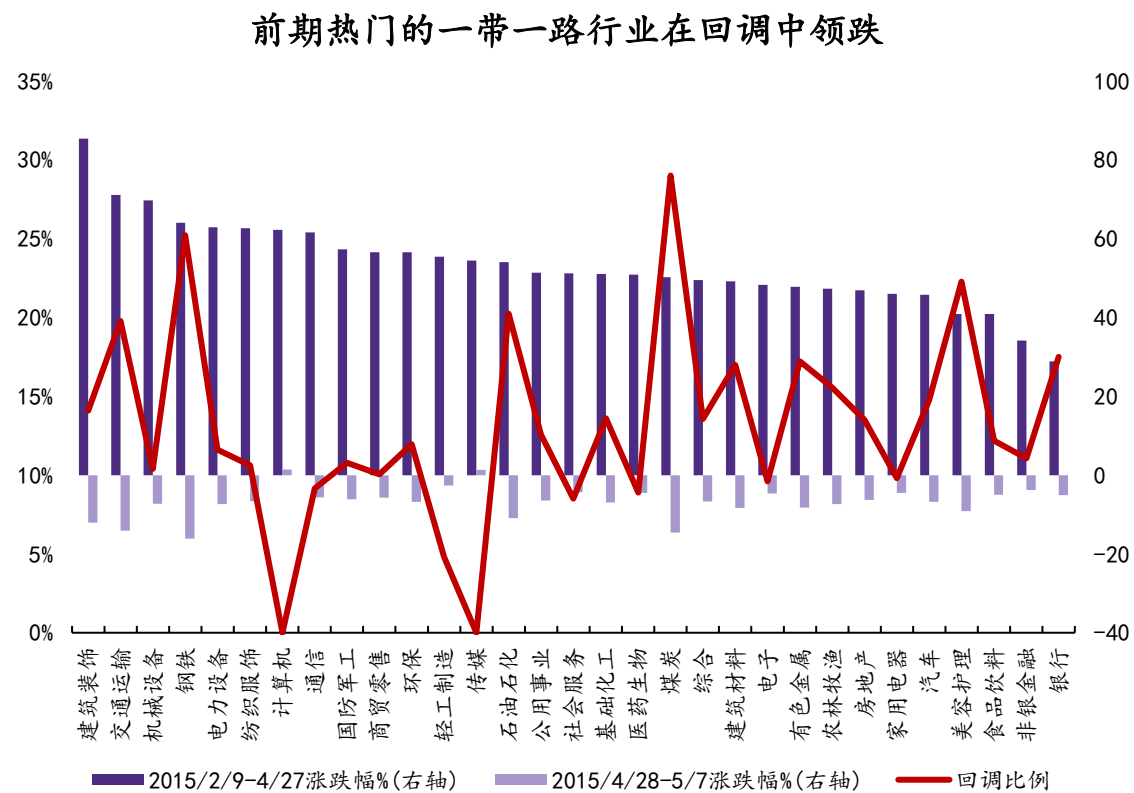
2015首次回调前后证监会与官媒密集喊话			
时间	警示内容	T+0涨跌幅 %	T+5涨跌幅 %
2015/4/17	证监会提醒新股民要牢记股市有风险, 不要被市场上“卖房炒股、借钱炒股”言论所误导	-1.90	6.22
2015/4/23	证监会提醒“入市前做好准备、牢记风险、增强自我保护意识”	-0.35	1.48
2015/4/28	证监会发布11条风险警示	-2.26	-4.46
2015/5/4	新华网撰文“后市预期乐观并不意味着A股可以无阻力上行。政策面基本面不确定因素值得关注, 不断积聚的估值风险也需要警惕。”	-3.70	1.45
	人民日报文章提醒“牛市也别忘风险: 想赚快钱欲速则不达。”		



回调中的行业表现(2015): 一带一路退潮, TMT相对抗跌, 热门行业平均回调16%

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

- 初次攀升阶段行业涨跌幅: 一带一路与国企改革政策预期催化主题热点, 建筑、交运、机械、钢铁行业领涨, 金融与内需消费板块涨幅相对落后;
- 回调区间行业涨跌幅: 钢铁、煤炭、交运与建筑装饰行业领跌, TMT板块计算机、传媒逆势上涨
- ① 从回调幅度绝对值看: 主升初期攀升阶段涨幅居前的热门行业, 因抱团资金的逐步瓦解, 在首次回调区间普遍跌幅居前;
- ② 从回调幅度相对值看: 将首次回调幅度与攀升阶段涨幅的比值作为回调比例, 初期攀升阶段平均回调比例为14.0%, 排名前5热门行业平均回调比例为16.2%, 其中钢铁回调比例最高, 高达25.2%。



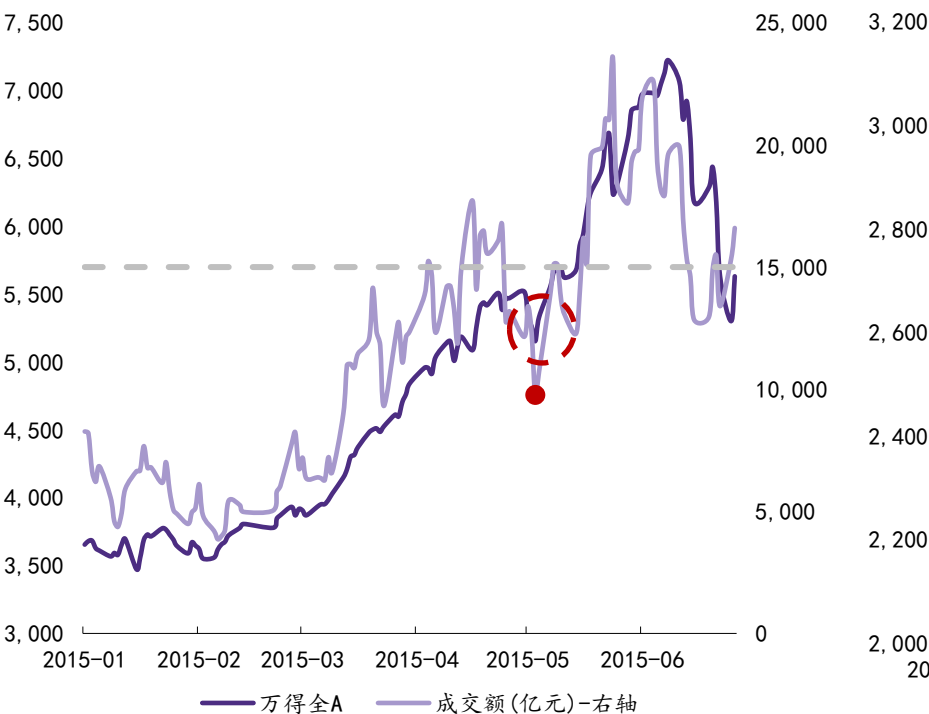
热门行业与回调居前行业涨跌催化复盘			
时间区间	行业	区间涨跌幅 (%)	涨势/跌势催化因素
2015/2/9-2015/4/27 涨幅前5行业	建筑装饰	85.4	①一带一路出海预期: 扩张海外房屋与基础建设、机场港口物流、工程机械等业务增量空间 ②国企改革政策预期: 利好国企蓝筹股资产重组交易预期 ③互联网+行动打开传统模式转型想象空间: 有望利用智能家居等新产品模式进行转型, 利好建筑装饰 ④新电改政策落地: 售电业务限制解除, 利好电力行业
	交通运输	71.1	
	机械设备	69.7	
	钢铁	64.0	
	电力设备	62.9	
2015/4/28-2015/5/7 跌幅前5行业	钢铁	-16.1	①前期集中上涨后的降温: 主题交易过热后的短暂估值与交易拥挤度回调 ②14与15Q1企业业绩相对利空: 因国内地产周期疲软以及国际油价下跌, 企业业绩相对疲软, 短暂降温政策预期交易热情
	煤炭	-14.6	
	交通运输	-14.1	
	建筑装饰	-12.0	
	石油石化	-10.9	

回调止跌特征 (2015): 回调持续7个交易日, 地量见低价, 非银触底后止跌

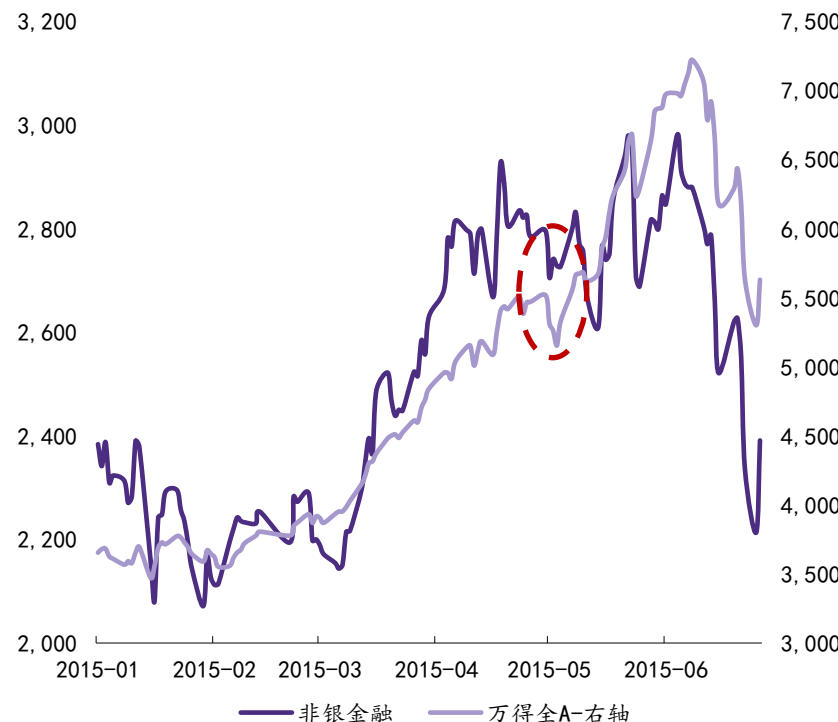
➤ 2015年首次回调区间为4月28日至5月7日, 全A成交额跌破1.5万亿关键点位, 回调阶段开启, 持续7个交易日, 回调幅度6.42%

- 2015年5月7日, 全A成交额跌破1万亿关键点位, 地量见低价, 标志着调整基本到位;
- 2015年5月5日, 非银指数触底, 市场情绪冰点已至, 先于大盘2个交易日触底。非银回调阶段见底, 可作为全A回调阶段见底的即时信号;
- 回调过程中TMT板块有资金承接: 计算机与传媒行业抗跌, 实现逆势增长, 回调期间全A成交缩量, 但资金向TMT板块汇聚, 板块成交占比加速上行。

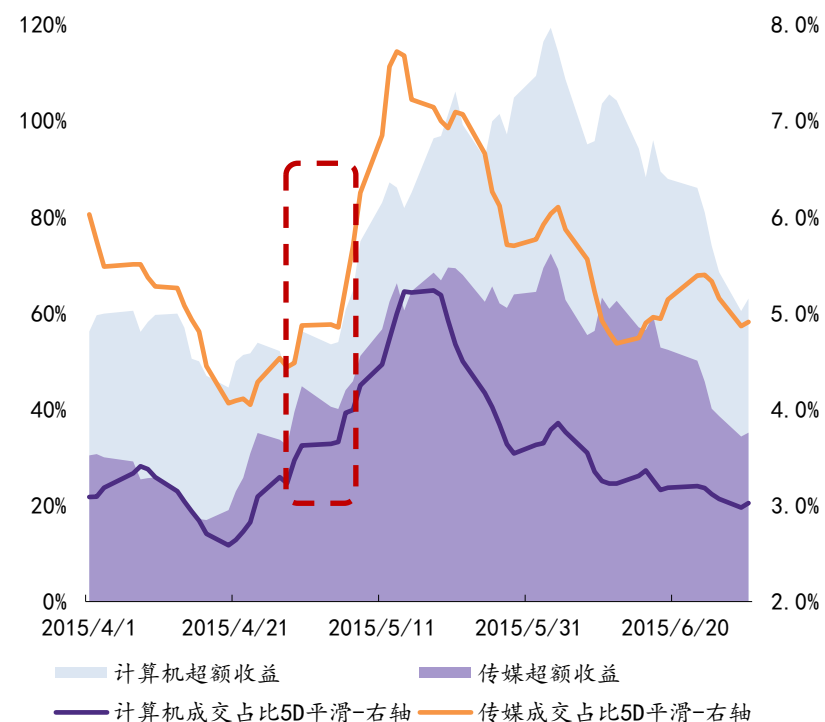
全A成交额下破1万亿, 缩量40%, 地量见低价



非银提前2个交易日率先回调触底



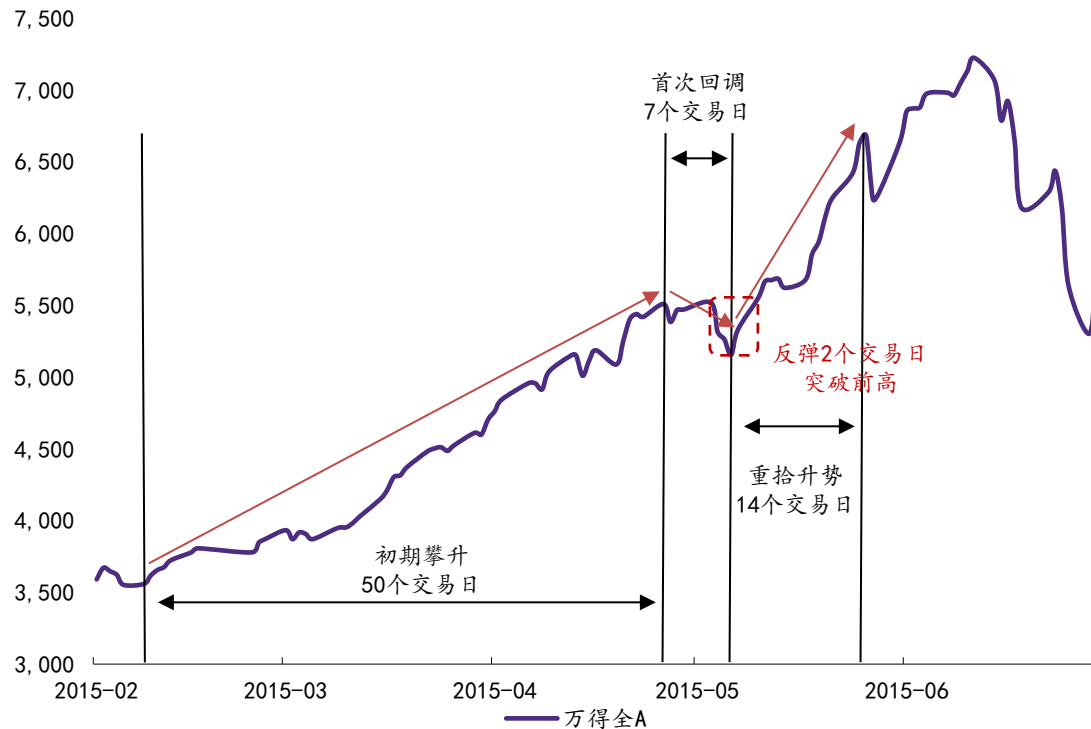
TMT板块回调中逆势上涨且交易占比提升



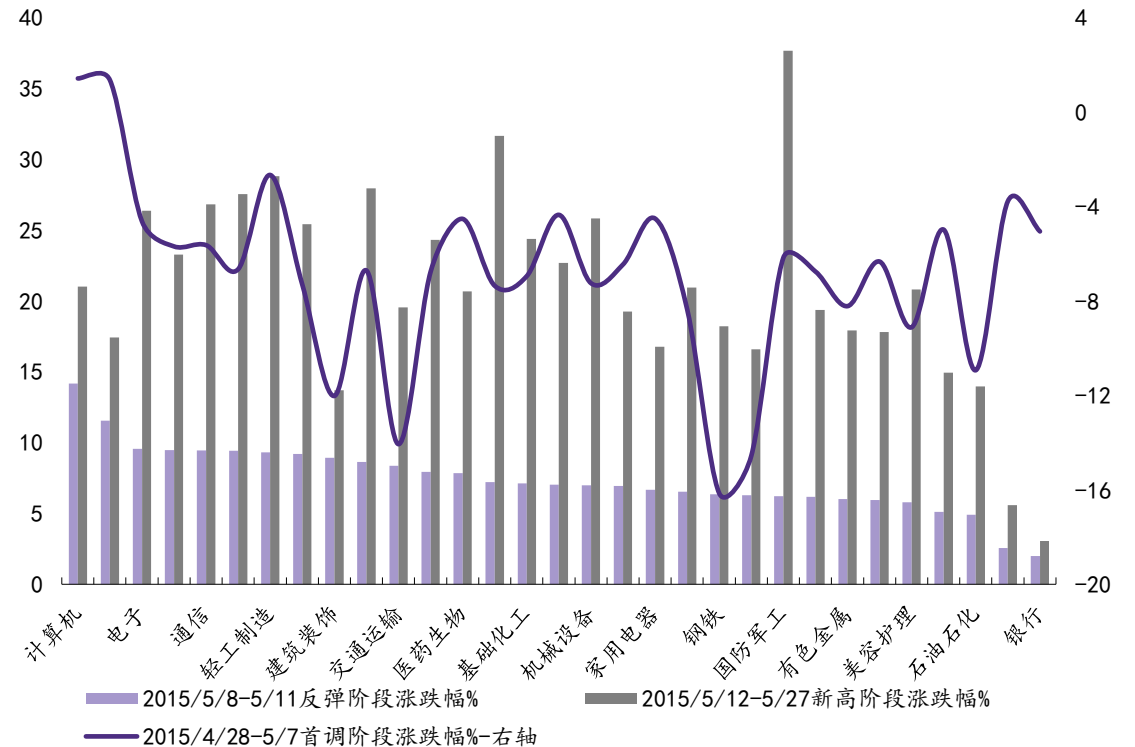
回调反弹特征 (2015): 2个交易日突破前高, 杠杆助推上行斜率陡峭, 科技成长领涨

- 全A大势反弹特征: 2015年因杠杆资金持续推波助澜的原因, 首次回调后反弹2个交易日就突破前高, 且后续再度冲击新高斜率更加陡峭;
- 一级行业反弹特征: 反弹阶段2015/5/8-5/11, TMT板块反弹力度居前, 一带一路到科技成长最热主题主题行情的切换趋势初显; 回调阶段降温居前的建筑装饰、交运、钢铁并未在反弹阶段实现领先反弹涨幅。

