



A 股策略周报 20250907

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：吴晓明（执业 S1130525060005） 分析师：梅锴（执业 S1130525060004）
mouyiling@gjzq.com.cn wu_xiaoming@gjzq.com.cn meikai@gjzq.com.cn

分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003）
wuhuimin@gjzq.com.cn

黎明静悄悄

市场结构的变化：波动率放大中，市场主线正悄然转变

本周（2025 年 9 月 1 日至 2025 年 9 月 5 日，下同）市场在海外债市流动性冲击，上市公司中报与重大事件落地后交易结构正常化等集中影响下出现了大幅波动，部分前期热点板块上演“过山车式”行情。周度视角来看，过去连续三周涨幅排名前三的通信、电子在本周迎来回调，而我们前期重点提示的有色金属持续强势，而以电力设备为代表的权重股迎来修复，在每天剧烈的波动中新的主线或以悄然开启。从交易结构来看，8 月以来市场主要经历：（1）8 月 25 日及之前，市场“升波上涨”，市场行情与情绪共振上行；（2）8 月 25 日至 9 月 1 日，市场继续上涨，但指数隐含波动率震荡略回落，情绪的阶段高点已经开始出现；（3）9 月 2 日至 9 月 4 日，市场开始调整，但隐含波动率反而呈现短暂的脉冲式上涨并在 9 月 4 日盘中达到阶段高点，市场短暂出现恐慌式抛售，但如果结合两融的情况来看，净卖出体量在历史上看并不算多（不到 100 亿），全天依然有 2000 多家公司实现上涨，结构上从 TMT 切向电新、非银等板块切换。9 月 5 日，市场出现反弹，主要指数（剔除创业板指）隐含波动率均回落，短暂的恐慌情绪褪去。考虑到当下隐含波动率绝对值仍处于相对高位，未来无论是“先升波回调后降波修复”或是延续当前“降波反弹”趋势，从过去经验来看想要开启新一轮的趋势性上涨与突破前高均需要新的催化，市场进入横盘震荡的概率较大。

后续驱动：未来基本面的变化将更值得重视

海外长债流动性问题暴露的背后，除了关注部分技术性与季节性因素外，从另一视角来看也意味着“宽财政”路径走到了最后一步，未来密切关注欧美主要国家财政政策与货币政策最终落地路径的演绎，而一旦流动性问题得以解决，欧美扩张的财政政策也将正式步入实施期。目前看美国降息路径已经明确。当然值得一提的是，短期 8 月美国新增非农就业数据超预期走弱带动市场“衰退交易”的升温，然而结构上看失业率表现相对稳健，工作时长、时薪也同样具备韧性，关注经济由服务业向制造业的逐步切换。另一方面，9 月份也是国内所谓“金九银十”秋季开工旺季的起点，而当前产业链库存处于历史低位，可以关注本轮需求的回升能否带动新一轮补库周期的开启，产业链盈利底一旦得到新的确认，加之中国对于消费的鼓励政策进一步明确，顺周期交易将于 4 季度前置启动。

黄金：重回视野，但不忘有更多选择

近两年来黄金的定价逻辑经历了多轮切换，黄金总在一个逻辑兑现时候上涨，却不在逻辑反向时下跌。这需要我们从供需（需求更多是储藏黄金的意愿视角）去叠加两大主要因素去拆分：央行通过不断购买锁定了大量黄金的供给，而市场投资者仍按实际利率框架对黄金进行交易。考虑到当下央行购金与地缘政治都不是主要变量，黄金的定价需要关注实际利率，而我们用实际利率-ETF 购金框架衡量实际利率的边际影响，黄金当前价格小幅度抢跑了实际利率下行大概 1.73%，考虑到现阶段年内降息预期在 75bp，那么意味着长期通胀预期上行才能形成新的驱动：超预期的降息会带动过去被抑制的制造业与地产投资需求释放，配置通胀的来源同样重要，其他工业品（能源、工业金属）与黄金将同向变动。但黄金股会是更好选择，2020 年以来历次黄金创新高后到阶段性见顶的时间段，A 股黄金股表现往往能够跑赢黄金本身与海外黄金股，本轮估值处于历史类似阶段偏低位置的黄金股将更具弹性。

把握机会，风格切换正当时

过去一周，基本面的变化远不如市场展现出的波动一般剧烈。我们预计，一方面，市场将会逐步冷却，等待基本面的信号；另一方面，基本面的讯号也在重新明确：欧美的货币扩张配合财政扩张将在九月明确，中国的反内卷与消费路径正在逐步清晰，新的结构将逐步浮出水面：第一，同时受益于国内反内卷带来的经营状况改善、海外降息后制造业活动修复与投资加速的实物资产：有色金属（铜、铝、黄金）、资本品（锂电、风电设备、工程机械、重卡、光伏）以及原材料（基础化工品、玻纤、造纸、钢铁），原油；第二，盈利修复之后内需相关领域也将逐渐出现机会：食品饮料、猪、旅游及景区等；第三，保险的长期资产端将受益于资本回报见底回升，其次是券商。

