

2025 年 09 月 06 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

阶段性震荡有利于 A 股回归慢牛趋势

报告摘要

核心观点：

- ◆ 8 月下半月 A 股一度加速，我们于 8 月 25 日发布周报提示“近期波动或增加”。8 月 26 日起市场开启震荡，或因市场对于九三阅兵前上涨的预期过于一致，且累积浮盈较大，而阅兵后、“十五五”规划前缺乏政策发力窗口，导致部分资金落袋为安。截至 9 月 5 日，沪指最大回撤 4.01%，三连阴后一度收盘失守 3800 点。美国劳动力市场持续降温，美联储降息预期进一步强化。美股科技股连续修复，周五沪指重新站回 3800 点位上方，科技、有色板块领涨。
- ◆ 牛市多剧烈波动，但当前市场交投热情仍然维持高位，场外潜在资金充足，资本市场政策鼓励资金进场。中期看，新旧动能转变作为本轮经济转型牛的核心驱动仍在稳步推进之中，阶段性震荡不改中期牛市趋势。
- ◆ 当前杠杆资金绝对额处于较高水平，市场担心杠杆资金在股市震荡期被迫降低仓位，从而引发连锁抛售。我们认为，本轮经济转型牛中，“稳股市”政策地位不仅处于最高政策目标之一，“稳股市”政策工具的实际运行效果也得到验证，效果喜人，“稳股市”政策有望推动本轮牛市以慢牛趋势发展。
- ◆ 根据 2025 年中报上市基金持有人披露情况，我们通过汇金 5 支重仓的 ETF 来观测“国家队”的动向，用剔除此 5 支 ETF 外的其他股票型 ETF 来观测市场被动资金动向。
- ◆ 总体来看，“国家队”在 ETF 市场上体现出较强的逆向调控风格，符合其“稳股市”的职责。去年 924 政策转向后，市场情绪被扭转，“国家队”和市场被动资金均在短时间内大量净申购。之后随市

作者

董忠云 分析师
SAC 执业证书：S0640515120001
联系电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

庞晨 研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009
联系电话：
邮箱：pangc@avicsec.com

王警仪 研究助理
SAC 执业证书：S0640123090015
联系电话：
邮箱：wangjybj@avicsec.com

杨子萌 研究助理
SAC 执业证书：S0640124060008
联系电话：
邮箱：yangzm@avicsec.com

相关研究报告

中航策略周报：《政策见效，产业趋势确认，短期波动不改牛市趋势》

中航策略周报：《本轮行情来慢牛特征显著，近期波动或增加》

中航策略周报：《当前流动性与预期好转驱动的牛市仍较为健康》

中航策略周报：《新一轮“五年规划”下的市场择时——十五五系列专题（一）》

中航策略周报：《震荡调整是为了更稳步的突破》

中航策略周报：《“反内卷”行情将怎么演绎、如何配置》

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

场转暖，市场被动资金仍在进一步流入，而“国家队”政策托底资金有序离场。进一步看，由于汇金 5 只重仓 ETF 主要为沪深 300ETF 和上证 50ETF，主要体现中国旧核心资产，“国家队”和市场被动资金动向相反，且申赎量级分歧较大，这或显示市场被动资金更多流入新经济领域。今年 4 月美国“对等关税”引发市场波动，“国家队”迅速发声并快速大量增持主要宽基 ETF，成功稳定市场。市场稳定后，“国家队”再次有序退场。

市场走势：



- ◆ 后续政策方面，我们预计“反内卷”政策作为本轮经济转型的重要一环，相关政策有望持续推进。二季度全部 A 股盈利当前虽然仍处于磨底阶段，但 7 月“反内卷”政策推出后，7 月工业企业数据已初步显现出前期反内卷政策效果，价格回落趋势被遏制，PPI 降幅扩大趋势已被遏制。若未来 PPI 与产能利用率或迎来同步上行阶段，A 股业绩企稳回升，市场或将转向大盘风格。
- ◆ 中航证券军工组认为，下半年军工板块业绩有望优于上半年。一是 2025 年为十四五收官，十五五谋篇布局之年，订单需求节奏有望改善，近期部分企业披露了大额订单落地，释放了一些需求修复迹象。同时，我们认为，规划初步明确后中上游有望提前得到部分订单需求。二是去年下半年，行业整体受审价等因素受到一定冲击。今年整体而言，降价压力逐步释放。同时，从上半年来看，行业寻找新增量初具成效，商业航天、低空经济、军事智能化、军贸等大军工、新需求赛道贡献收入增多，增量化需求打开行业天花板。