反弹2个交易日到达前高, 再度冲新高斜率更为陡峭



反弹阶段一带一路向科技成长的热点切换趋势初显

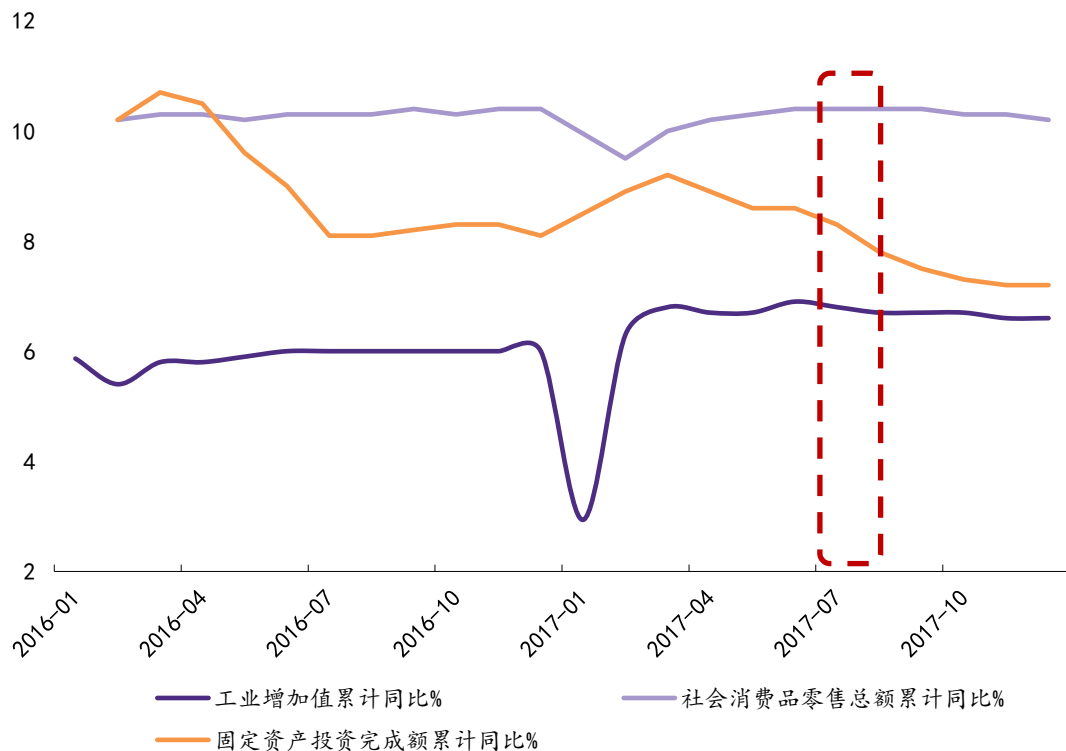


1.3.2、A股主升中的回调(2017): 宏观较弱, 外部冲击, 市场信心受到冲击

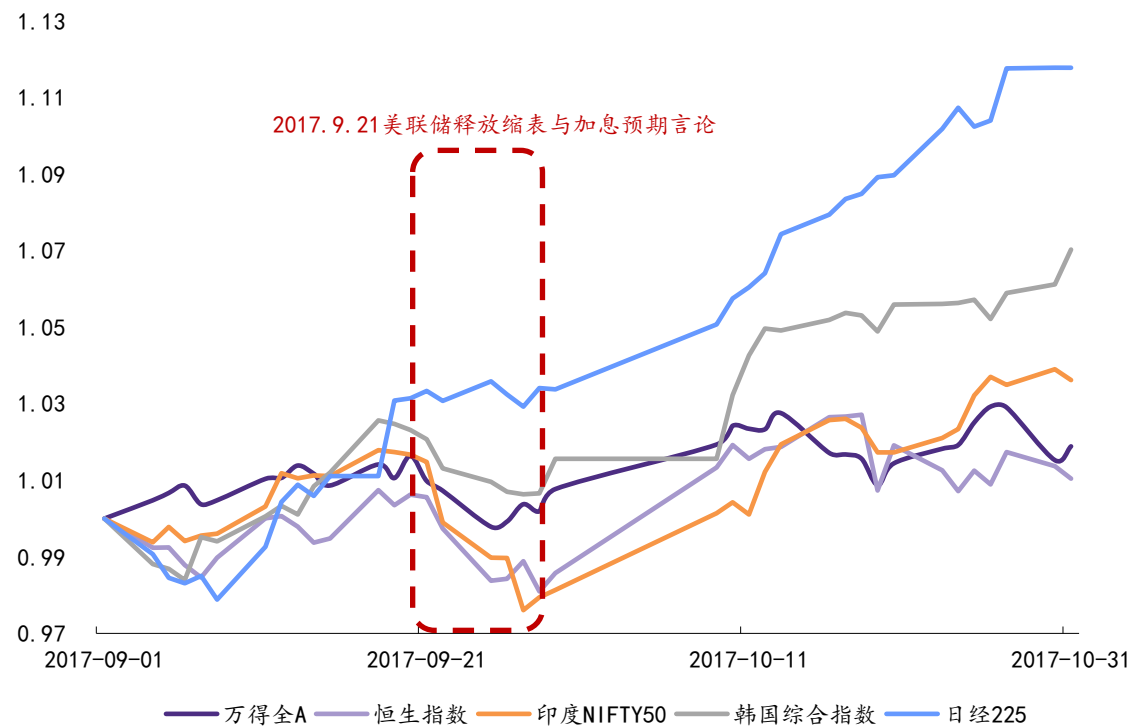
➤ 2017年主升中的首次回调区间为9月7日至9月28日, 回调原因主要是国内经济数据不及预期+美联储释放缩表加息预期+中国主权信用评级下调:

- 2017年8月国内宏观经济数据不及预期: 引发市场对于2017年下半年经济将会持续疲软的担忧, 周期板块承压, 交易分歧加剧, 全A指数从日连涨转为震荡;
- 美联储宣布2017年10月起将启动渐进式被动缩表, 并释放加息预期: 引发全球金融市场资金异动, 亚洲市场普遍经历短暂回调波动, 引致全A指数回调阶段末期迅速下跌;
- 穆迪与标普先后下调中国主权信用评级: 降低投资者信心, 引发集中抛售现象, 加剧回调阶段末期大盘波动幅度。

8月工业、投资累计同比增速均放缓



美联储缩表+加息预期促使亚洲市场短期承压

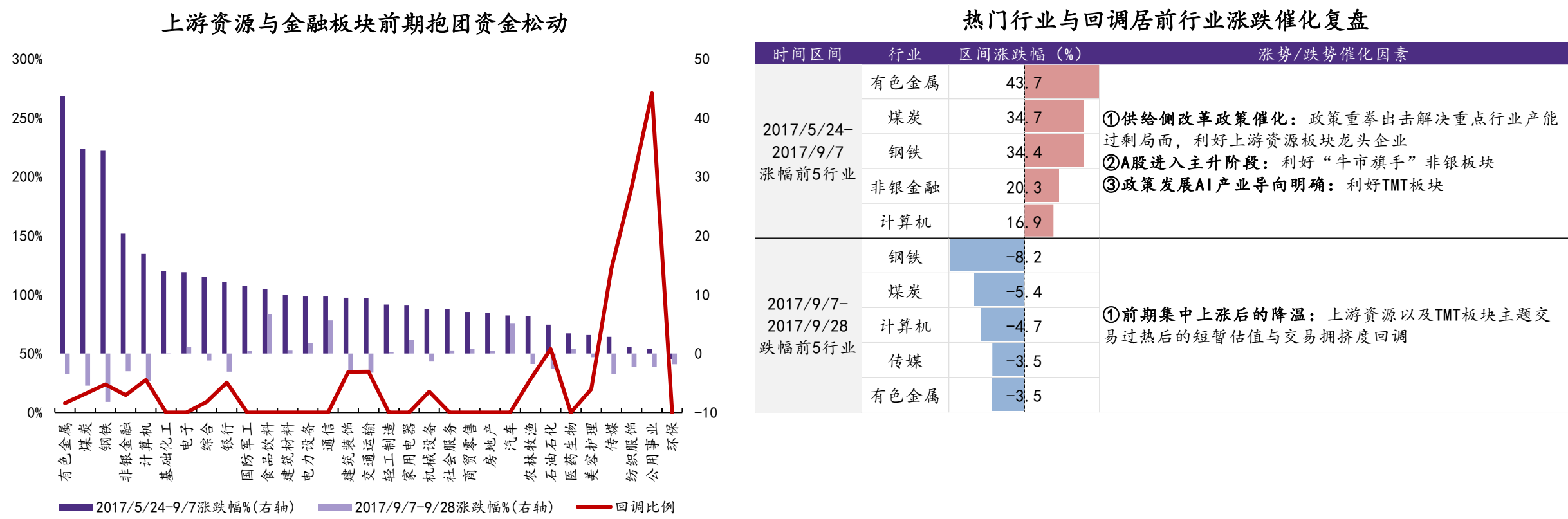


A股主升中的回调(2017): 供给侧改革领跌, 热门行业回撤18%, 部分成长 and 消费接力上涨

— 华鑫证券
HUIXIN SECURITIES

- 初次攀升阶段行业涨跌幅: 供给侧改革利好上游资源板块, 有色、煤炭、钢铁行业领涨, 消费板块涨幅相对落后;
 - 回调期间行业表现: 钢铁、煤炭、有色、计算机行业领跌, 餐饮、通信、汽车接力延续上涨趋势
- ① 从回调幅度绝对值看: 供给侧改革催化的上游资源与金融板块抱团瓦解, 在首次回调区间普遍跌幅居前, 资金逐步向下游消费与成长进行风格切换;

② 从回调幅度相对值看: 将首次回调幅度与攀升阶段涨幅的比值作为回调比例, 初期攀升阶段排名前5热门行业平均回调比例为18.0%, 计算机回调比例最高, 达27.7%。

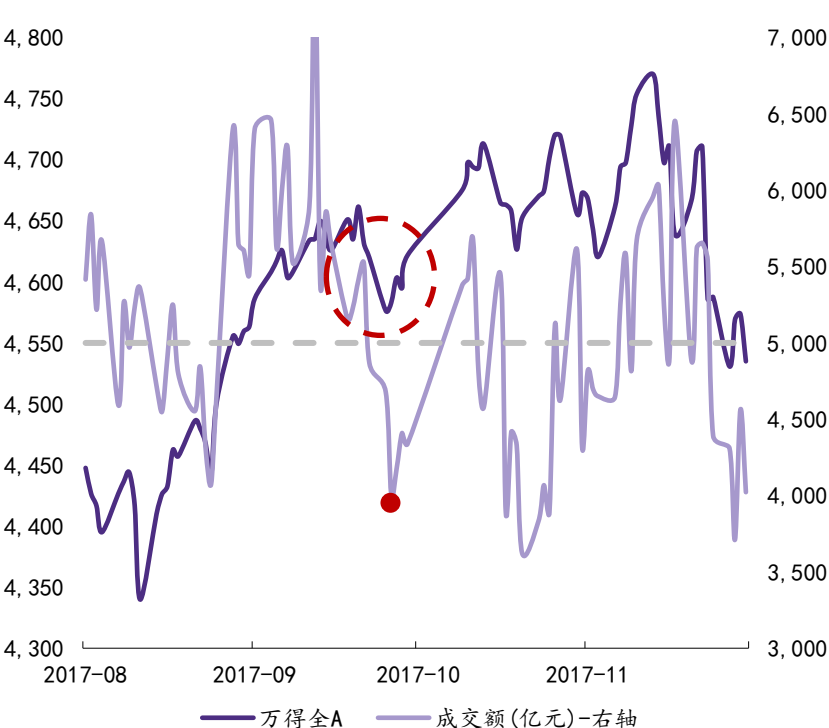


回调止跌特征 (2017): 回调持续16个交易日, 成交缩量至4000亿, 非银触底, 资金承接

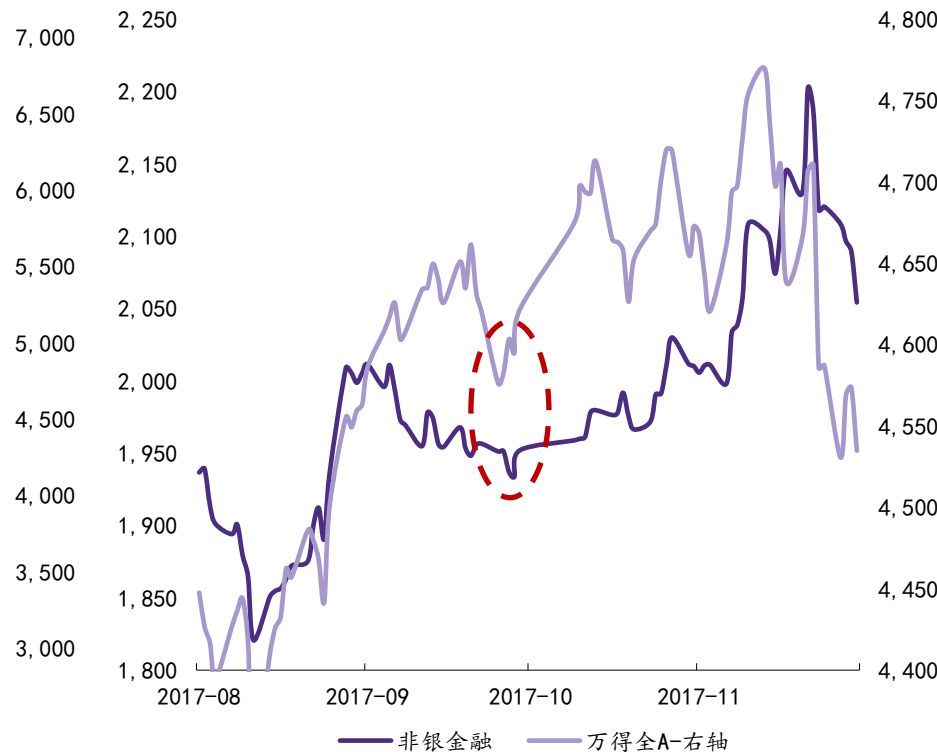
➤ 2017年首次回调区间为9月7日至9月28日, 时长16个交易日, 回调幅度0.66%, 全A成交额跌破5千亿关键点位, 触发回调阶段的大幅下行

- 2017年9月26日, 全A成交额跌破4千亿关键点位, 地量见低价, 标志着调整接近尾声;
- 2017年9月28日, 非银指数触底, 同于大盘回调结束日期。非银金融指数回调阶段见底, 可作为全A回调阶段见底的即时信号;
- 食品饮料、通信、汽车实现回调中的涨幅领先, 回调期间全A成交缩量, 但资金向涨幅领先三行业汇聚, 板块成交占比加速上行。