风险提示

国内经济修复不及预期，海外经济大幅下行。



内容目录

1、市场结构：波动率放大中，风格切换逐渐发生.....	3
2、基本面波动跑输高斜率标的格局有望在 9 月底迎来逆转.....	5
3、黄金：重回视野，但也有更好选择.....	7
4、把握机会，风格切换正当时.....	10
5、风险提示.....	11

图表目录

图表 1：周度视角来看，热点板块通信、电子迎来回调，电力设备等权重板块迎来修复.....	3
图表 2：沪深 300 期权隐含波动率与股价历史走势.....	4
图表 3：2025 年 9 月以来主要宽基指数期权隐含波动率日内走势.....	4
图表 4：本周市场回调，两融并未出现大幅流出.....	5
图表 5：市场回调期，两融同样买入电力设备等权重股.....	5
图表 6：近期海外主要国家长债利率屡创新高（%）.....	5
图表 7：9 月债券收益率往往出现季节性上行（%）.....	5
图表 8：8 月美国新增非农就业数据快速走弱（千人）.....	6
图表 9：失业率与工时表现稳定.....	6
图表 10：平均时薪同比来看，采矿业、建筑业回升.....	6
图表 11：平均时薪环比来看，制造业、建筑业回升.....	6
图表 12：未来中国经济活动有望季节性回升.....	6
图表 13：当前上市公司库存周期处于底部（%）.....	6
图表 14：2023 年开始，央行通过不断购买锁定了大量黄金的供给.....	7
图表 15：地缘波动与贸易政策不确定性呈现下降趋势.....	7
图表 16：美债实际利率、黄金 ETF 持有量与黄金价格走势.....	8
图表 17：2024 年下半年央行降息后，美国制造业与房地产景气度迅速回升.....	9
图表 18：当前中国与全球黄金股的估值处于偏低位置，未来存在一定的估值修复空间.....	9
图表 19：与人民币计价的黄金比价来看，当前 A 股黄金股价格也相对偏低.....	10
图表 20：纸价出现季节性上涨，关注持续性（元/吨）.....	10
图表 21：近期猪价逐渐呈现底部弱企稳迹象（元/公斤）.....	10



1、市场结构：波动率放大中，风格切换逐渐发生

本周（2025 年 9 月 1 日至 2025 年 9 月 5 日，下同）市场在海外债市流动性冲击，上市公司中报与重大事件落地后交易结构正常化等集中影响下出现了大幅波动，部分前期热点板块上演“过山车式”行情。周度视角来看，过去连续三周涨幅排名前三的通信、电子在本周迎来回调，而我们前期重点提示的以电力设备为代表的权重股迎来修复，风格切换在市场波动率放大的过程中悄然开启。

图表1：周度视角来看，热点板块通信、电子迎来回调，电力设备等权重板块迎来修复

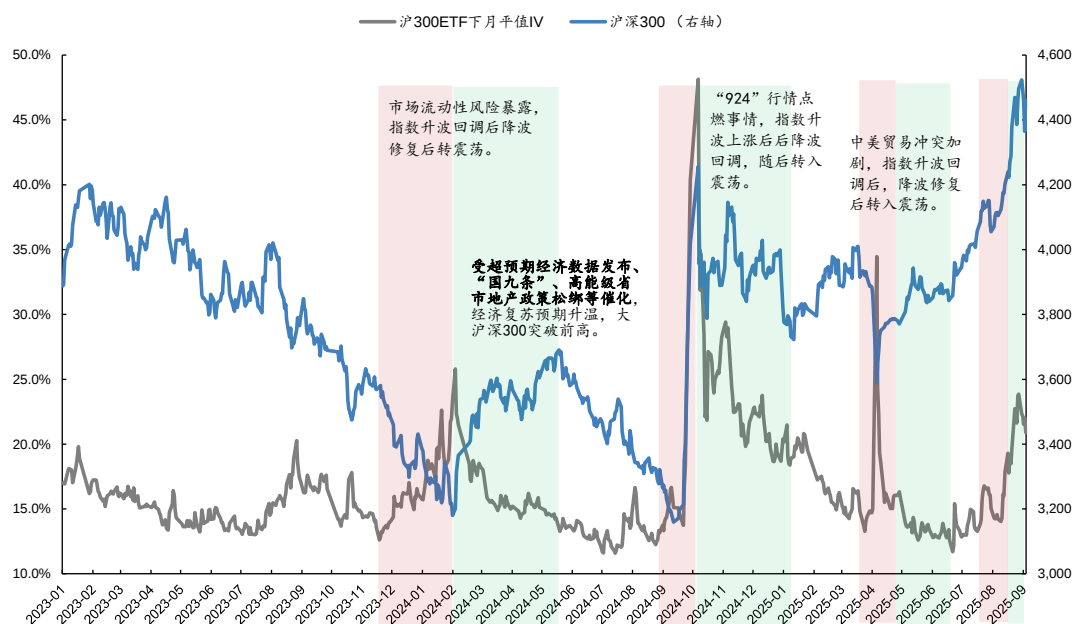
一级行业	区间涨跌幅（%）				区间涨跌幅排名			
	9月6日当周	8月29日当周	8月22日当周	8月15日当周	9月6日当周	8月29日当周	8月22日当周	8月15日当周
电力设备	7.4	4.0	2.3	5.8	1	4	19	4
有色金属	2.1	7.2	1.3	3.6	2	2	25	7
医药生物	1.4	-0.7	1.0	3.1	3	20	28	10
纺织服装	1.4	-2.9	2.5	-1.4	4	30	18	28
公用事业	1.2	-0.7	1.9	-0.5	5	21	22	26
轻工制造	0.3	-1.3	2.8	1.6	6	26	15	15
煤炭	0.3	-2.8	0.9	-0.9	7	29	29	27
社会服务	0.0	-0.2	4.5	0.4	8	16	8	19
环保	-0.3	-1.3	1.3	1.7	9	25	26	14
银行	-0.5	-2.1	1.3	-3.2	10	28	27	30
家用电器	-0.6	-0.9	2.2	2.4	11	23	20	13
商贸零售	-0.6	2.7	4.5	1.0	12	5	7	17
传媒	-0.6	1.1	5.2	1.0	13	11	5	16
美容护理	-0.8	-0.6	5.3	0.1	14	19	4	21
食品饮料	-1.0	2.1	3.3	0.5	15	6	10	18
石油石化	-1.1	-0.6	2.9	0.0	16	18	12	22
汽车	-1.3	0.3	4.7	3.1	17	13	6	9
农林牧渔	-1.3	2.0	3.7	-0.1	18	7	9	23
基础化工	-1.4	1.1	2.9	2.5	19	10	14	12
机械设备	-1.4	1.0	2.8	3.2	20	12	16	8
建筑装饰	-1.4	-0.9	1.6	-0.5	21	24	24	25
交通运输	-1.4	-1.5	1.8	-0.5	22	27	23	24
房地产	-1.5	-0.1	0.5	3.9	23	15	30	6
通信	-2.7	12.4	10.8	7.7	24	1	1	1
建筑材料	-2.8	0.1	2.9	2.9	25	14	13	11
钢铁	-3.2	-0.3	2.0	-2.0	26	17	21	29
电子	-4.6	6.3	8.9	7.0	27	3	2	2
非银金融	-5.0	-0.8	2.7	6.5	28	22	17	3
计算机	-7.3	1.3	7.9	5.4	29	9	3	5
国防军工	-10.3	2.0	3.1	0.2	30	8	11	20