投资建议：

- ◆ 往后看，新旧动能转变作为本轮经济转型牛的核心驱动仍在稳步推进之中，“稳股市”政策地位不仅处于最高政策目标之一，“稳股市”政策工具的实际运行效果也得到验证。因此，未来阶段性震荡有利于中期回归慢牛趋势。结构上，人工智能、资源品、券商仍为 A 股中期主线。后续关注国内“反内卷”与内需刺激方面的政策部署，以及“十五五”规划政策线索。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场表现分化，上证指数（-1.18%）、深证成指（-0.83%）、沪深300（-0.81%）、科创50（-5.42%）、中证500（-1.85%）、中证1000（-2.59%），均表现较弱；创业板指（2.35%），表现较强。行业风格上，消费风格表现较强，上涨0.16%；金融风格表现较弱，下跌2.74%。分行业来看，申万一级行业中电力设备、综合、有色金属表现较强，分别上涨7.39%、5.38%、2.12%；国防军工、非银金融、计算机表现较弱，分别下跌10.25%、7.27%、4.96%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为26032.01亿元，较上周减少3799.30亿元。估值方面，A股整体市盈率为21.90倍，较上周下降1.23%。

正文：

8月下半月A股一度加速，我们于8月25日发布周报提示“近期波动或增加”。8月26日起市场开启震荡，或因市场对于九三阅兵前上涨的预期过于一致，且累积浮盈较大，而阅兵后、“十四五”规划前缺乏政策发力窗口，导致部分资金落袋为安。截至9月5日，沪指最大回撤4.01%，三连阴后一度收盘失守3800点。

美国劳动力市场持续降温，美联储降息预期进一步强化。美股科技股连续修复，周五沪指重新站回3800点位上方，科技、有色板块领涨。9月4日，美国8月ADP就业人数增加5.4万人，低于经济学家预期的7.5万，也低于修正后的7月的10.6万。9月5日，美国8月季调后非农就业人口增2.2万人，预期增7.5万人，前值增7.3万人；失业率4.3%，预期4.3%，前值4.2%。美国劳动力市场持续降温进一步强化了美联储降息预期，截至9月5日，据美联储观察工具，美联储在9月降息的概率已升至99.0%。

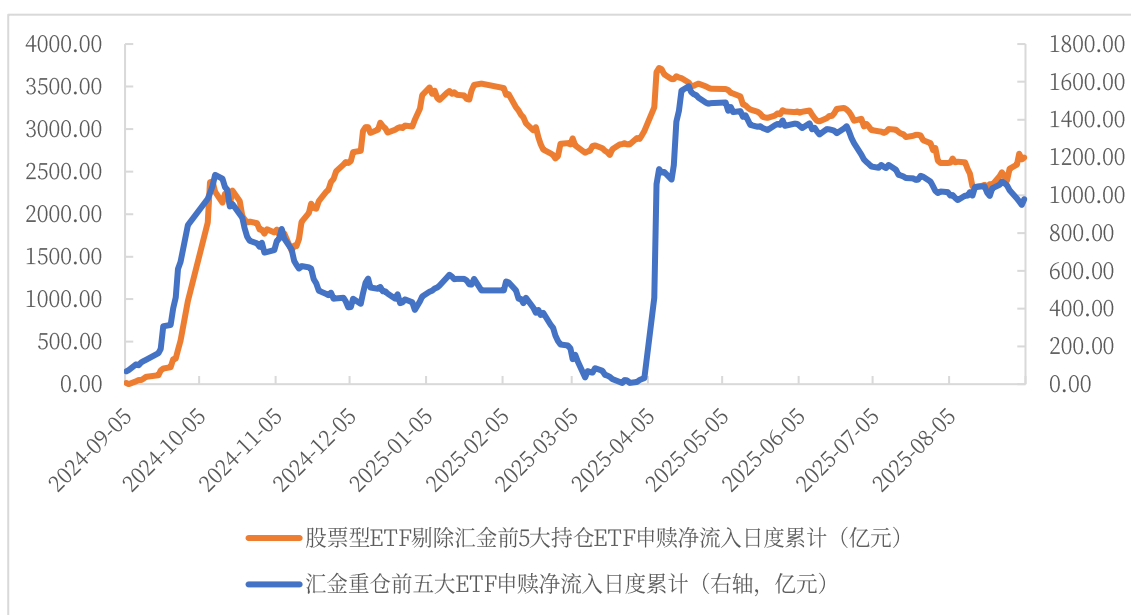
牛市多剧烈波动，但当前市场交投热情仍然维持高位，场外潜在资金充足，资本市场政策鼓励资金进场。中期看，新旧动能转变作为本轮经济转型牛的核心驱动仍在稳步推进之中，阶段性震荡不改中期牛市趋势。9月2日上交所披露数据显示，8月A股新开户265万户，同比增长165%，环比增长34.97%。场外股民热情较高，虽然A股短期或有震荡，但中期存款搬家大趋势仍在，场外潜在资金充足。9月5日，证监会对《开放式证券投资基金销售费用管理规定》进行了修订，调降基金销售服务费率及认申购费率，并鼓励销售机构在覆盖成本的前提下，进一步加大认申购费打折力度。