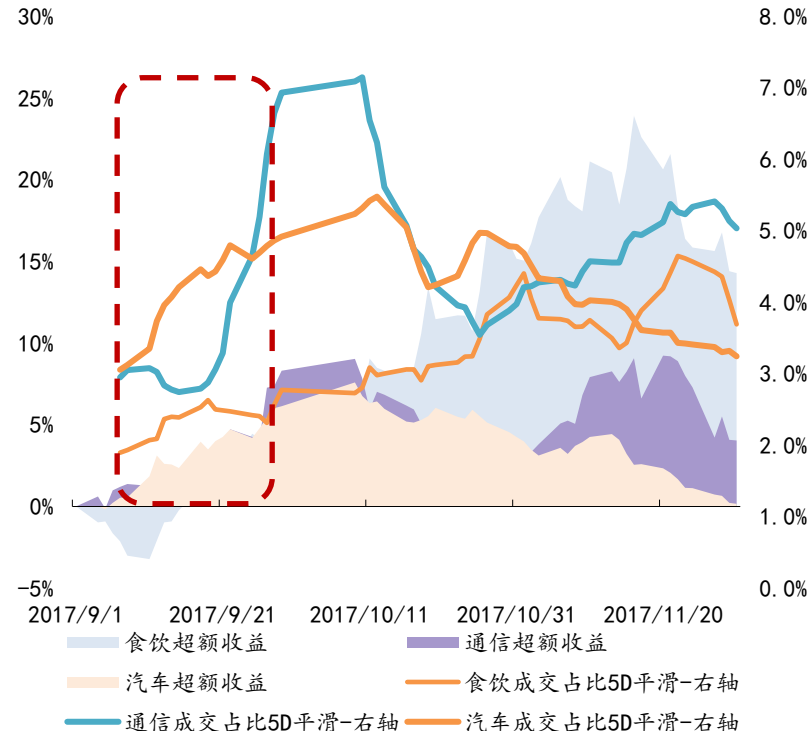
全A成交额降至4000亿, 缩量33%



非银回升确立全A反弹趋势开启



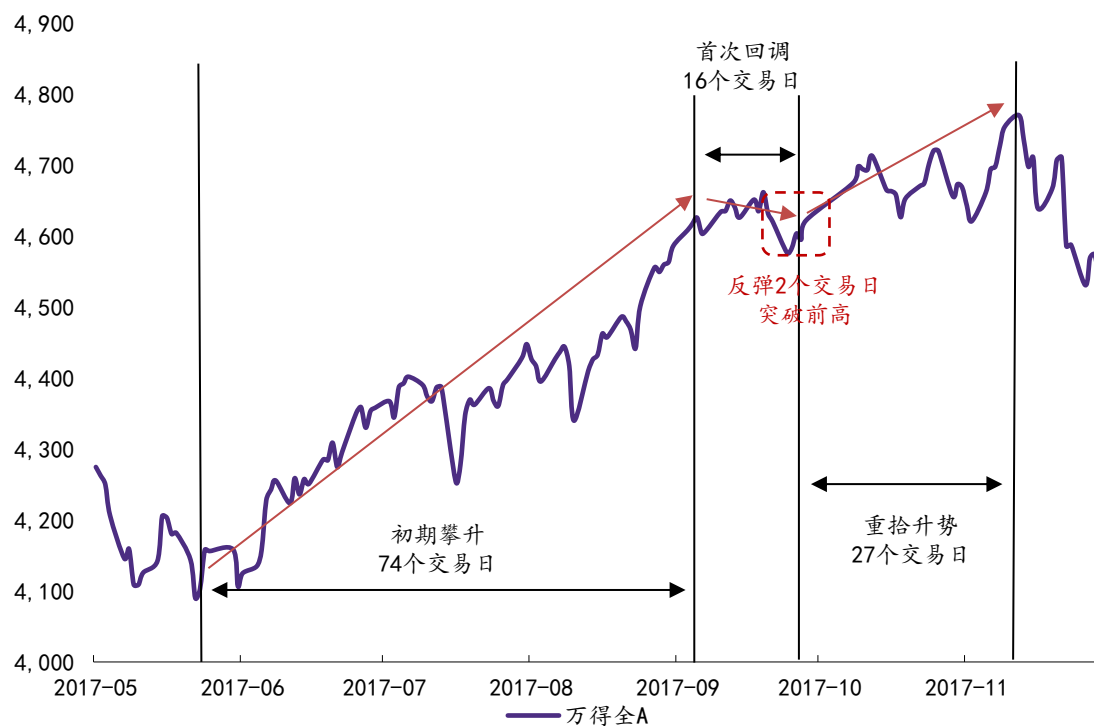
食品饮料、通信、汽车回调中韧性更强



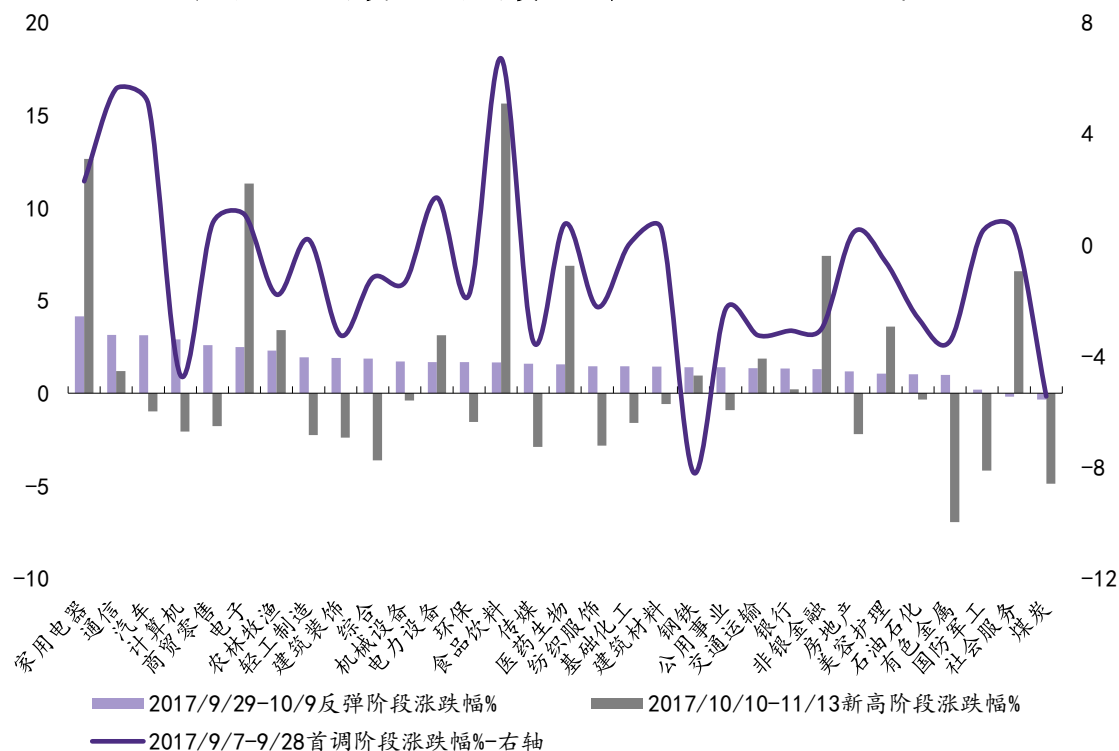
回调反弹特征 (2017): 再冲新高斜率更缓, 消费和科技成长反弹居前

- 全A大势反弹特征: 首次回调后反弹2个交易日就突破前高, 后续再度冲击新高斜率更加平缓;
- 一级行业反弹特征: 反弹阶段2017/9/29-10/9, 消费与科技成长板块反弹力度居前, 上游资源到消费最热主题行情的切换趋势初显; 回调阶段降温居前的钢铁、煤炭并未在反弹阶段实现领先反弹涨幅。

反弹2个交易日到达前高, 再度冲新高斜率更为平缓



反弹阶段上游资源向消费、科技的热点切换趋势初显

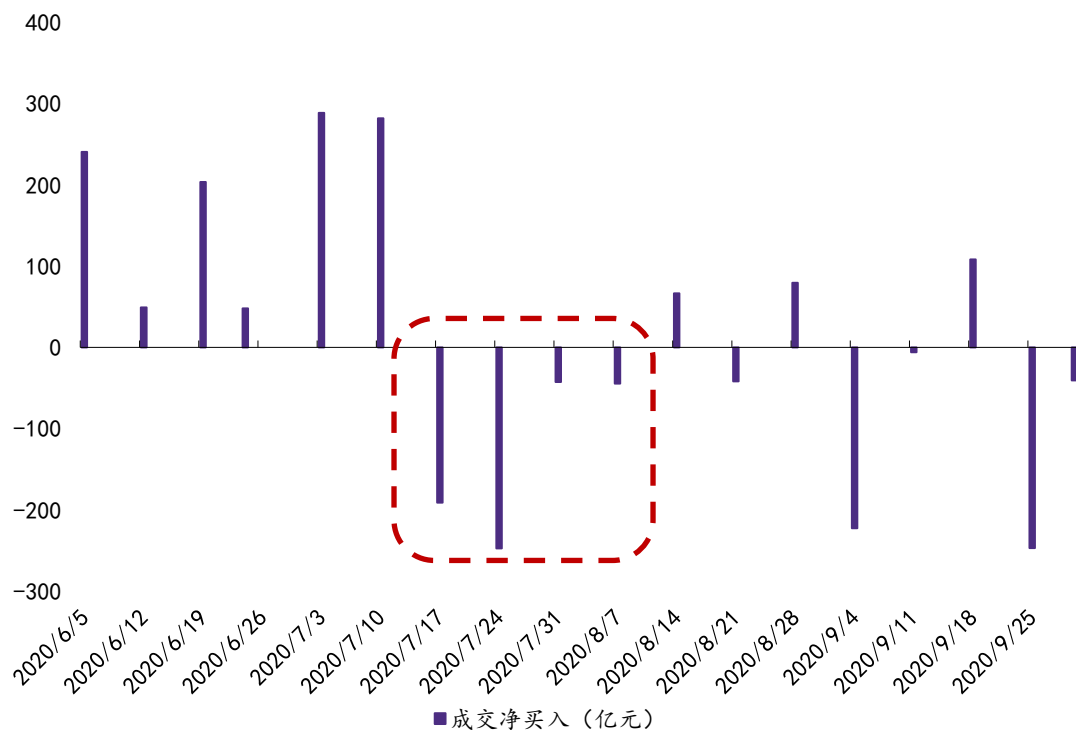


1.3.3、A股主升中的回调(2020): 北向撤资引恐慌, 资金面承压

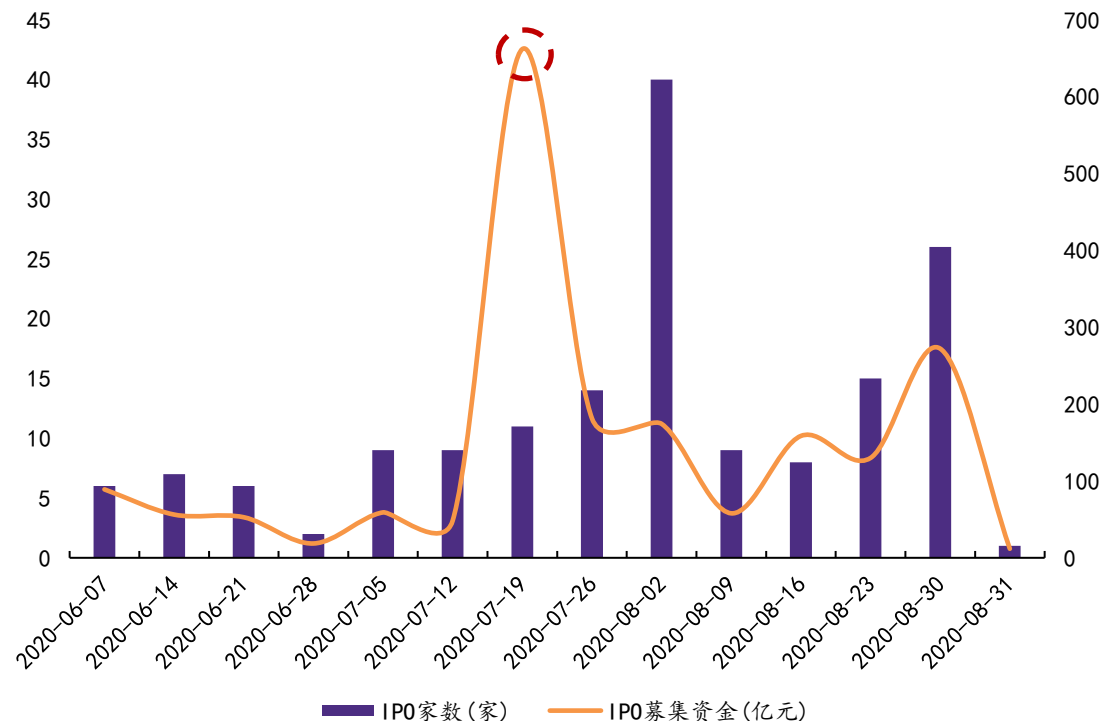
➤ 2020年主升中的首次回调区间为7月14日至7月27日, 北向撤资+中芯国际上市虹吸效应双冲击:

- 北向资金止盈卖出, 持续净流出: “聪明资金”的持续止盈引发市场对于行情将见顶的担忧;
- 中芯国际A股上市产生短期资金虹吸效应: 因中芯国际募资规模庞大, 对于市场资金短期流动性大幅施压;

北向资金连续多周的净卖出引发市场恐慌



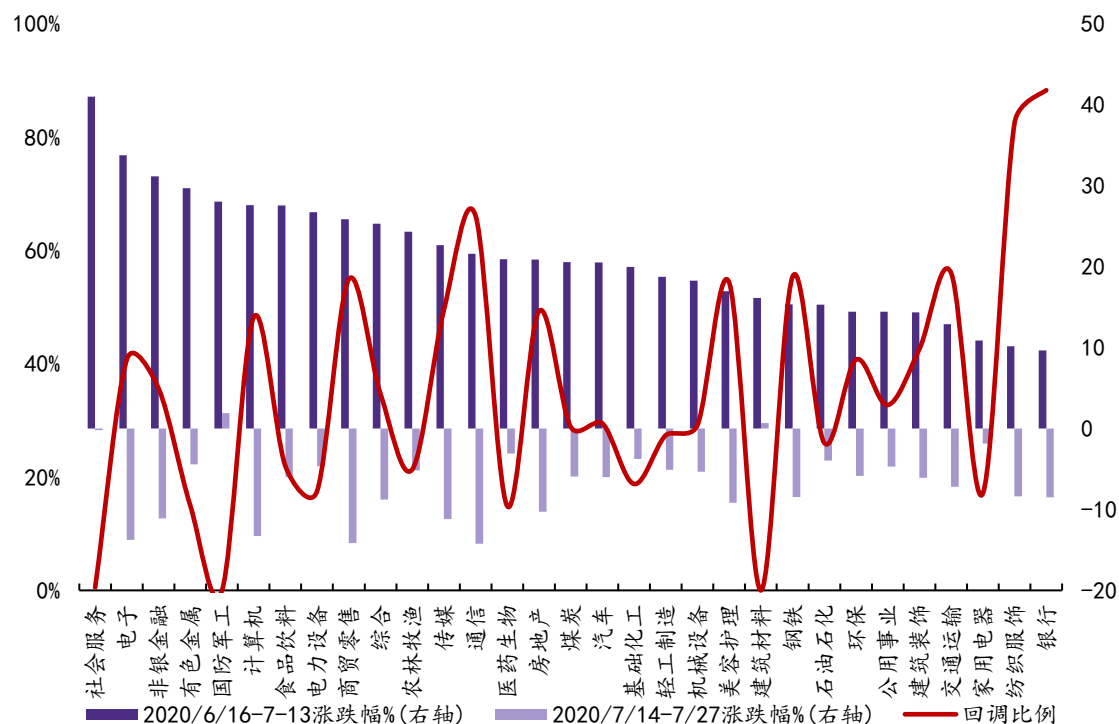
市值“巨无霸”中芯国际A股IPO对市场资金产生短期虹吸效应



A股主升中的回调(2020): TMT与非银降温回调, 热门行业平均回撤28%,分化趋势初显

- 初次攀升阶段行业涨跌幅: 半导体、军工、新能源三科技主题引领成长板块领涨, 中游制造板块涨幅相对落后;
- 回调期间行业表现: 通信、商贸、TMT行业领跌, 军工、建筑材料逆势上涨
 - ① 从回调幅度绝对值看: 前期热门的成长TMT板块与非银回调幅度居前, 同时成长板块分化趋势初显, 军工实现逆势上涨;
 - ② 从回调幅度相对值看: 将首次回调幅度与攀升阶段涨幅的比值作为回调比例, 除去逆势上涨的军工行业, 初期攀升阶段排名前5热门行业平均回调比例为28.0%, 计算机与电子回调比例最高, 分别达48.2%和40.8%。

成长中的TMT与非银降温回调



热门行业与回调居前行业涨跌催化复盘

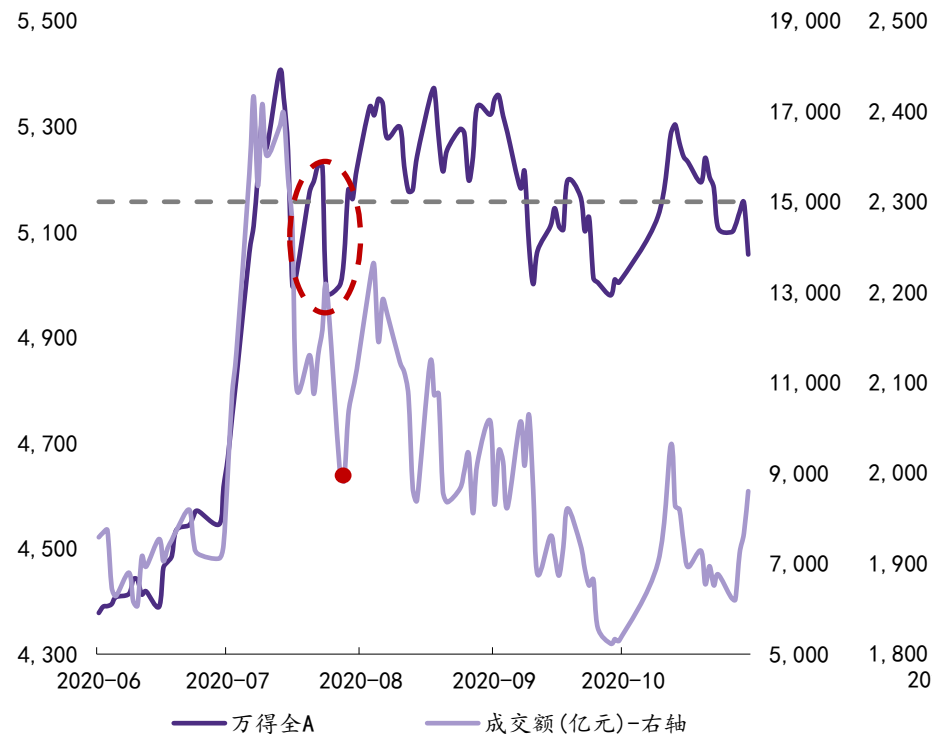
时间区间	行业	区间涨跌幅 (%)	涨势/跌势催化因素
2020/6/16-2020/7/13 涨幅前5行业	社会服务	41.0	①海南离岛免税新政正式实施: 龙头股受益, 促使社会服务板块上涨 ②半导体、军工、新能源三科技热点主题发力: 利好电子与军工行业 ③A股进入主升阶段: 利好“牛市旗手”非银板块 ④疫情初步可控后的迎来全球经济宽松周期: 利好有色与非银板块
	电子	33.7	
	非银金融	31.2	
	有色金属	29.7	
	国防军工	28.0	
2020/7/14-2020/7/27 跌幅前5行业	通信	-14.2	①前期集中上涨后的降温: TMT与免税主题交易过热后的短暂估值与交易拥挤度回调 ②疫情冲击: 相对利空商贸零售行业
	商贸零售	-14.2	
	电子	-13.8	
	计算机	-13.3	
	传媒	-11.2	

回调止跌特征 (2020): 回调持续10个交易日, 成交缩量至9000亿, 有资金承接

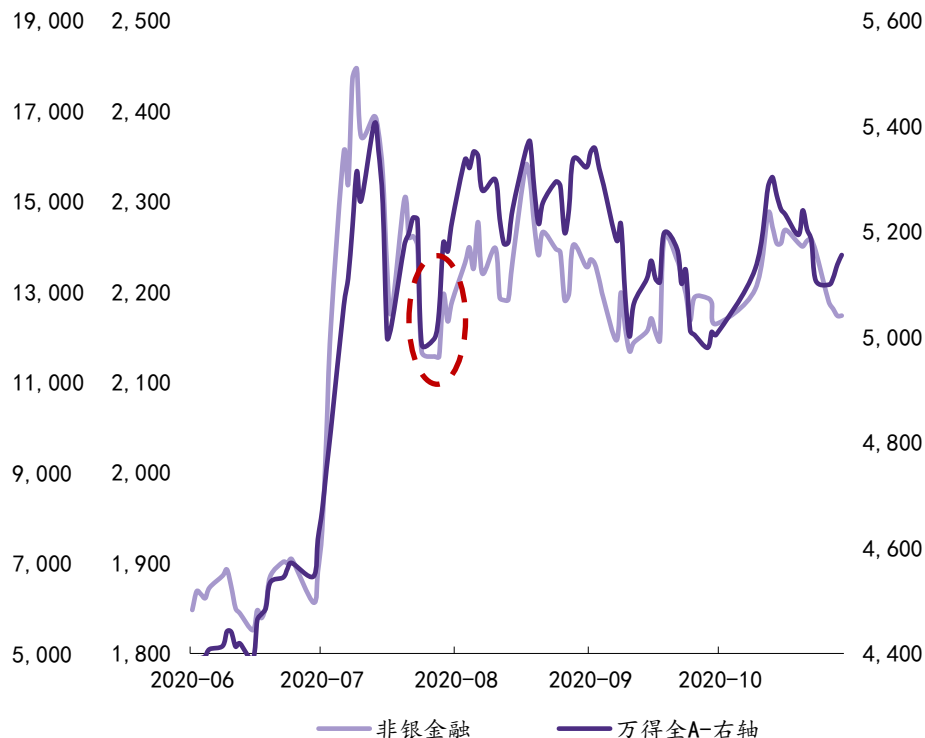
➤ 2020年首次回调区间为7月14日至7月27日, 全A成交额跌破1.5万亿关键点位, 触发回调阶段, 时长10个交易日, 回调幅度7.50%