来源：wind，国金证券研究所

从交易结构来看，8 月以来市场主要经历了以下阶段：（1）8 月 25 日及之前，市场升波上涨，即市场上涨与情绪的提升交织共振；（2）8 月 25 日至 9 月 1 日，市场继续上涨，但指数隐含波动率震荡略回落，即市场虽然仍在上涨，但市场情绪的阶段高点可能已经开始出现；（3）9 月 2 日至 9 月 4 日，市场开始调整，但隐含波动率反而呈现短暂的脉冲式上涨并在 9 月 4 日盘中达到阶段高点，市场短暂出现恐慌式抛售，但如果结合两融的情况来看，短暂的恐慌式抛售的背后同样伴随着切换：两融本身的净卖出体量在历史上看并不算多（不到 100 亿），全天依然有 2000 多家公司实现上涨，结构上从 TMT 切向电新、非银等板块切换。9 月 5 日，市场出现反弹，主要指数（剔除创业板指）隐含波动率均回落，短暂的恐慌情绪褪去。考虑到当下隐含波动率绝对值仍处于相对高位，未来无论是重新“先升波回调后降波修复”或是“延续当前降波反弹趋势”，从过去经验来看想要突破前高开启新一轮的趋势上涨均需要新的催化，未来一段时间应该市场进入波动降低甚至横盘震荡的概率较大

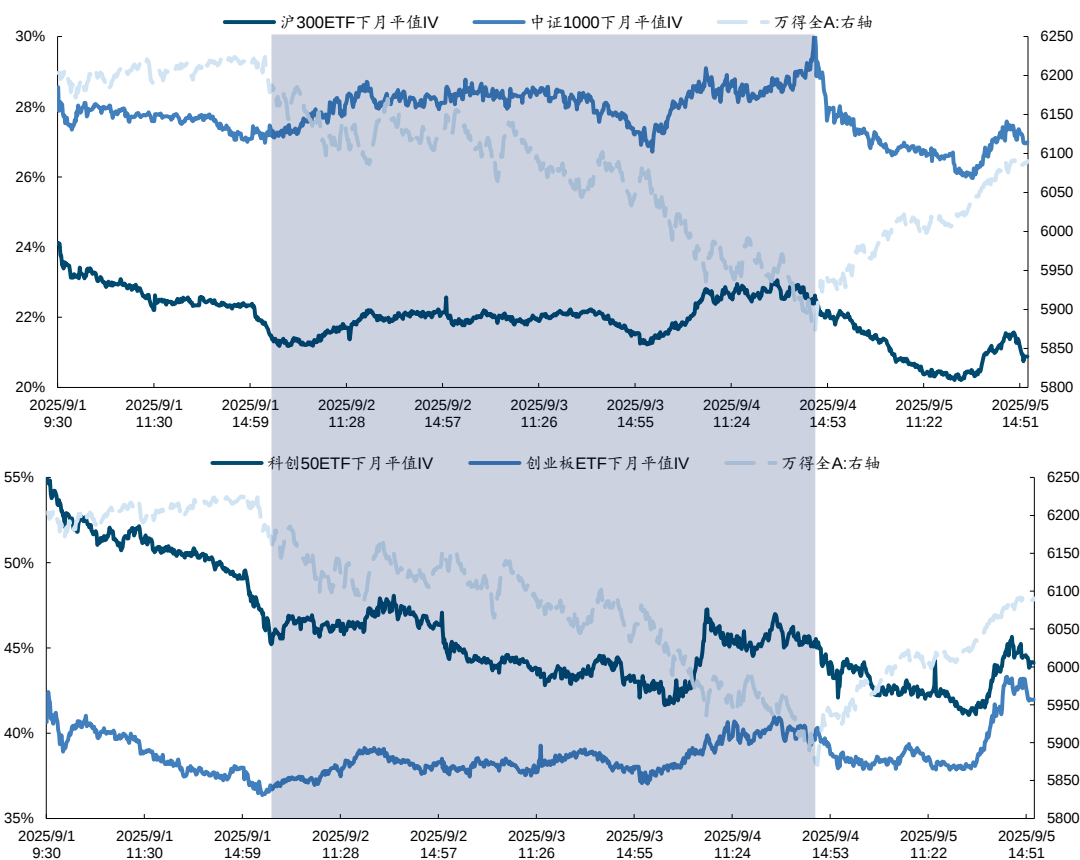


图表2：沪深300期权隐含波动率与股价历史走势



来源：wind，国金证券研究所

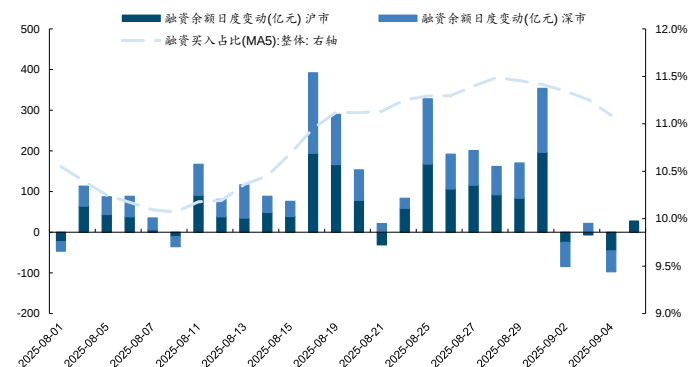
图表3：2025年9月以来主要宽基指数期权隐含波动率日内走势



来源：wind，国金证券研究所

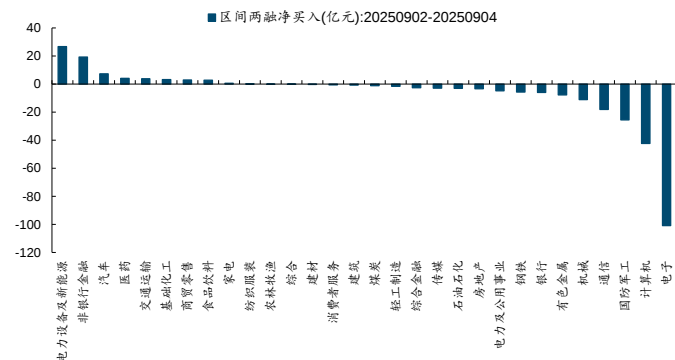


图表4：本周市场回调，两融并未出现大幅流出



来源：wind，国金证券研究所。

图表5：市场回调期，两融同样买入电力设备等权重股



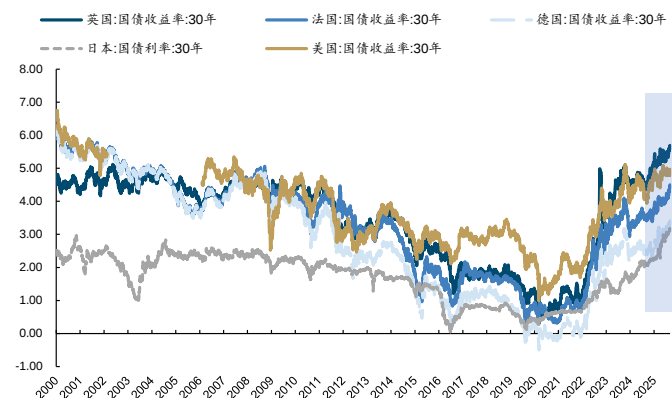
来源：wind，国金证券研究所

2、基本面波动跑输高斜率标的的格局有望在9月底迎来逆转

往后看，相较于寻找流动性与产业驱动的新叙事，未来基本面的变化将更值得重视：

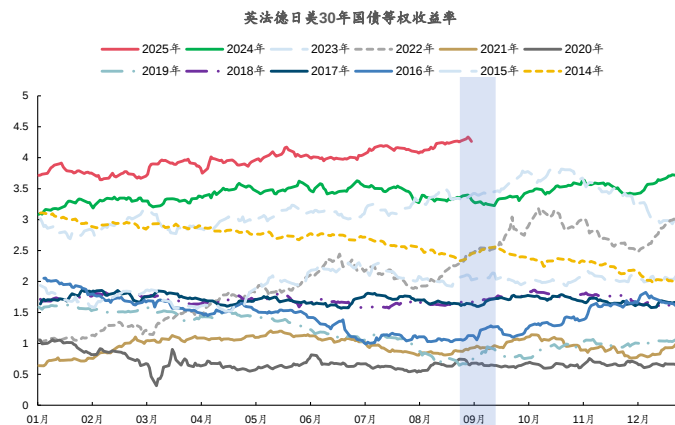