- 2020年7月28日, 全A成交额触及9千亿关键点位, 地量见低价, 标志着调整接近尾声;
- 2020年7月28日, 非银指数触底, 和全A指数同步触底;
- 军工、建材先于大盘上涨, 回调期间全A成交缩量, 但资金向涨幅领先两行业汇聚, 板块成交占比加速上行。

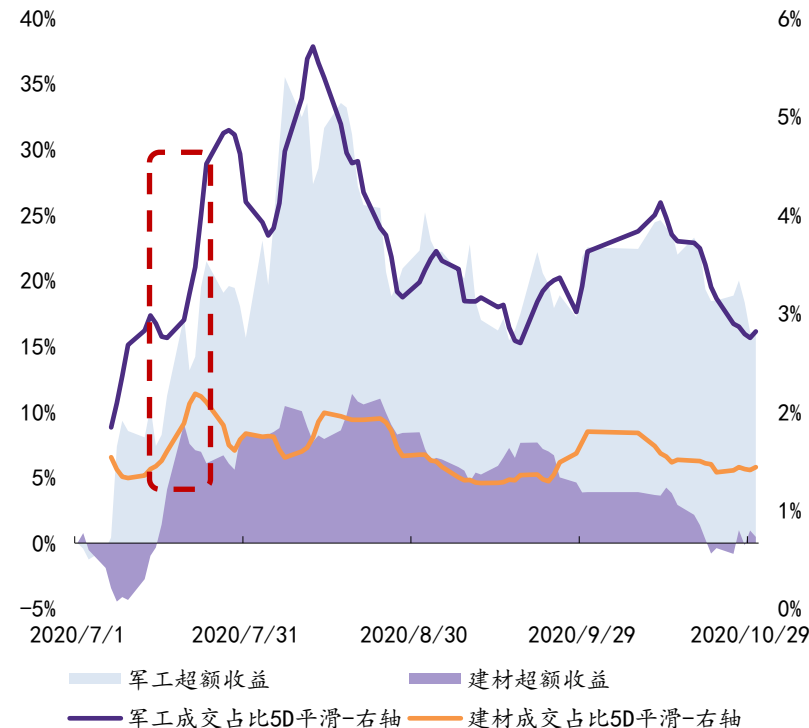
全A成交额降至9000亿, 缩量46%



非银回升确立全A反弹趋势开启

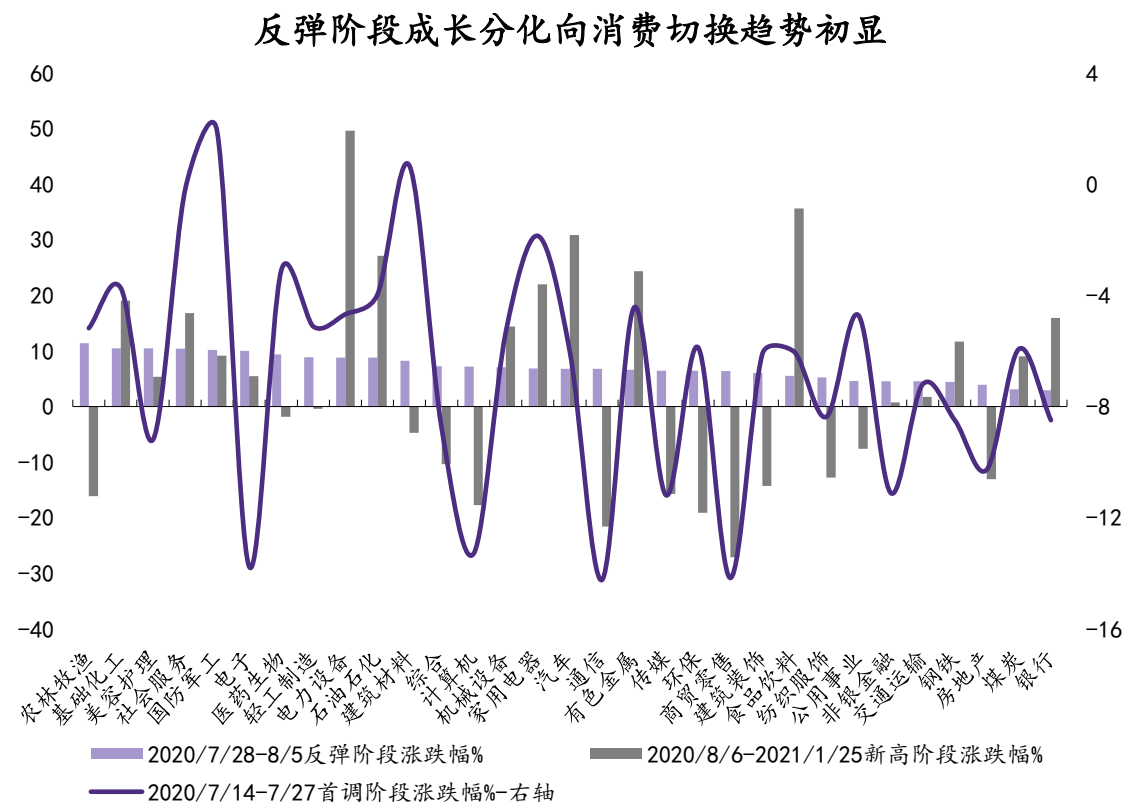


军工、建材回调中逆势增长且拥挤度提升



回调反弹特征 (2020): 慢牛斜率放缓, 科技分化+消费接力趋势初显

- 全A大势反弹特征: 首次回调后反弹未达前高位置, 反弹持续7个交易日到达反弹阶段高点, 后续形成慢牛震荡行情, 再度冲击新高斜率更加平缓;
- 一级行业反弹特征: 反弹阶段2020/7/28-8/5, 消费与成长板块反弹力度居前, 成长分化, 向消费切换趋势初显; 回调阶段降温居前的通信、商贸零售、电子、计算机, 仅有电子实现相对领先的反弹涨幅。



02

回调前后风格行业规律

· 风格特征 · 切换条件

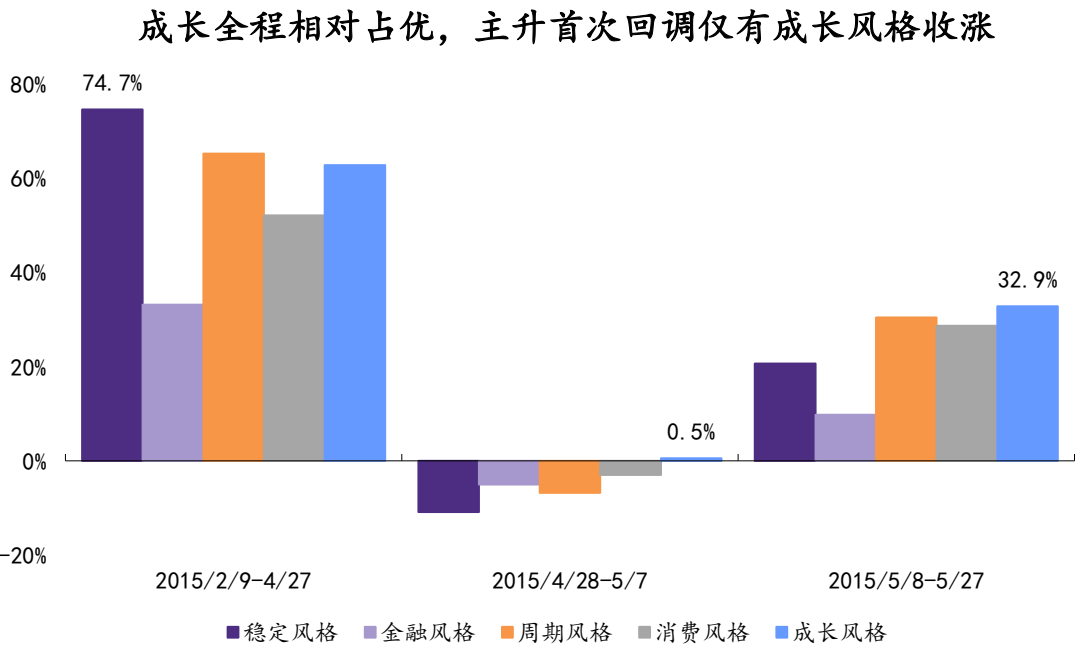
研究创造价值

2.1.1、回调前后（2015年）：成长全程占优，前期领涨的一带一路领跌，科技成长反弹领涨

鑫证券
A FORTUNE SECURITIES

➢ 2015年主升中的调整复盘：风格从稳定、成长到成长、周期，行业从一带一路、成长到科技成长的全面领涨，**成长全程相对占优**

- 初期上行稳定、成长风格占优，一带一路—建筑、机械、交运；科技成长—军工、电力设备、TMT；消费—纺织、商贸、轻工等行业领涨；
- 初次回调仅有成长风格收涨，前期领涨行业估值降温，上游资源—钢铁、煤炭；一带一路—建筑、交运；科技成长—军工、电力设备行业领跌；
- 调整后反弹，延续成长风格占优，科技成长—军工、电力设备、TMT；消费—医药、社服、轻工、农牧、纺织等行业领涨。



资料来源：Wind，华鑫证券研究所

从一带一路、成长到科技成长全面领涨

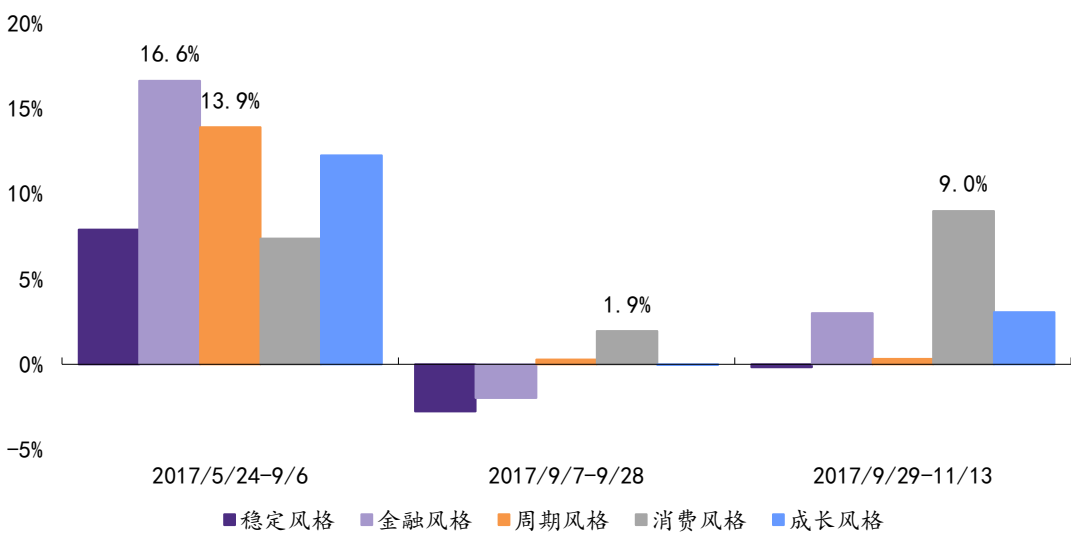
行业		A股主升行情（2014/11-2015/5）				
		初期上行	第一次调整	调整后反弹		重拾升势
		2015/2/9-4/27	2015/4/28-5/7	T+5	T+20	2015/5/8-5/27
上游资源	煤炭	50.2	-14.6	2.8	29.6	23.9
	石油石化	54.0	-10.9	2.3	11.3	19.6
	有色金属	47.7	-8.2	9.5	26.3	25.0
	钢铁	64.0	-16.1	2.4	18.3	25.7
	基础化工	51.1	-6.9	8.9	36.0	33.2
中游制造	建筑材料	49.2	-8.4	6.1	27.8	28.8
	机械设备	69.7	-7.2	8.4	34.8	34.6
	建筑装饰	85.4	-12.0	1.4	14.5	23.8
	交通运输	71.1	-14.1	5.0	23.9	29.5
大金融	银行	28.9	-5.1	0.2	8.8	5.1
	非银金融	34.1	-3.8	0.5	4.5	8.3
	房地产	46.9	-6.3	7.3	26.3	24.8
成长	国防军工	57.3	-6.2	4.1	32.8	46.2
	电力设备	62.9	-7.3	11.8	40.3	37.0
	计算机	62.2	1.4	16.0	47.8	38.2
	传媒	54.4	1.4	15.0	36.9	31.0
	电子	48.3	-4.6	10.9	43.9	38.4
	通信	61.6	-5.6	13.2	43.3	38.8
下游消费	医药生物	50.9	-4.5	9.0	32.5	30.2
	社会服务	51.2	-4.4	7.7	36.0	31.3
	轻工制造	55.4	-2.7	13.3	43.0	40.8
	农林牧渔	47.3	-7.4	11.3	41.4	41.2
	纺织服装	62.6	-6.7	13.4	42.8	39.6
	商贸零售	56.6	-5.7	12.5	32.7	34.9
	美容护理	40.9	-9.1	5.3	23.7	27.8
	食品饮料	40.9	-5.0	6.1	19.0	20.8
	汽车	45.8	-6.8	6.4	29.7	26.8
	家用电器	46.0	-4.5	8.7	29.1	24.5
公用	环保	56.5	-6.8	8.6	34.5	34.2
	综合	49.5	-6.7	7.9	41.3	39.0
	公用事业	51.3	-6.5	5.6	24.2	27.5

➤ 2017年主升中的调整复盘: 从供给侧改革受益的周期行业到消费, 调整后

风格切换, 消费占优

- 初期上行金融与周期风格领先, 供给侧改革行业—钢铁、煤炭、化工等; 金融—银行、非银; 成长—军工、电力设备、TMT等行业领涨;
- 初次回调消费风格接力, 稳定与金融风格大幅降温, 供给侧改革行业—钢铁、煤炭等; 金融—银行、非银领跌;
- 调整后反弹, 整体延续消费风格, 成长与金融风格次之。从行业来看, 先科技成长—军工、电力设备、TMT; 消费—医药、商贸、食品饮料、汽车、家电等; 后消费——食饮、家电、医药等行业领涨。

主升首次回调金融与周期向消费风格切换



从供给侧改革行业到消费

行业		A股主升行情 (2017/5-2017/11)				
		初期上行	第一次调整	调整后反弹		重拾升势
		2017/5/24-9/6	2017/9/7-9/28	T+5	T+20	2017/9/29-11/13
上游资源	煤炭	34.7	-5.4	-4.6	-8.8	-5.2
	石油石化	4.9	-2.6	0.2	-1.4	0.7
	有色金属	43.7	-3.5	-3.5	-6.8	-6.0
	钢铁	34.4	-8.2	-1.1	-4.5	2.4
	基础化工	13.9	0.0	0.5	-3.2	-0.2
中游制造	建筑材料	10.0	0.6	1.2	-1.9	0.8
	机械设备	7.6	-1.3	1.4	-0.7	1.3
	建筑装饰	9.5	-3.3	0.8	1.0	-0.5
	交通运输	9.4	-3.2	1.9	2.9	3.2
大金融	银行	12.1	-3.1	1.8	0.2	1.5
	非银金融	20.3	-3.0	2.1	3.8	8.8
	房地产	6.9	0.5	-0.8	-1.1	-1.1
成长	国防军工	11.5	0.5	2.5	-5.2	-4.0
	电力设备	9.7	1.7	1.0	-1.0	4.9
	计算机	16.9	-4.7	3.2	-3.7	0.8
	传媒	2.8	-3.5	2.6	-3.0	-1.4
	电子	13.8	1.1	3.2	6.5	14.1
	通信	9.7	5.6	1.6	-2.9	4.4
下游消费	医药生物	3.4	0.8	4.8	5.8	8.5
	社会服务	7.6	0.5	1.0	1.6	6.4
	轻工制造	8.3	0.2	1.5	-1.2	-0.4
	农林牧渔	6.3	-1.8	3.6	4.7	5.8
	纺织服饰	1.2	-2.2	1.7	-2.4	-1.4
	商贸零售	7.1	0.8	4.5	1.3	0.8
	美容护理	3.1	-0.6	1.8	5.6	4.7
	食品饮料	11.0	6.7	6.7	13.0	17.5
	汽车	6.5	5.1	2.8	-1.1	2.1
	家用电器	8.1	2.3	5.5	9.7	17.3
公用	环保	-0.9	-1.8	1.1	-0.3	0.1
	综合	13.0	-1.2	0.5	-4.1	-1.8
	公用事业	0.9	-2.3	1.5	-0.3	0.5

资料来源: Wind, 华鑫证券研究所

2.1.3、回调前后 (2020): 从成长到周期和消费, 前期领涨的成长分化, 周期与消费接力上行

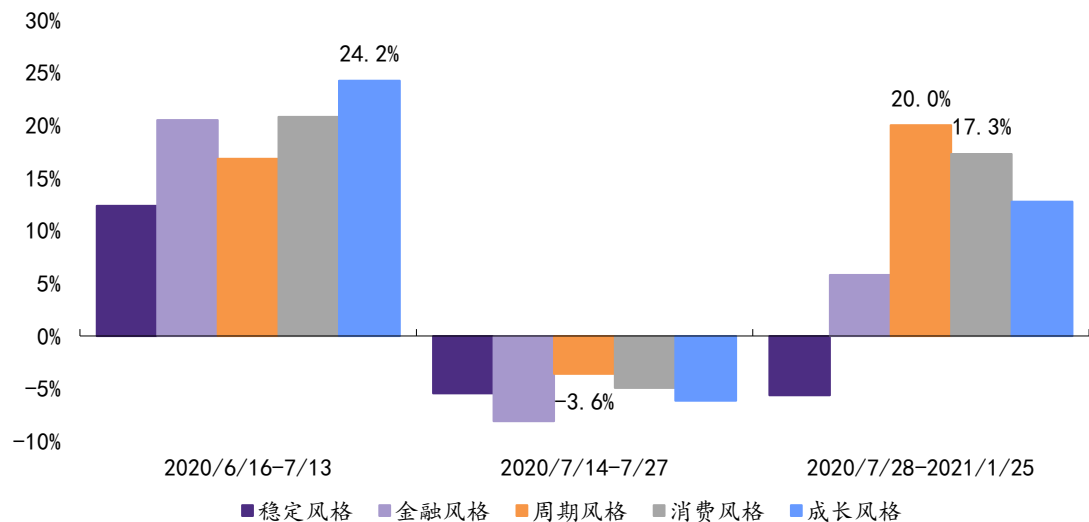
华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