一方面，海外长债流动性问题暴露的背后，除了关注部分技术性（荷兰养老金制度改革）与季节性因素（历史上9月国债收益率容易上行）外，从另一视角来看也意味着“宽财政”路径走到了最后一步，未来密切关注欧美主要国家财政政策与货币政策最终落地路径的演绎，而一旦流动性问题得以解决，欧美扩张的财政政策也将正式步入实施期。

图表6：近期海外主要国家长债利率屡创新高（%）



来源：wind，国金证券研究所。

图表7：9月债券收益率往往出现季节性上行（%）

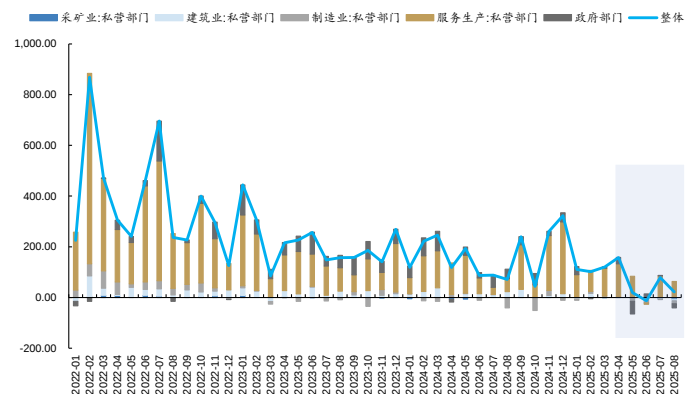


来源：wind，国金证券研究所

而8月美国新增非农就业数据超预期走弱，然而结构上看，失业率表现相对稳健，符合市场预期。而工作时长、时薪增长也同样具备韧性，其中建筑业时薪同环比都出现增加，服务业则均出现回落，相较之下制造业时薪同比持平，环比也同样回升，美国经济开始出现服务业向制造与建筑的结构切换，当前进行美国衰退交易依然为时尚早。

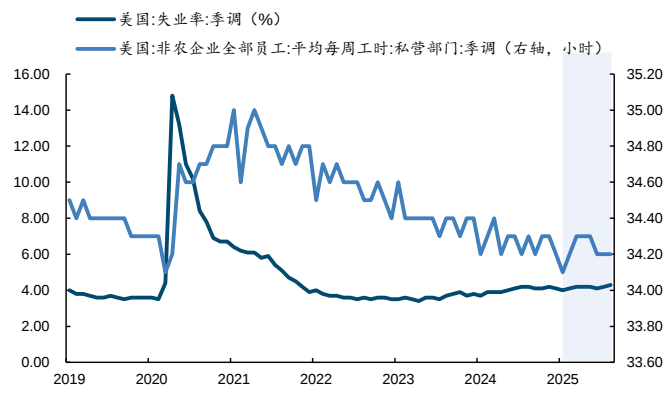


图表8：8月美国新增非农就业数据快速走弱（千人）



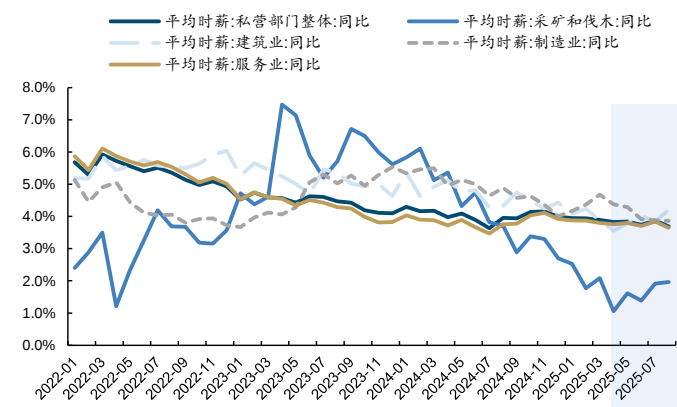
来源：wind，国金证券研究所

图表9：失业率与工时表现稳定



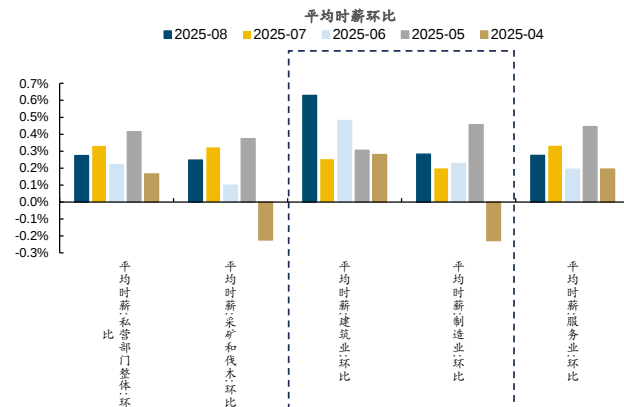
来源：wind，国金证券研究所

图表10：平均时薪同比来看，采矿业、建筑业回升



来源：wind，国金证券研究所

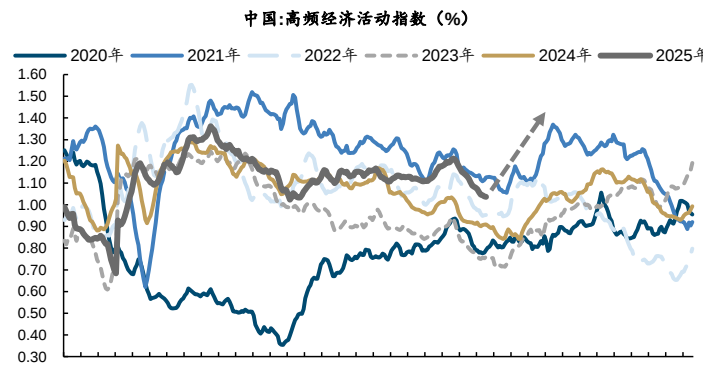
图表11：平均时薪环比来看，制造业、建筑业回升



来源：wind，国金证券研究所

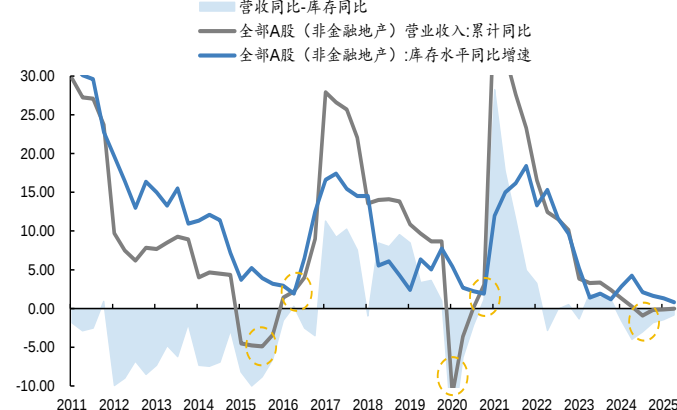
而另一方面，9月份也是国内所谓“金九银十”秋季开工旺季的起点，而当前产业链库存处于低位，历史经验来看去库周期接近尾声，可以关注本轮需求的回升能否直接带动新一轮补库周期的开启，并带动盈利的进一步修复。产业链盈利底一旦得到新的确认，加之中国对于消费的鼓励政策进一步明确，更为广泛的风格切换也将发生。

图表12：未来中国经济活动有望季节性回升



来源：wind，国金证券研究所。

图表13：当前上市公司库存周期处于底部 (%)



来源：wind，国金证券研究所

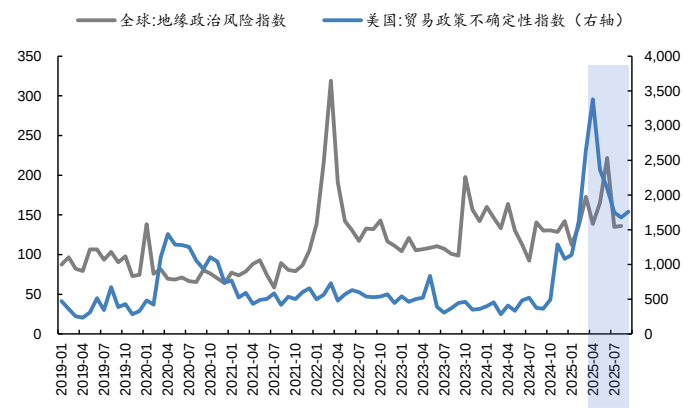
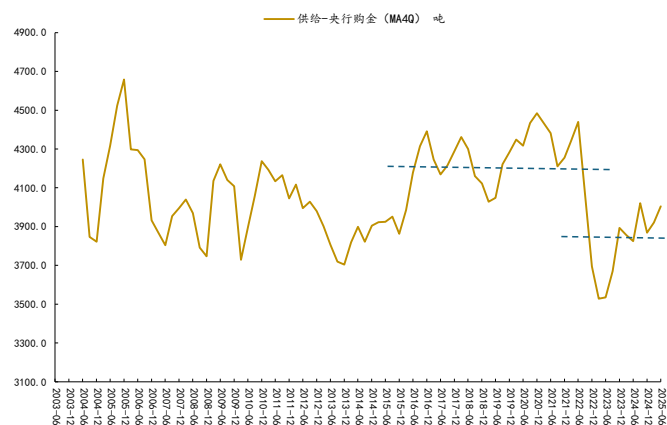