➤ 2020-2021年主升中的调整复盘: 从成长到消费与周期, 调整后风格切换,

成长短暂反弹后分化, 周期与消费接力上行

- 初期上行成长风格占优, 成长—军工、电力设备、TMT等; 金融—非银、地产; 消费—社服、餐饮、商贸等行业领涨;
- 初次调回调金融与成长风格领跌, 周期风格相对抗压, 成长—TMT等; 金融—非银、地产; 消费—商贸等行业领跌;
- 调整后周期与消费风格反弹领涨, 成长短暂反弹后分化。从行业来看, 先科技成长—军工、电力设备、TMT; 消费—医药、社服等; 后成长分化—电力设备领涨, 上游周期与消费上行——餐饮、汽车、家电、石油石化、有色、化工等行业涨幅居前。

主升首次回调成长向周期与消费风格切换



成长短暂反弹后分化, 周期与消费接力上行

行业		A股主升行情 (2020/7-2021/6)				
		初期上行	第一次调整	调整后反弹		重拾升势
		2020/6/16-7/13	2020/7/14-7/27	T+5	T+20	2020/7/28-2021/1/25
上游资源	煤炭	20.6	-5.9	4.0	3.6	12.5
	石油石化	15.3	-4.0	3.6	8.2	38.3
	有色金属	29.7	-4.4	6.9	4.8	32.6
	钢铁	15.3	-8.5	3.8	4.9	16.7
	基础化工	20.0	-3.7	8.9	10.3	31.5
中游制造	建筑材料	16.1	0.7	8.3	10.2	3.1
	机械设备	18.3	-5.3	6.3	7.5	22.5
	建筑装饰	14.3	-6.1	4.1	7.3	-9.1
	交通运输	12.9	-7.2	5.0	7.9	6.3
大金融	银行	9.6	-8.5	0.8	4.0	19.4
	非银金融	31.2	-11.1	4.6	5.3	5.3
	房地产	20.8	-10.3	2.5	3.4	-9.7
成长	国防军工	28.0	1.9	7.1	8.3	20.3
	电力设备	26.7	-4.7	9.6	7.7	62.8
	计算机	27.6	-13.3	7.4	3.5	-11.9
	传媒	22.6	-11.2	6.9	7.5	-10.3
	电子	33.7	-13.8	11.8	9.0	16.1
	通信	21.5	-14.2	7.1	3.9	-16.2
下游消费	医药生物	20.9	-3.1	10.5	1.8	7.4
	社会服务	41.0	-0.2	12.0	1.6	29.0
	轻工制造	18.7	-5.1	6.9	10.2	8.4
	农林牧渔	24.3	-5.2	8.8	12.6	-6.6
	纺织服饰	10.2	-8.4	4.4	3.8	-8.2
	商贸零售	25.8	-14.2	5.4	0.4	-22.5
	美容护理	16.9	-9.2	8.7	7.9	16.4
	食品饮料	27.5	-6.0	6.8	10.7	43.1
	汽车	20.5	-6.0	6.9	9.0	39.8
	家用电器	10.9	-1.9	6.9	5.4	30.3
	环保	14.4	-5.9	5.8	8.1	-13.9
公用	综合	25.3	-8.8	3.7	5.4	-3.8
	公用事业	14.4	-4.7	5.0	6.7	-3.3

资料来源: Wind, 华鑫证券研究所

诚信、专业、稳健、高效

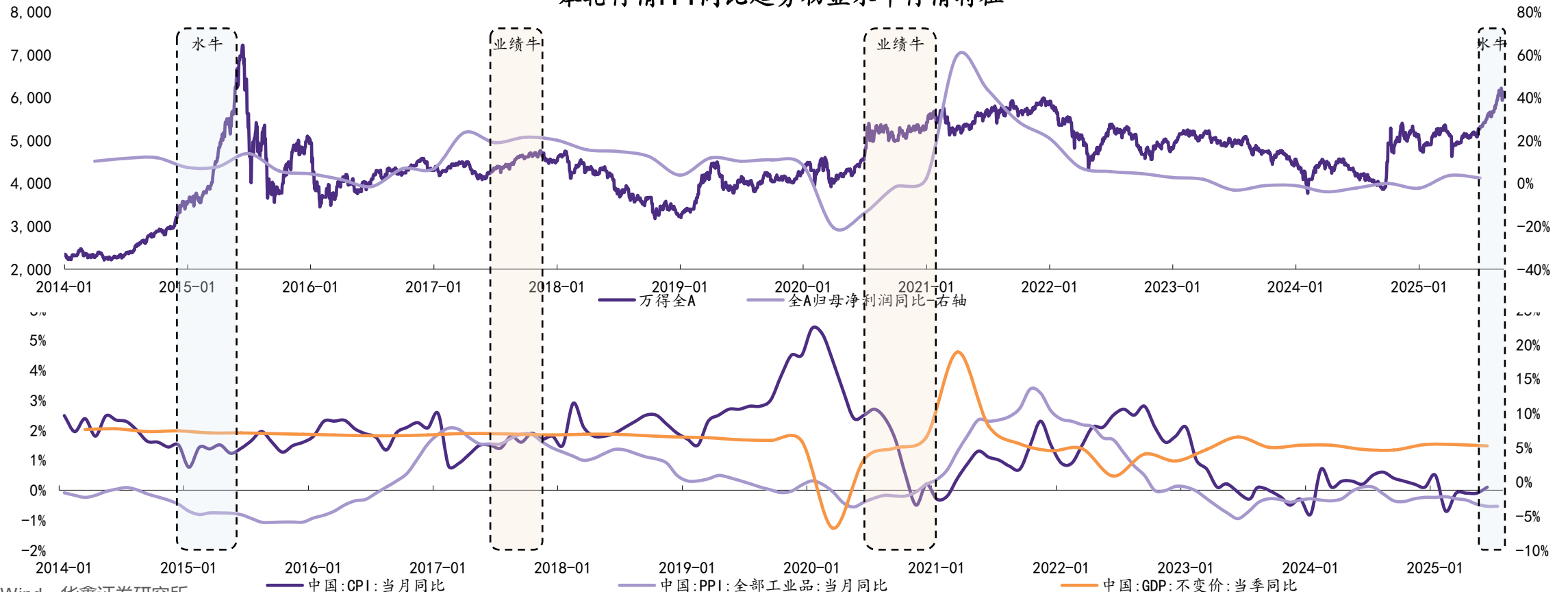
请阅读最后一页重要免责声明

2.2、主升首调后的风格特征：取决于基本面，水牛成长延续，业绩牛向消费、周期切换

➤ 牛市主升加速攀升阶段首调前后的风格切换，宏观经济面的转向是关键催化因素：使用PPI、GDP、全A归母净利润同比趋势对牛市主升阶段进行划分，2014-2015年为水牛，2016-2017年、2019-2021年为业绩牛。

- 水牛主升首调后，成长风格仍是流动性宽松的受益行业，2015年4-5月回调后一带一路主题情绪退潮，但军工、电力设备、TMT等科技成长延续强势，下游消费作配角，上游资源相对承压。
- 业绩牛主升首调后，伴随宏观经济面逐步改善，经济周期与企业业绩反转，风格从前期抱团方向切换至复苏利好的顺周期行业，并最终传导至下游消费板块。成长板块相对分化，具备产业强催化的科技成长行业仍具上涨潜力，如2020-2021年的新能源。

本轮行情PPI同比趋势初显水牛行情特征



资料来源：Wind，华鑫证券研究所

诚信、专业、稳健、高效

请阅读最后一页重要免责声明

03

后续A股策略应对展望

· 震荡上行 · 斜率放缓 · 科技占优

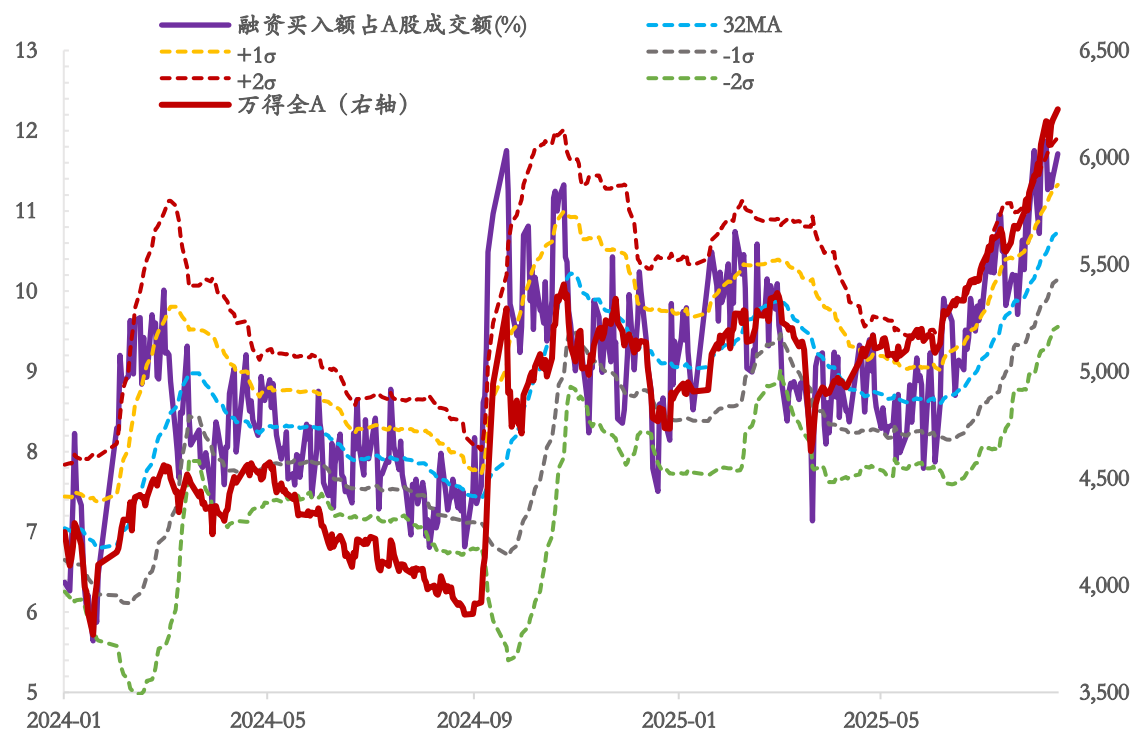
研究创造价值

3.1、本轮主升回调动因：短期融资交易偏热，TMT成交占比临近高位

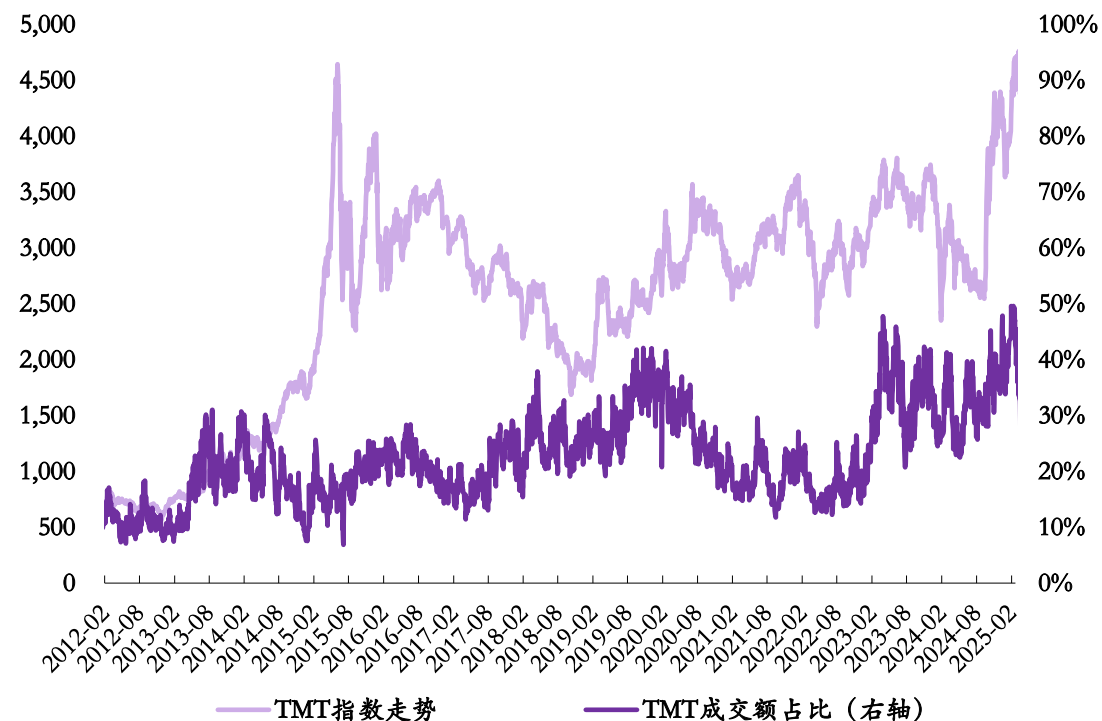
➤ 2025年主升中的首次回调区间为9月2日至9月9日，回调原因是局部交易过热+外媒新闻报道利空催化+93国庆阅兵重要节点集中止盈：

- 融资交易偏热：融资买入额占比临近+2 σ ，短期市场情绪偏热。
- TMT成交占比临近高位：再度超过41%，2月最高是49.6%，23年4月最高是47.8%。

9月初融资买入额占比临近+2 σ



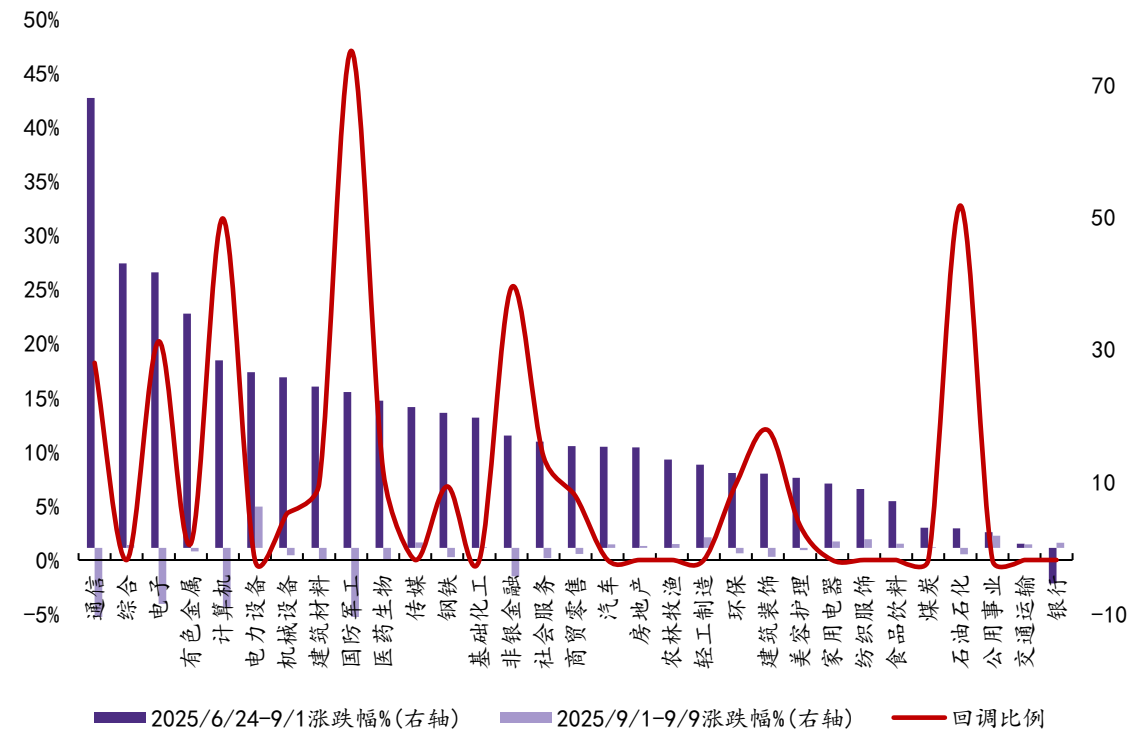
9月初TMT成交占比再度超过40%



3.2、本轮回调基本到位：持续6个交易日，调整2.35%，热门行业回撤28.5%

- 2025/6/24-9/1为本轮行情的初次攀升阶段，2025/9/2-9/9为首次回调阶段：
- **初次攀升阶段涨跌幅：**对比前三轮初期加速攀升阶段平均持续2.3个月，本轮初期攀升阶段维持2个多月（51个交易日），全A指数累计涨幅21.34%
 - ✓ **行业表现：**以反内卷政策催化，以及AI、机器人、军工等多成长主题轮动引领，TMT、军工、有色等成长与中上游资源板块涨幅领先，下游消费板块相对弱势；
 - **回调期间涨跌幅：**对比前三轮首调平均时长11个交易日，全A指数平均回调4.86%，本轮回调持续6个交易日，回调幅度2.35%
 - ✓ **行业表现：**军工、TMT成长、石化回调幅度居前，中上游资源板块同样弱势，高切低下游消费板块逆势上涨。对比前三轮首调攀升阶段前5热门行业平均回调幅度为20.7%，本轮前5热门行业平均回调幅度为24.8%，计算机回调比例最高，达31.6%。

成长回调，消费多逆势上涨



本轮前5热门行业平均回调幅度超历史平均水平

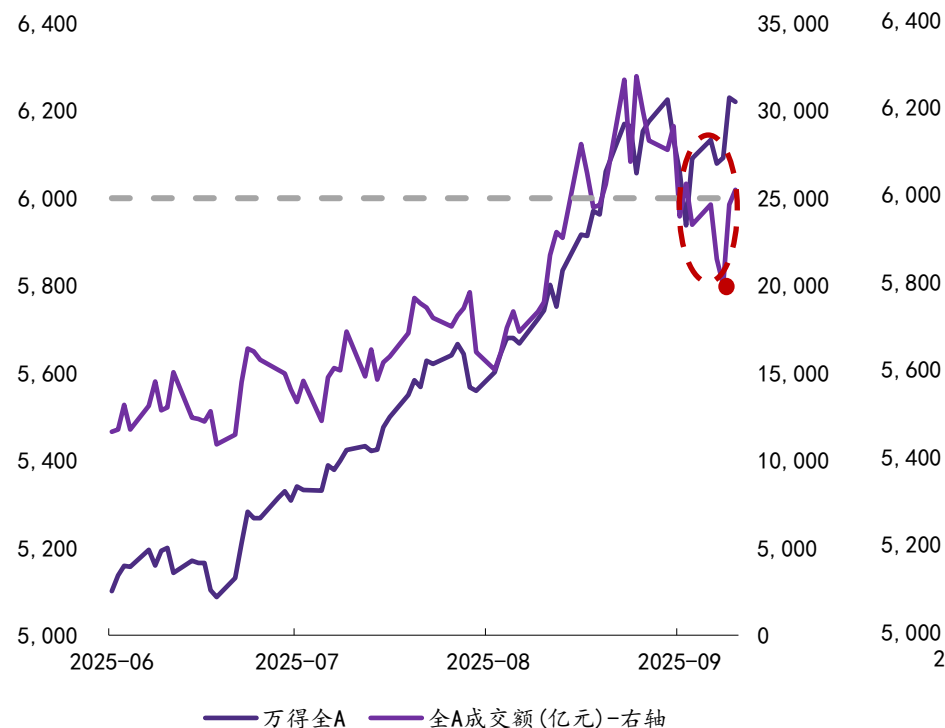
行情区间	初期攀升持续时长(月)	攀升阶段全A累计涨幅(%)	回调持续时长(交易日)	回调幅度(%)	初期攀升阶段排名前5热门行业平均回调比例(%)	最高回调热门行业	最高回调比例(%)
2014-2015年	3	52.60	7	6.42	16.2	钢铁	25.2
2016-2017年	3	12.89	16	0.66	18.0	计算机	27.7
2019-2021年	1	19.81	10	7.50	28.0	计算机	48.2
平均值	2.33	28.43	11	4.86	20.7	/	33.7
2024年至今	2	21.34	6	2.35	24.8	计算机	31.6