3、黄金：重回视野，但也有更好选择

近两年来黄金的定价逻辑经历了多轮切换，黄金总在一个逻辑兑现时候上涨，却不在逻辑反向时下跌。如果我们从供需（需求更多是储藏黄金的意愿视角）去叠加两大因素去看：央行通过不断购买锁定了大量黄金的供给，而市场投资者仍按实际利率框架对黄金进行交易。那么，考虑到黄金当下央行购金与地缘政治都不是主要变量，黄金的定价需要关注实际利率，而我们用实际利率-ETF 购金框架衡量实际利率的边际影响，当下 ETF 购金体量相较历史规律存在明显“超买”，未来如果需要 ETF 继续大幅购金，那么实际利率得至少下降至 0 至 0.5% 左右，而当前 TIPS 定价的实际利率为 1.73%，即未来一段时间内实际利率需要下降 125 至 175 个 BP 左右，而当前市场年内降息预期在 75 个 BP，从这个视角来看，未来黄金上涨新的催化在于超预期的降息力度与通胀预期的反弹。然而这一推演路径下实际情况很可能是：超预期的降息会带动过去被抑制的制造业与地产投资需求释放，通胀即使回升，配置通胀的来源将会是更具弹性的选择。

图表14：2023 年开始，央行通过不断购买锁定了大量黄金的供给

图表15：地缘波动与贸易政策不确定性呈现下降趋势



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所



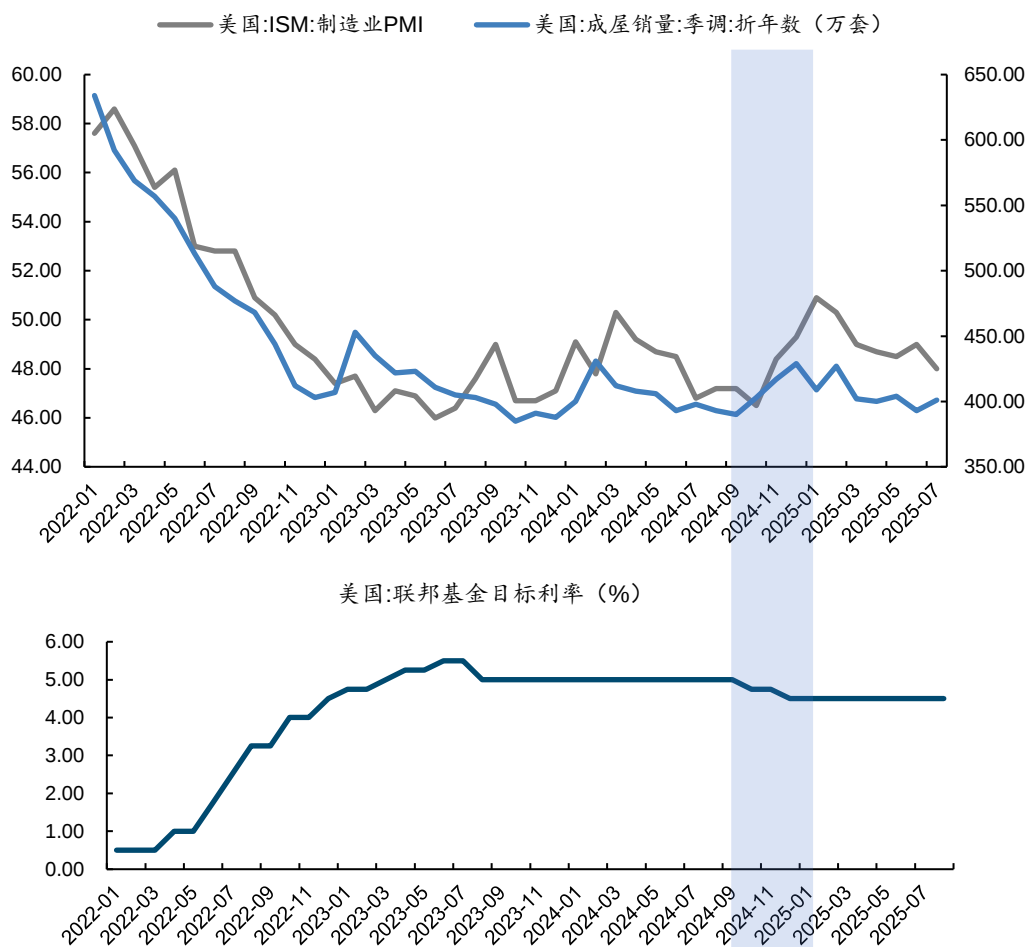
图表16: 美债实际利率、黄金ETF持有量与黄金价格走势



来源: wind, 国金证券研究所



图表17: 2024年下半年央行降息后, 美国制造业与房地产景气度迅速回升



来源: wind, 国金证券研究所

而值得一提的是, 2020年以来历次黄金创新高后到阶段性见顶的时间段, A股黄金股表现往往能够跑赢黄金本身与海外黄金股, 除非出现重大的基本面与产业趋势催化使得市场风险偏好显著抬升(如2024年“924行情”), 考虑到未来短期内市场可能也将处于风险偏好逐渐下降, 缺乏新催化的“空窗期”, 本身估值也处于历史类似阶段偏低位置的黄金股可能是不错的配置选择。

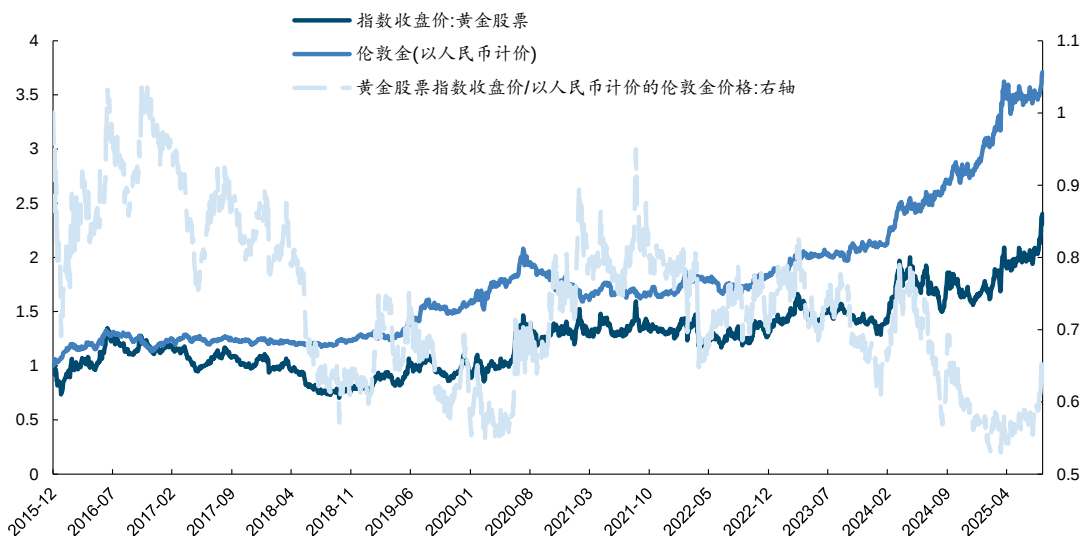
图表18: 当前中国与全球黄金股的估值处于偏低位置, 未来存在一定的估值修复空间

刷新历史新高后到阶段见顶区间	伦敦金现货价涨跌幅	全球黄金股涨跌幅	A股黄金股涨跌幅	全球黄金股指区间起始日市盈率所处分位数	A股黄金股指区间起始日市盈率所处分位数
第1轮 2020/7/24 2020/8/6	9%	4%	15%	96%	98%
第2轮 2024/3/4 2024/5/21	16%	28%	35%	52%	43%
第3轮 2024/8/9 2024/10/30	14%	15%	8%	77%	45%
第4轮 2025/1/30 2025/4/22	23%	23%	24%	57%	13%
第5轮 2025/9/1 2025/9/5	3%	6%	3%	34%	26%

来源: wind, 国金证券研究所



图表19：与人民币计价的黄金比价来看，当前A股黄金股价格也相对偏低



来源：wind，国金证券研究所

4、把握机会，风格切换正当时

过去一周，基本面的变化远不如市场展现出的波动一般剧烈。我们预计，一方面，市场将会逐步冷却，等待基本面的信号；另一方面，基本面的讯号也在重新明确：欧美的货币扩张配合财政扩张将在九月明确，中国的“反内卷”与消费路径正在逐步清晰，新的结构将逐步浮出水面：

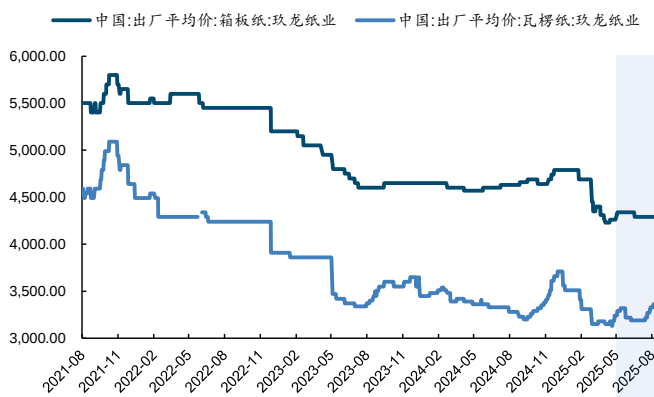
第一，同时受益于国内反内卷带来的经营状况改善、海外降息后制造业活动修复与投资加速的实物资产：有色金属（铜、铝、黄金）、资本品（锂电、风电设备、工程机械、重卡、光伏）以及原材料（基础化工品、玻纤、造纸、钢铁）；

第二，盈利修复之后内需相关领域也将逐渐出现机会：食品饮料、猪、旅游及景区等；

第三，保险的长期资产端将受益于资本回报见底回升，其次是券商。

本周行业推荐中，我们新增造纸、猪与旅游景区三个推荐，新增理由为“反内卷”政策约束下，造纸与猪的供给端逐渐获得硬约束，前者价格已经逐渐上涨，而后者跌至政策敏感区间，进一步下行空间有限，未来密切关注能繁母猪存栏量压减情况。与此同时，随着基本面讯号与消费政策路径的逐步清晰，顺周期服务性消费有望迎来机遇。

图表20：纸价出现季节性上涨，关注持续性（元/吨）



图表21：近期猪价逐渐呈现底部弱企稳迹象（元/公斤）



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所



5、风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么文中对于企业资本回报企稳回升的假设也就不适用。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究