止跌条件基本具备：成交缩量至2万亿，非银触底，ETF和融资再度净买入

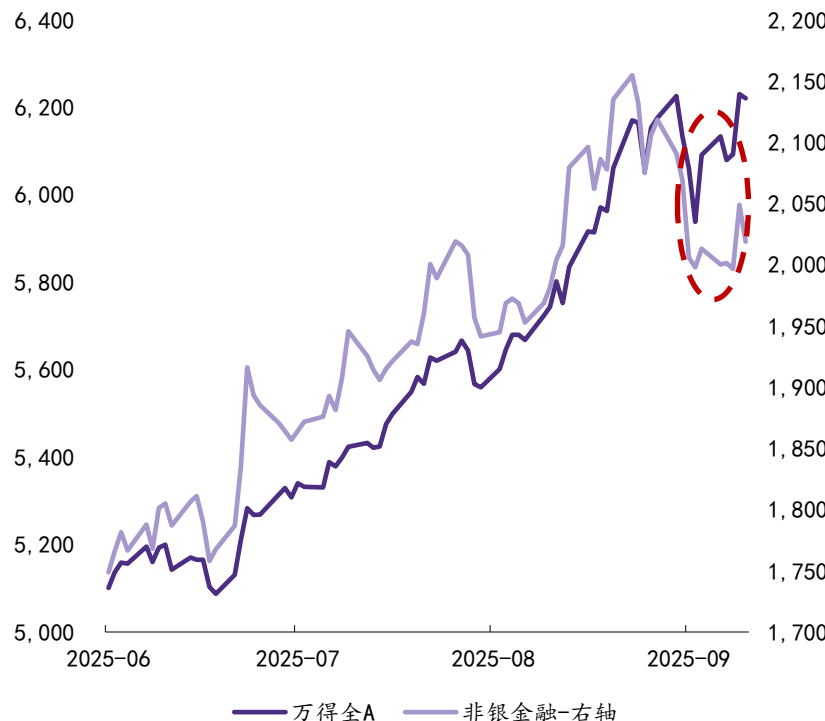
➤ 2025年首次回调区间为9月2日至9月9日，全A成交额跌破2.5万亿关键点位，触发回调阶段，时长6个交易日，回调幅度2.35%

- 2025年9月10日，全A成交额触及2万亿关键点位，缩量37%；
- 2025年9月10日，非银和全A同步触底，非银阶段见底，可作为全A止跌的即时信号；
- **ETF再度净买入**：初期攀升阶段，因A股上涨趋势明确，宽基指数加速流出主导股票型ETF配置规模下降，其中部分转向行业与主题ETF配置，快速攀升后期浮盈的部分ETF资金卖出止盈，回调阶段ETF卖压收窄，ETF现已再度净买入。

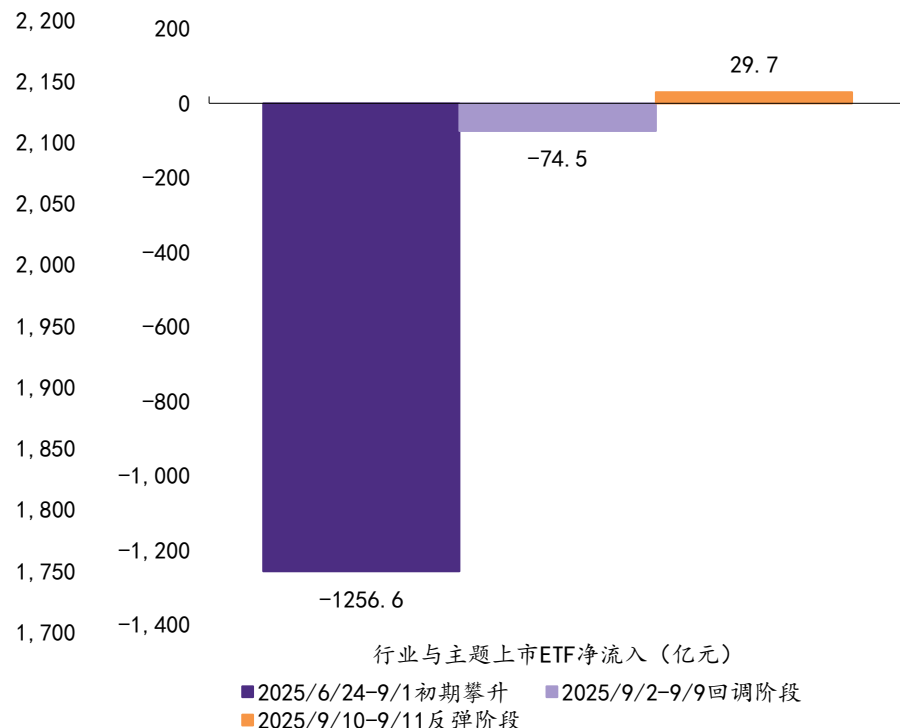
全A成交额触及2万亿，标志回调已充分



非银指数触底触发反弹信号

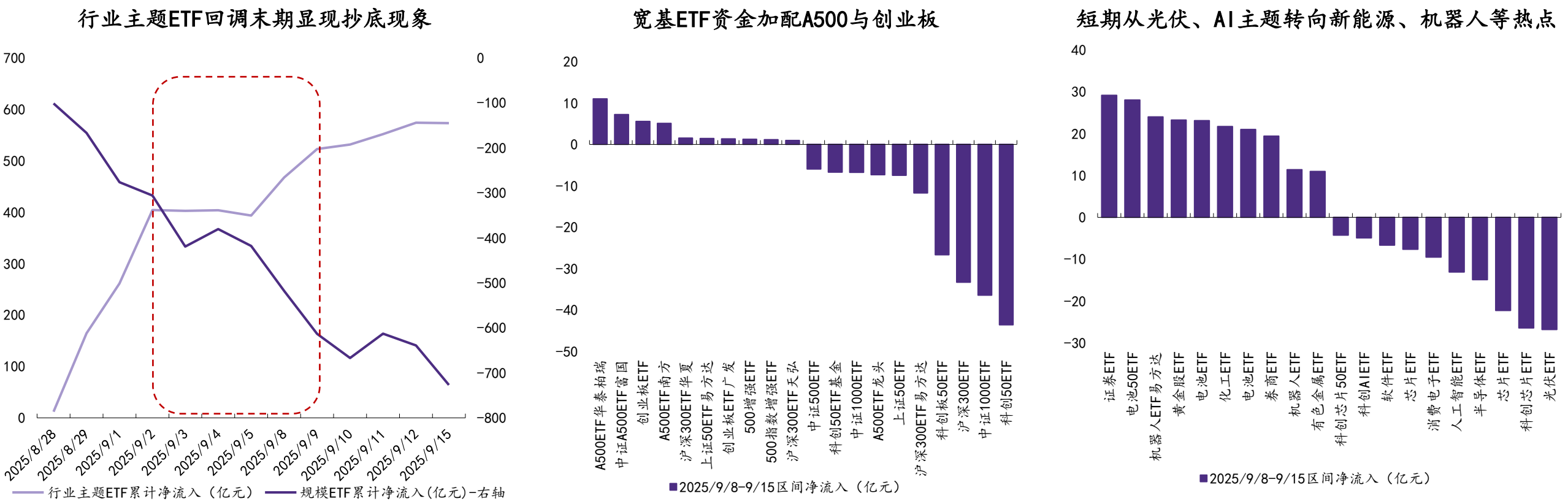


ETF再度净买入，止盈压力缓和



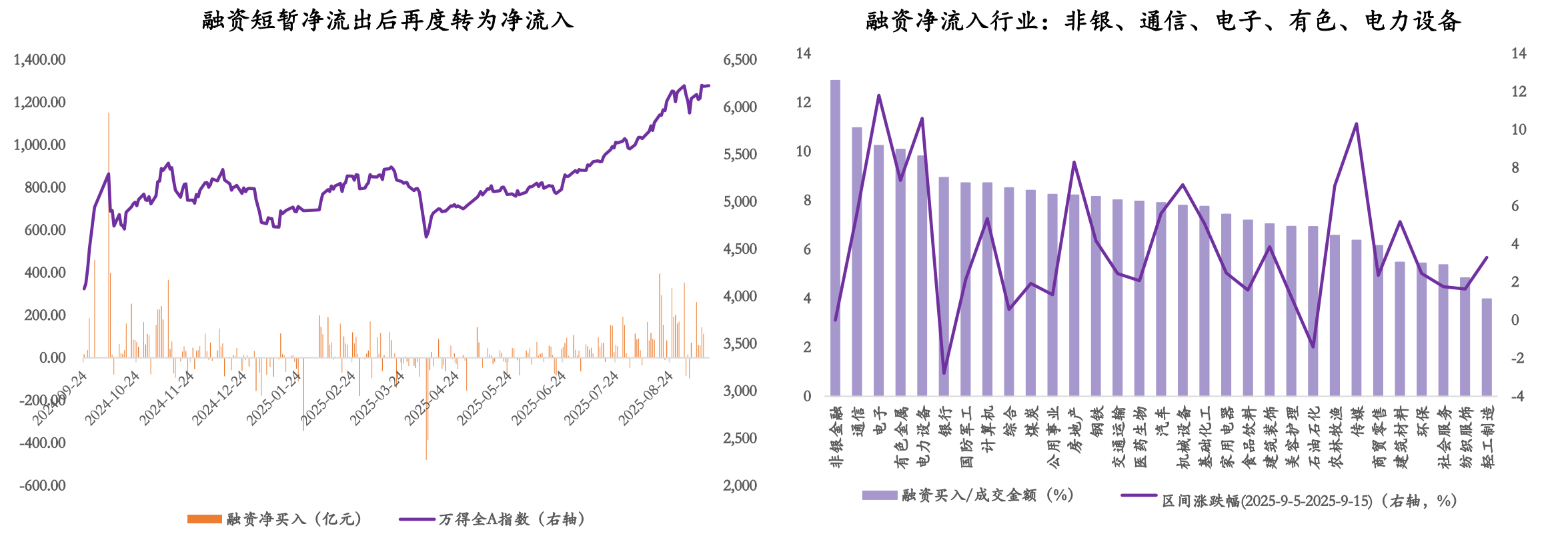
ETF：宽基加配创业板与A500，行业热点短期转向新能源、机器人、黄金、化工

- 2025年首次回调区间为9月2日至9月9日，宽基规模ETF两日净流入波动后，重回快速净流出趋势；行业主题ETF规模短暂平调后，回调末期资金抄底现象显著
- 宽基规模ETF：自2025年9月8日以来，虽然宽基规模ETF整体呈现净流出，但是内部结构具备显著趋势，资金加配创业板与大盘A500指数，从科创与中小盘股流出；
 - 行业主题ETF：自2025年9月8日以来，热门行业主题ETF短期发生转向，资金从光伏、AI硬件、AI应用等前期热点行业流出，转向加配非银、新能源、机器人、黄金、化工等行业。



资料来源：Wind，华鑫证券研究所

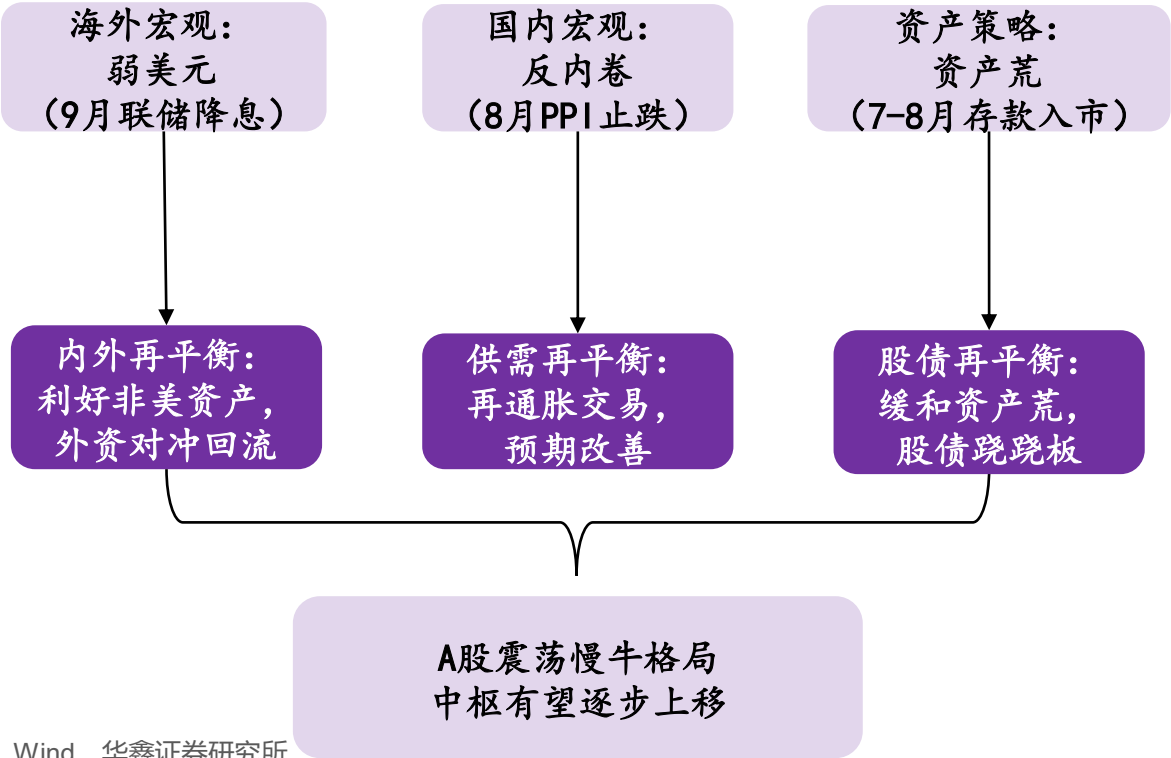
- 2025年首次回调区间为9月2日至9月9日，融资仅在9月2日和9月4日分别净流出84.6亿和97.0亿，自9月5日以来，连续6天净流入，且净两天净流入均超百亿。
- 自9月5日以来，融资净流入居前的行业为非银、通信、电子、有色、电力设备，通信、电子、电力设备涨幅居前。



3.3、 A股大势展望： 内外宏观叙事共振， 震荡蓄力， 新高可期

- 前三轮牛市行情首调反弹后， 均实现后续持续上攻新高行情， 反弹阶段初显新高阶段行业风格
 - 除2015年疯牛， 其余两轮新高阶段涨幅斜率减缓。新高阶段三轮平均涨幅为15.7%， 除2015年外两轮平均涨幅为8.8%；
 - 根据第一部分反弹阶段行业涨跌幅分析， 反弹阶段行业轮动切换与新高阶段行业风格存在一定程度的匹配度， 可从反弹阶段窥探预测后续行业轮动趋势。
- 三大再平衡论证本轮A股慢牛， 震荡上行， 再创新高可期：
 - 内外再平衡（海外宏观——弱美元 & 人民币偏强， 外资对冲回流）
 - 供需再平衡（国内宏观——反内卷组合下的供给出清、需求释放， 再通胀交易， 市场风险偏好和盈利预期改善）
 - 股债再平衡（大类资产——资产荒缓和， 股债跷跷板， 存款搬家， 国债从趋势到交易机会， ETF带动A股正循环）

三大再平衡过程有望确认A股震荡慢牛格局



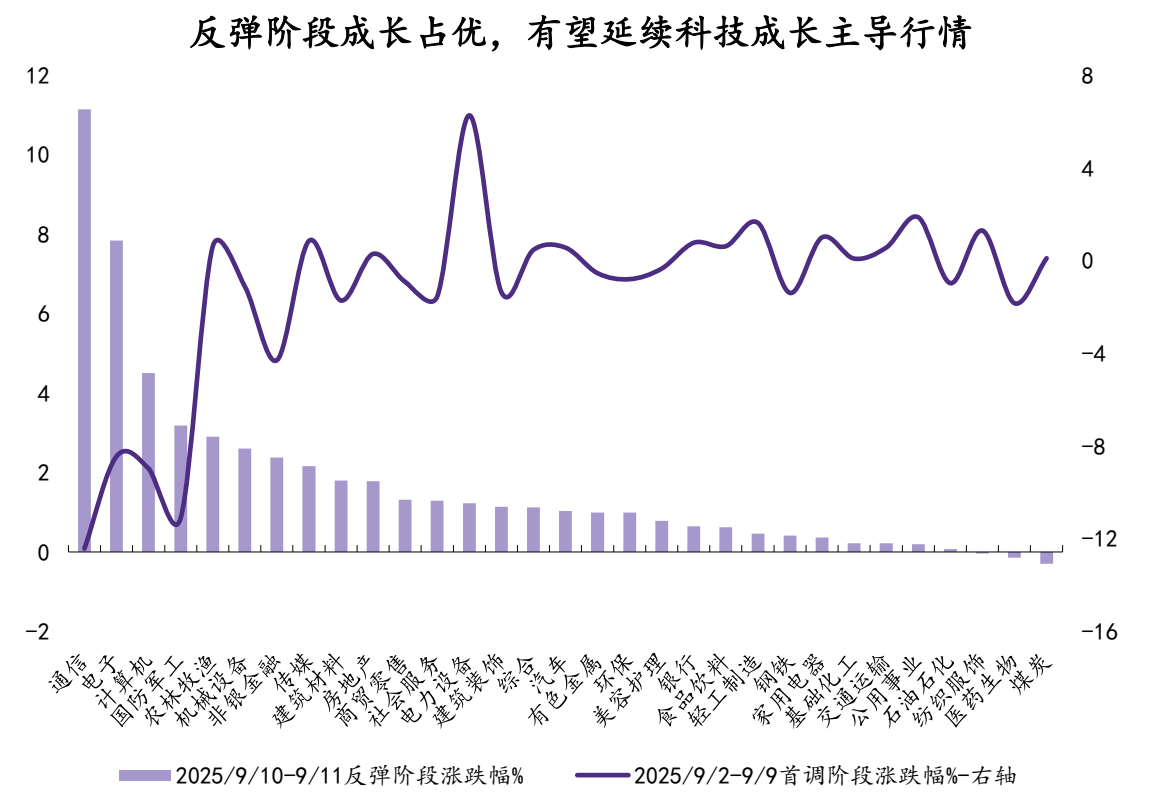
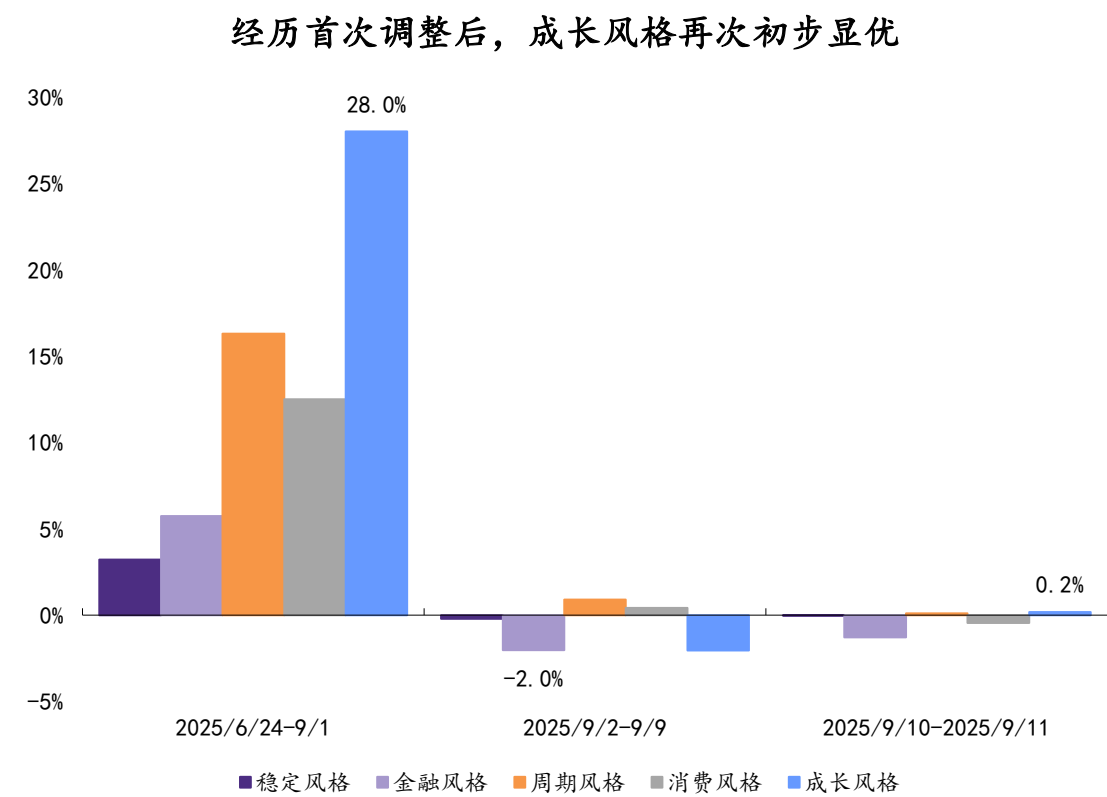
除2015年疯牛， 其余两轮后续新高阶段涨幅斜率减缓

行情区间	首调持续时长 (交易日)	回调幅度 (%)	后续是否到达前高	到达前高时长 (交易日)	到达新高时长 (交易日)	新高阶段涨幅 (%)	新高阶段涨幅斜率
2014-2015年	7	6.42	是	2	14	29.6	更陡
2016-2017年	16	0.66	是	2	27	3.8	更缓
2019-2021年	10	7.50	是	107	123	13.8	更缓
平均值	11	4.86	/	37	/	15.7	/
2024年至今	6	2.35	是	2	/	/	/

资料来源: Wind, 华鑫证券研究所

3.4、风格难有切换：PPI转正任重道远，水牛行情科技占优

- 结合近期的经济、金融、通胀数据来看，出口、投资和社零均有回落，PPI虽有止跌，主要是反内卷政策助推，内生性需求依旧偏弱，PPI转正还需等待。
- 类比2015年的水牛行情，流动性助推为主，科技城战全程占优。



A股仍为水牛行情，成长占优有望延续

➤ 2025截至现阶段调整复盘：

- 初期上行成长风格领涨，成长—TMT、军工等；上游资源—有色等行业领涨；
- 初次回调成长风格领跌，稳定风格相对抗压，成长—军工、TMT等行业领跌；
- 现阶段反弹成长风格再次初步显优，成长— 通信、TMT、军工；中游—机械；消费-农业等行业领涨。

行业		A股主升行情（2025/6至今）				
		初期上行	第一次调整	反弹阶段	ROE变动比例	
		2025/6/24-9/1	2025/9/2-9/9	2025/9/10-9/11	25Q2与Q1 季度环比	2025/9/12节点 2025预测与2024 年度同比
上游资源	煤炭	3.0	0.1	-0.3	-8%	-24%
	石油石化	2.9	-1.0	0.1	-6%	-6%
	有色金属	35.5	-0.5	1.0	5%	21%
	钢铁	20.4	-1.4	0.4	74%	486%
	基础化工	19.7	0.1	0.2	-1%	28%
中游制造	建筑材料	24.4	-1.7	1.8	9%	71%
	机械设备	25.8	-1.1	2.6	6%	24%
	建筑装饰	11.3	-1.4	1.1	-2%	-1%
	交通运输	0.7	0.6	0.2	5%	-1%
大金融	银行	-5.4	0.8	0.6	-1%	3%
	非银金融	17.0	-4.3	2.4	3%	-2%
	房地产	15.2	0.3	1.8	-11%	8%
成长	国防军工	23.6	-11.1	3.2	9%	104%
	电力设备	26.6	6.3	1.2	10%	93%
	计算机	28.4	-9.0	4.5	12%	250%
	传媒	21.3	0.9	2.2	8%	108%
	电子	41.7	-8.4	7.8	2%	52%
	通信	68.1	-12.4	11.1	3%	11%
下游消费	医药生物	22.3	-1.8	-0.1	-3%	23%
	社会服务	16.1	-1.5	1.3	1%	29%
	轻工制造	12.6	1.6	0.5	-12%	15%
	农林牧渔	13.4	0.6	2.9	3%	7%
	纺织服饰	8.9	1.3	0.0	-4%	15%
	商贸零售	15.4	-0.9	1.3	-11%	34%
	美容护理	10.6	-0.3	0.8	-5%	35%
	食品饮料	7.1	0.6	0.6	2%	-6%
	汽车	15.3	0.6	1.0	0%	20%
	家用电器	9.8	1.0	0.4	2%	-2%
公用	环保	11.3	-0.8	1.0	-6%	-7%
	综合	43.1	0.5	1.1	73%	91%
	公用事业	2.4	1.9	0.2	0%	3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究所

行业线索1：降息交易，中美货币宽松共振，成长全程占优

➤ 复盘近两轮中美货币宽松共振周期：

- 2019/8/1-2020/3/16行业表现：初期TMT、军工、有色、医药、美护领涨，后续TMT、医药、建材持续性较好，TMT全程占优；
- 2024/9/18-2024/12/19行业表现：初期TMT、军工、非银、地产、有色、钢铁、社服、商贸领涨，后续TMT、机械、商贸、汽车、综合较好，TMT全程占优。

行业		中美共振宽松（2019/8/1-2020/3/16）				
		T-30	T+30	T+60	T+90	区间表现
上游资源	煤炭	-1.3	0.9	-8.1	-9.3	-17.5
	石油石化	-2.7	2.7	-1.0	-0.5	-9.6
	有色金属	-5.3	6.4	-5.2	-1.4	-2.3
	钢铁	-5.5	0.2	-7.7	-3.2	-10.5
	基础化工	1.5	5.2	-1.4	1.5	1.8
中游制造	建筑材料	-1.1	4.1	2.9	9.8	18.5
	机械设备	1.6	3.3	-3.0	-1.1	-1.4
	建筑装饰	-3.2	1.2	-6.0	-6.9	-6.9
	交通运输	-0.3	0.0	-4.1	-4.8	-14.2
大金融	银行	-1.3	-1.4	3.6	3.0	-9.7
	非银金融	3.6	5.4	-1.6	-1.7	-10.4
	房地产	-2.2	-0.3	-2.1	-0.6	-5.3
成长	国防军工	7.1	8.3	-7.0	-6.2	-2.4
	电力设备	1.3	6.2	-2.0	2.4	11.6
	计算机	0.7	15.6	9.0	13.1	25.6
	传媒	-2.9	9.4	5.6	9.1	12.0
	电子	10.8	16.8	13.9	27.0	35.1
	通信	-3.1	9.1	-1.1	-1.3	14.7
下游消费	医药生物	2.5	9.3	12.9	10.3	16.7
	社会服务	5.2	1.9	-1.1	0.0	-8.9
	轻工制造	-1.1	4.4	1.5	2.4	1.1
	农林牧渔	4.9	-1.8	2.9	-8.3	-0.1
	纺织服装	-2.5	3.0	-1.5	-4.3	0.7
	商贸零售	-3.4	1.9	-2.1	-4.9	-8.2
	美容护理	4.4	7.3	6.9	3.6	8.1
	食品饮料	2.9	6.0	9.3	7.9	0.1
	汽车	-0.4	2.8	-2.6	0.7	1.1
	家用电器	1.9	3.3	9.9	9.6	-0.5
其他	环保	-1.0	2.2	-4.6	-8.1	-4.3
	综合	-2.3	4.6	0.9	3.5	11.1
	公用事业	-0.5	1.6	-2.9	-4.2	-9.4

行业		中美共振宽松（2024/9/19-2024/12/19）				
		T-30	T+30	T+60	T+90	区间表现
上游资源	煤炭	-3.2	16.7	14.4	3.5	14.4
	石油石化	-4.5	15.5	12.8	9.8	12.8
	有色金属	-2.4	31.5	19.1	25.0	19.1
	钢铁	-8.2	38.9	33.3	29.8	33.3
	基础化工	-2.5	31.0	26.4	24.2	26.4
中游制造	建筑材料	-7.6	43.0	31.5	26.0	31.5
	机械设备	-2.7	39.2	38.7	43.7	38.7
	建筑装饰	-9.8	47.3	39.4	29.8	39.4
	交通运输	-7.3	23.5	20.1	14.2	20.1
大金融	银行	-4.3	18.6	18.5	21.3	18.5
	非银金融	1.3	60.3	40.8	33.7	40.8
	房地产	1.1	56.0	35.3	23.9	35.3
成长	国防军工	-9.5	45.1	33.3	29.6	33.3
	电力设备	-0.2	40.1	31.9	28.1	31.9
	计算机	-1.4	68.4	66.5	78.1	66.5
	传媒	-0.6	45.1	55.3	53.3	55.3
	电子	-5.4	54.5	52.3	58.9	52.3
	通信	-0.6	38.2	43.0	43.9	43.0
下游消费	医药生物	-6.8	29.7	22.7	19.2	22.7
	社会服务	-6.0	45.9	47.5	37.9	47.5
	轻工制造	-2.7	38.1	39.3	33.3	39.3
	农林牧渔	-12.2	34.5	24.0	17.0	24.0
	纺织服装	-2.7	26.6	32.8	26.8	32.8
	商贸零售	-2.8	50.0	61.1	49.5	61.1
	美容护理	-9.8	45.2	33.7	23.9	33.7
	食品饮料	-9.7	38.5	29.2	18.5	29.2
	汽车	1.2	30.2	28.7	37.8	28.7
	家用电器	2.9	19.8	20.4	21.4	20.4
其他	环保	-4.3	42.1	35.5	29.0	35.5
	综合	-1.5	46.1	56.4	53.1	56.4
	公用事业	-7.3	13.0	11.8	5.1	11.8

行业线索2： PPI止跌，先成长、消费，后向周期扩散

- 2015/9-2016/8 PPI触底到临近转正：领涨行业为成长（TMT、电力设备）、消费（社服、汽车、轻工、美护、医药）、金融（非银、地产）、上游资源（有色、化工）、中游制造（机械）；
- 2020/5-2020/12 PPI触底到临近转正：领涨行业为消费（社服、医药、美护、餐饮、商贸）、成长（TMT、军工、电力设备）、上游资源（有色、化工）、中游制造（机械、建材）。

2015-2017年PPI对A股风格影响							
行业		2015-09		2016-08		2017-02	
		T-30	T+30	T+60	T+90	底点到临近转正	转正到顶点
上游资源	煤炭	-18.5	0.8	3.2	-10.1	-4.6	3.0
	石油石化	-23.6	3.3	8.5	-13.4	-9.8	13.3
	有色金属	-20.2	4.8	17.4	-4.8	15.1	-0.9
	钢铁	-17.9	-9.4	-10.3	-21.7	-31.1	15.0
	基础化工	-22.7	5.8	23.0	-2.9	6.4	2.6
中游制造	建筑材料	-17.6	2.5	13.4	-9.9	-3.0	10.8
	机械设备	-24.4	8.2	19.9	-8.7	-6.6	1.2
	建筑装饰	-21.7	6.3	8.6	-16.7	-16.1	11.3
	交通运输	-15.1	4.4	4.0	-20.1	-22.2	0.5
大金融	银行	-13.2	3.7	11.9	-1.3	2.8	2.7
	非银金融	-28.9	9.6	27.9	3.3	4.3	-0.5
	房地产	-18.5	6.6	24.4	3.3	-1.9	-4.5
成长	国防军工	-18.7	-3.8	-3.1	-26.8	-25.9	0.5
	电力设备	-23.9	9.5	20.3	-5.9	-1.1	-4.1
	计算机	-32.8	21.3	35.9	5.1	3.7	-13.7
	传媒	-25.2	15.8	26.2	-2.0	-8.8	-13.4
	电子	-25.0	7.5	26.7	-1.7	12.3	-4.6
	通信	-22.7	10.4	22.1	-1.6	3.5	-5.4
下游消费	医药生物	-22.4	10.0	17.0	-5.1	3.3	-5.5
	社会服务	-20.9	10.1	24.1	8.3	2.7	-3.6
	轻工制造	-16.6	7.6	18.5	-4.7	-1.3	-2.9
	农林牧渔	-20.7	4.3	16.6	-5.7	3.4	-2.1
	纺织服装	-19.3	6.4	19.5	-3.4	0.2	-0.3
	商贸零售	-19.8	9.4	11.4	-11.4	-11.1	2.1
	美容护理	-18.3	5.5	19.1	3.1	9.4	3.3
	食品饮料	-15.7	1.0	9.0	-5.4	17.2	3.4
	汽车	-21.8	8.1	23.0	-0.7	10.6	2.2
	家用电器	-22.1	-0.6	12.1	-3.8	9.1	7.8
其他	环保	-20.5	10.9	22.3	-6.1	-4.0	-3.3
	综合	-18.1	3.5	26.2	-2.4	0.2	-5.4
	公用事业	-15.7	1.8	7.1	-16.7	-18.3	-1.6

2020-2021年PPI对A股风格影响							
行业		2020-05		2020-12		2021-10	
		T-30	T+30	T+60	T+90	底点到临近转正	转正到顶点
上游资源	煤炭	-1.3	-0.5	12.4	11.2	27.9	59.7
	石油石化	-3.0	-2.2	9.9	12.1	29.0	32.1
	有色金属	-0.3	7.3	31.1	22.7	44.6	38.5
	钢铁	0.3	3.5	5.1	7.0	17.8	48.0
	基础化工	1.2	6.1	27.2	25.9	39.4	38.1
中游制造	建筑材料	12.8	-0.6	20.6	14.1	15.4	-3.3
	机械设备	2.4	6.2	20.9	21.8	32.6	7.8
	建筑装饰	-0.3	-3.2	5.8	5.4	4.1	9.6
	交通运输	2.3	3.4	10.1	12.7	16.2	-1.3
大金融	银行	2.6	-2.4	-2.1	0.5	15.5	-3.9
	非银金融	0.2	-2.0	16.6	14.2	27.3	-19.7
	房地产	0.7	-0.5	9.0	9.1	7.8	-11.3
成长	国防军工	0.7	2.9	32.1	30.1	41.8	-4.5
	电力设备	2.7	3.8	33.2	33.3	52.5	40.1
	计算机	-1.1	3.3	16.0	8.0	1.5	-7.2
	传媒	0.7	15.3	28.2	23.9	18.6	-17.5
	电子	1.3	7.4	30.0	22.0	28.9	3.9
	通信	-5.2	-0.2	4.8	-4.5	-6.0	-8.6
下游消费	医药生物	11.2	18.8	41.9	27.6	23.7	-5.6
	社会服务	10.4	19.1	89.1	69.5	65.7	-8.5
	轻工制造	-0.3	9.1	26.7	26.8	29.4	0.0
	农林牧渔	10.8	-3.6	17.9	8.8	1.9	-13.9
	纺织服装	-6.4	5.5	8.9	8.8	8.5	-2.7
	商贸零售	5.2	16.8	29.7	17.9	9.9	-7.3
	美容护理	12.6	29.0	41.0	24.2	33.1	3.5
	食品饮料	16.4	12.1	38.9	45.2	52.9	-12.5
	汽车	-0.8	5.2	21.4	26.5	58.5	6.5
	家用电器	4.6	6.8	20.5	16.1	40.7	-24.1
其他	环保	0.4	0.8	10.1	10.4	4.8	17.7
	综合	-1.0	4.0	20.5	13.3	12.7	9.9
	公用事业	0.8	-0.4	9.7	10.5	9.4	31.8

资料来源：Wind，华鑫证券研究所

诚信、专业、稳健、高效

请阅读最后一页重要免责声明

科技成长行业选择逻辑：

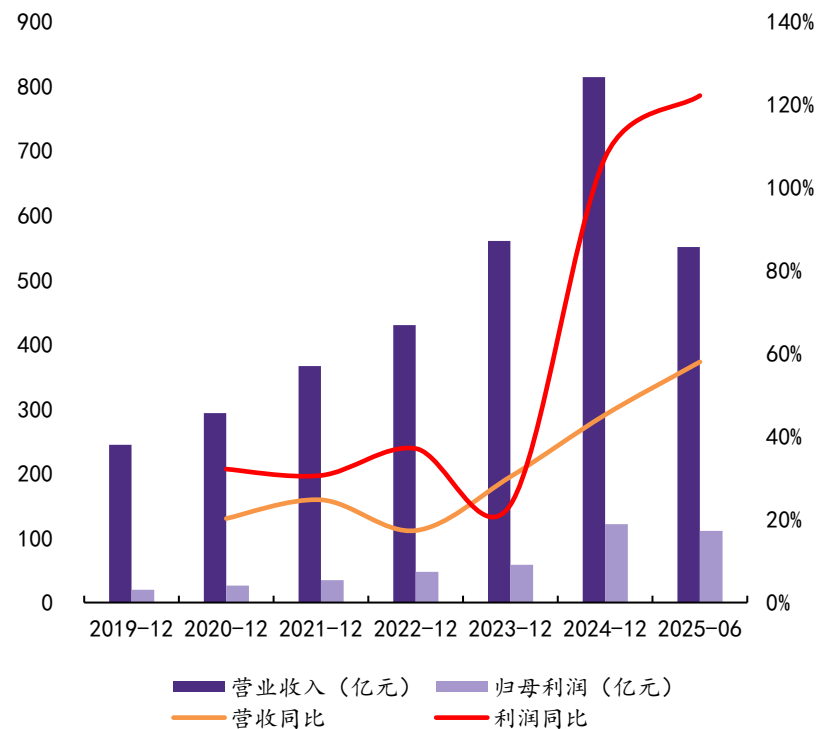
- 景气上行（AI硬件—CPO、创新药、国防军工等）；
- 产业催化（机器人、AI软件、固态电池等）；
- 自主可控（国产算力、国产芯片、航空航天、工业软件等）。

把握科技成长三大方向：景气上行、产业催化和自主可控

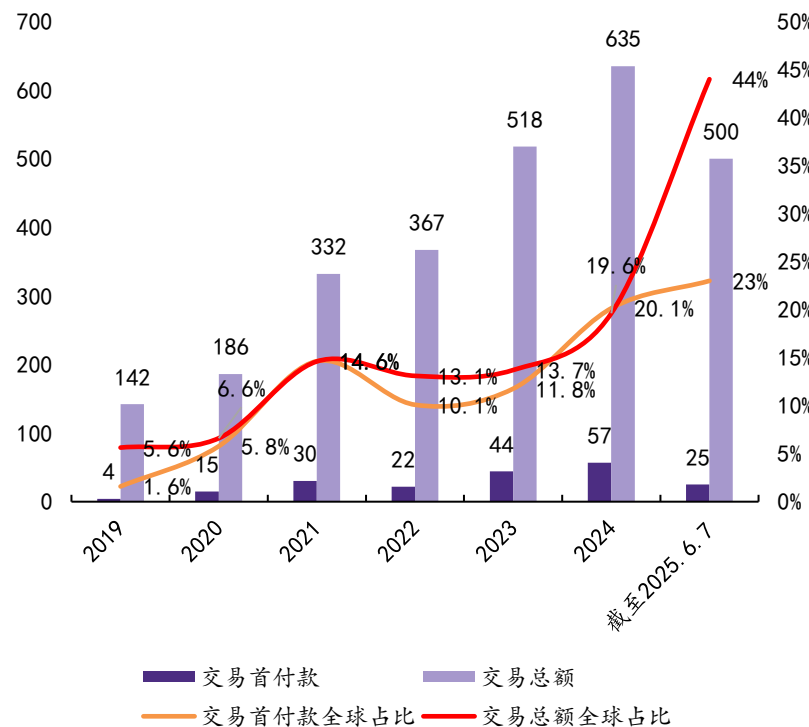


- **AI硬件-CPO：需求爆发拉动业绩兑现，光模块需求有望继续上修。**国内CPO厂商的业绩成长，验证人工智能产业算力需求的爆发。伴随国内外新一轮人工智能大模型的更新迭代以及应用落地推进，算力需求有望迎来新一轮的增长。
- **创新药：BD出海逻辑延续，交易规模加速冲高带来利润增量。**三生制药与辉瑞达成总额高达60.5亿美元巨额创新药License-out协议，开启中国创新药BD出海热潮。
- **国防军工：十五五规划关键节点，订单景气度有望进一步上行。**在目前多处国际形势依然紧张，以及十五五规划即将发布的关键节点下，中国军工订单景气度有望进一步上行。

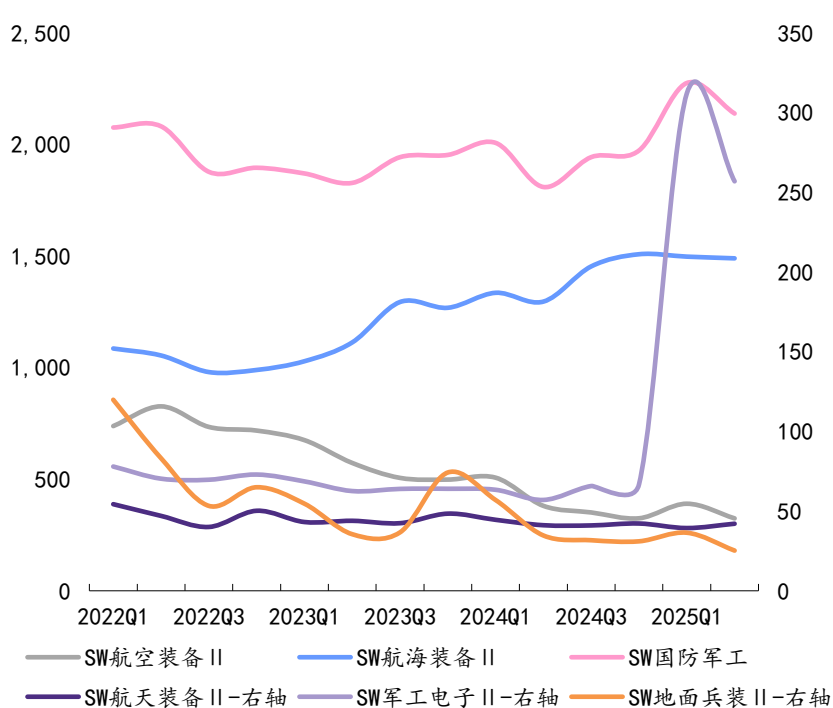
算力需求爆发式增长，CPO产业业绩增长兑现



中国BD交易规模进入2025年后加速冲高 (亿美元)



军工电子订单显著增长 (合同负债：亿元)



- **机器人：增持特斯拉提升市场信心，产量放量目标兑现可期。** 马斯克于9月12日一天内共计增持257万股特斯拉股票，考虑到马斯克前期发表特斯拉未来80%价值来自机器人业务的言论，提振市场对于Optimus 3设计以及产量放量预期的信心，利好国内T链业绩增长预期。
- **AI软件：AI+顶层设计发力智能经济，DSV3.1升级加速应用落地。** 2025年8月27日国务院发布《深入实施“人工智能+”行动的意见》，明确发展智能经济，对标15年“互联网+”行动指导意见，本次行动指导意见目标更加明确量化。同时，DeepSeek-V3.1大模型发布，AI模型性能升级。两者有望助力AI应用加速落地。
- **固态电池：政策技术密集催化，应用场景增量潜力巨大。** 9月4日，工业和信息化部、国家市场监督管理总局联合印发《电子信息制造业2025—2026年稳增长行动方案》，其中明确指出通过国家重点研发计划相关领域重点专项，持续支持全固态电池等前沿技术方向的基础研究。同时企业端，多家企业中试线密集落地，头部企业的产业化进度显著快于市场预期。

马斯克重心重回特斯拉，提振市场信心



Elon Musk
@elonmusk

订阅

Daddy is very much home.

Am burning the midnight oil with Optimus engineering on Friday night, then redeye overnight to Austin arriving 5am, wake up to have lunch with my kids and then spend all Saturday afternoon in deep technical reviews for the Tesla AI5 chip design.

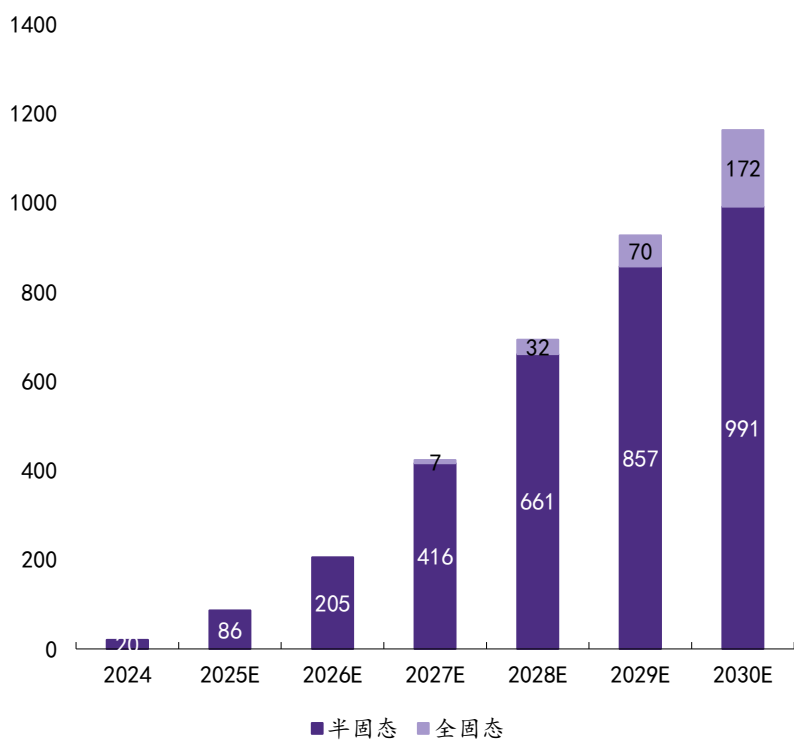
Fly to Colossus II on Monday to walk the whole datacenter floor, review transformers and power production (excellent progress), depart midnight.

Then up to 12 hours of back to back meetings across all Tesla departments, but particular focus on AI/Autopilot, Optimus production plans and vehicle production/delivery.

对标“互联网+”顶层政策催化, AI有望迎来新一波行情



固态电池应用场景规模增长潜力巨大（亿元）



资料来源：Wind, X, 前瞻网, 华鑫证券研究所

- 类比中美贸易战1.0及后续时期，在全面关税摩擦边际缓和后，是持续针对中国关键领域环节的科技封锁和进出口限制政策。虽然目前中美贸易摩擦正逐步缓和，但预计后续关税博弈仍会有小范围针对特定产业的反复，将伴随关键产业环节的科技封锁，有望催化自主可控主题行情。
- 美对科技限制与制裁，梳理包括232调查预期涉及行业环节和目前科技进出口限制情况，筛选目前以及未来可能被重点针对的科技领域
- 自主可控环节：半导体（AI芯片、半导体制造设备），航空航天（发动机），工业软件。

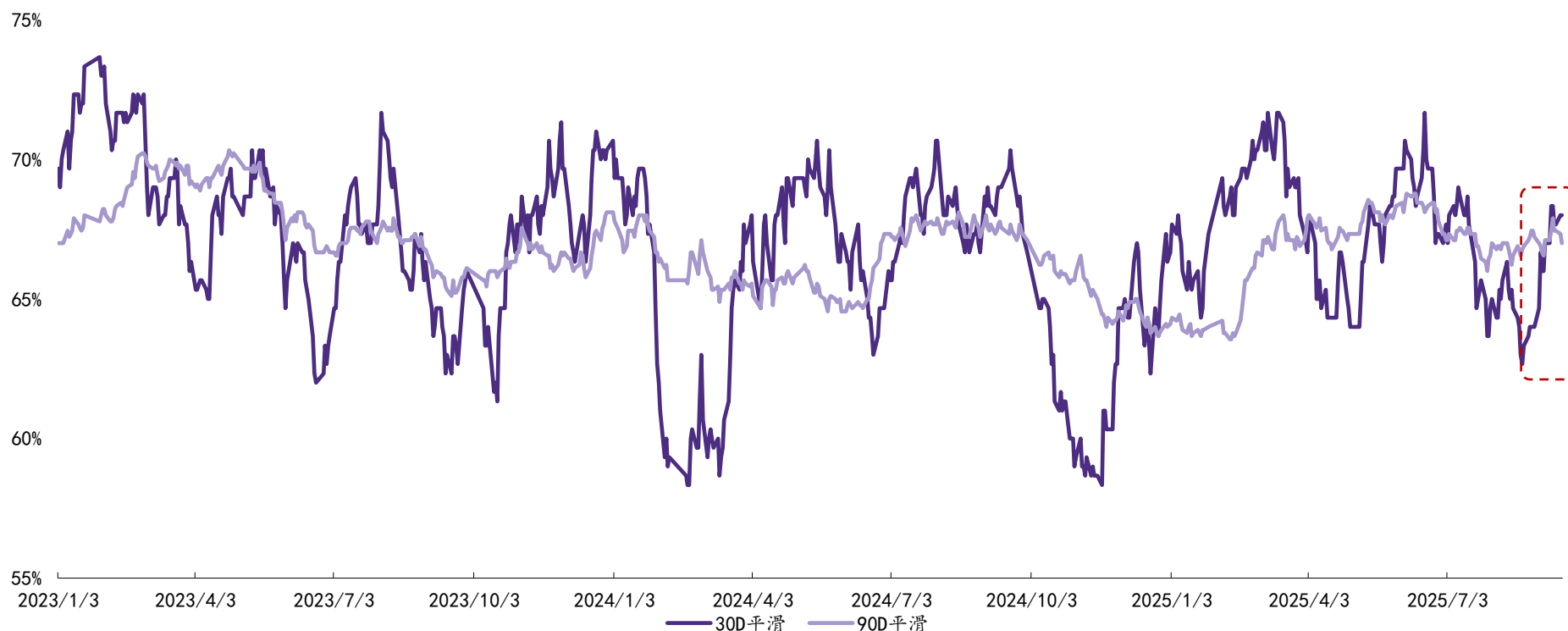
复盘美国232行业调查与针对中国科技领域限制

时间	涉及行业	科技封锁事件
2025年1月13日	AI 芯片	拜登政府正式发布《人工智能扩散暂行最终规则》，中国处于第三层级，被完全禁止进口任何类型的AI芯片，特别是高性能GPU
2025年2月21日	多科技领域	特朗普签署《美国优先投资政策》备忘录，要求扩大对华投资限制的领域范围，涵盖半导体、人工智能、量子计算、生物技术、高超音速技术、航空航天、先进制造、定向能及其他受中国“军民融合”战略影响的领域
2025年4月15日	AI 芯片	美国商务部宣布英伟达 H20 芯片、AMD 的 MI308 芯片以及同类型人工智能（AI）芯片，出口到中国需要许可证
2025年5月17日	人工智能	白宫和国会官员审查苹果公司与中国企业阿里巴巴达成的合作协议。美国官员们认为，这项协议可能会帮助中国公司提升人工智能能力、扩大中国“聊天机器人”的影响力，加深苹果在数据共享等方面受中国法律管制的程度
2025年5月19日	AI 芯片	美国商务部发表申明，“在全球任何地方使用华为昇腾芯片均违反美国出口管制规定”，“警告业界使用中国先进计算机芯片，包括特定华为昇腾芯片的风险。”
2025年5月28日	EDA、航空发动机、化学品	美国政府实质性切断部分美国企业向中国出售半导体设计软件的渠道，还暂停了与喷气式飞机发动机技术及部分化学品销售有关的对华出口
2025年6月20日	半导体设备	美官员通知三星电子、SK海力士、台积电等在中国大陆拥有晶圆厂的晶圆制造商，计划取消允许它们在中国使用美国技术（主要是半导体设备）的豁免
2025年8月22日	AI 芯片	英伟达H20算力芯片被曝安全问题，被网信办约谈，国企采购H20受限，对华销售遇阻，暂停H20芯片生产
时间	涉及行业	232调查
2025年3月26日	汽车及 部分汽车零部件	自2025年4月3日起对进口乘用车和轻型卡车，自《联邦公务》指定日期(不迟于5月3日)起对关键汽车零部件征收25%的关税，后续如有必要将采取措施对更多零部件加征关税
2025年5月30日	钢铁、铝	自2025年3月12日起，对来源于所有国家的钢铁和铝制品及其下游产品征收25%的关税；后续进口钢铁的关税从25%提高至50%，自2025年6月4日起生效
2025年2月25日	铜	行政令要求对美国铜进口(包括但不限于原矿铜、铜精矿、精炼铜、铜合金、废铜和衍生产品)展开232调查
2025年3月1日	木材、木制品 及其衍生品	要求商务部调查进口木材、木制品及其衍生品对国家安全的影响
2025年4月14日	半导体	启动对半导体及半导体制造设备进口对国家安全影响的调查，本次调查对象包括但不限于半导体衬底、裸晶圆、传统芯片、先进芯片、微电子设备以及半导体制造设备组件在内的产品，及其衍生的含有半导体的下游产品，例如含有半导体的各类电子产品
2025年4月14日	药品	启动了对药品及药品成分进口对国家安全影响的232调查，并向社会公众广泛征求意见。此次232调查的对象为药品、药物成分及其衍生产品，包括仿制药和非仿制药成品、医疗对策、关键投入(例如活性药物成分和关键起始物料)以及这些物品的衍生产品
2025年4月15日	关键矿产 及其衍生品	根据白宫的声明，关键矿物是指美国地质调查局根据《2020年能源法》所公布的“关键矿物清单”点任何后些此类清单中包含的矿物，衍生产品包括将加工过的关键矿物作为投入的所有商品，包括半成品以及最终产品

资料来源：财经，芯智讯，观察者网，纬度新闻，商务部新闻办公室，环球时报，半导体前沿，央视新闻，新浪财经，新华网，证券时报网，第一财经，财新，华鑫证券研究

- 行业轮动指标构建：对申万一级行业日涨跌幅进行排序，计算每日排名前十的行业变动比例，并进行30D和90D的数据平滑操作。当行业轮动指标上行代表行业轮动加速，反之代表行业轮动降速。
- 8月底以来，A股行业轮动速率再度显著提升，科技成长、反内卷等相关主题内部行业行情快速交替。

近期行业轮动速率再度显著提升，8月21日以来30日平滑线显著拉涨



- (1) 降息不及预期
- (2) 反内卷政策偏缓
- (3) 存款搬家进度滞后

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

孙航：3年宏观策略研究经验，从事海外宏观和大类资产的配置研究。金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所。

卫正：宏观策略组员，金融硕士，2024年8月入职华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研创造价值