当前杠杆资金绝对额处于较高水平，市场担心杠杆资金在股市震荡期被迫降低仓位，从而引发连锁抛售。我们认为，本轮经济转型牛中，“稳股市”政策地位不仅处于最高政策目标之一，“稳股市”政策工具的实际运行效果也得到验证，效果喜人，“稳股市”政策有望推动本轮牛市以慢牛趋势发展。

根据 2025 年中报上市基金持有人披露情况，中央汇金（汇金投资+汇金资管）重仓持有的前 5 大 ETF 分别为华泰柏瑞沪深 300ETF、易方达沪深 300ETF、华夏沪深 300ETF、嘉实沪深 300ETF、华夏上证 50ETF，这 5 支 ETF 持仓市值约占中央汇金 77% 仓位，同时这 5 支 ETF 也是当前 ETF 市场上规模最大的前 5 支 ETF。我们通过汇金 5 支重仓的 ETF 来观测“国家队”的动向，用剔除此 5 支 ETF 外的其他股票型 ETF 来观测市场被动资金动向。

总体来看，“国家队”在 ETF 市场上体现出较强的逆向调控风格，符合其“稳股市”的职责。去年 924 政策转向后，市场情绪被扭转，“国家队”和市场被动资金均在短时间内大量净申购。汇金重仓的 5 支 ETF 以及其余股票型 ETF 净流入均出现了快速抬升，行情在 2024 年 10 月初阶段性告一段落后均回落。2024 年 11 月中旬至 2025 年 4 月美国对等关税政策前，汇金重仓的 5 支 ETF 与市场上其他的股票型 ETF 走势有所分化，汇金重仓的 5 支 ETF 在今年 4 月对等关税前，整体快速趋势性净流出，而市场上其余股票型 ETF 净流入则自去年 11 月中上旬再度攀升，并显著高于去年 10 月 10 日的高点水平。或显示随市场转暖，市场被动资金仍在进一步流入，而“国家队”政策托底资金有序离场。进一步看，由于汇金 5 只重仓 ETF 主要为沪深 300ETF 和上证 50ETF，主要体现中国旧核心资产，“国家队”和市场被动资金动向相反，且申赎量级分歧较大，这或显示市场被动资金更多流入新经济领域。今年 4 月美国“对等关税”引发市场波动，“国家队”迅速发声并快速大量增持主要宽基 ETF，成功稳定市场，汇金重仓的 5 只 ETF 资金净流入自底部直线拉升、持续冲高，直至 4 月下旬市场企稳后再度稳步回落，体现出政策资金主要承担“稳盘”职能，行为具备明显的逆周期特征。与之对应，非汇金重仓的股票型 ETF 在 4 月中上旬便提前回落并持续至今，但回调幅度相对有限，且整体仍高于去年 10 月 10 日的高点水平。

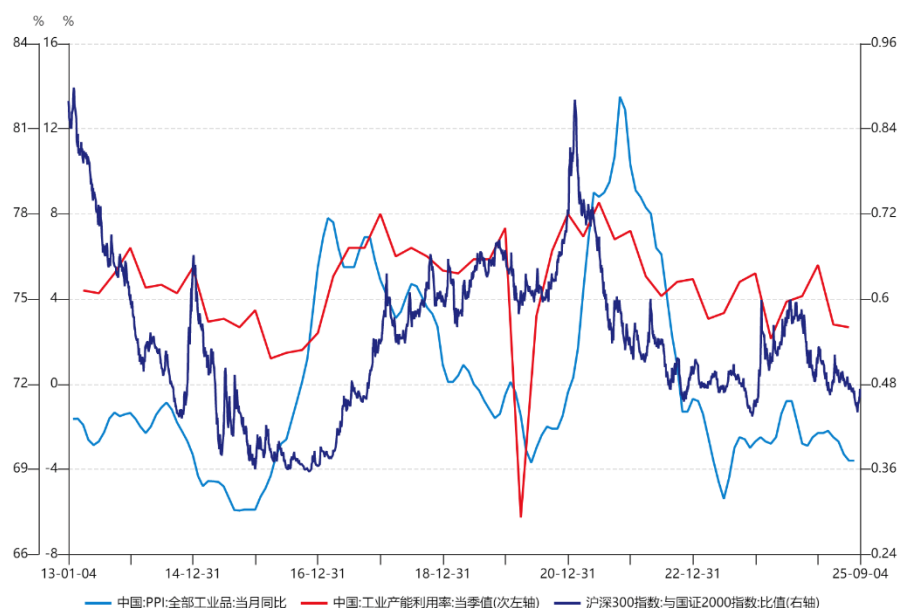
图1 “国家队”和市场被动资金 ETF 申赎净流入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 9 月 4 日）

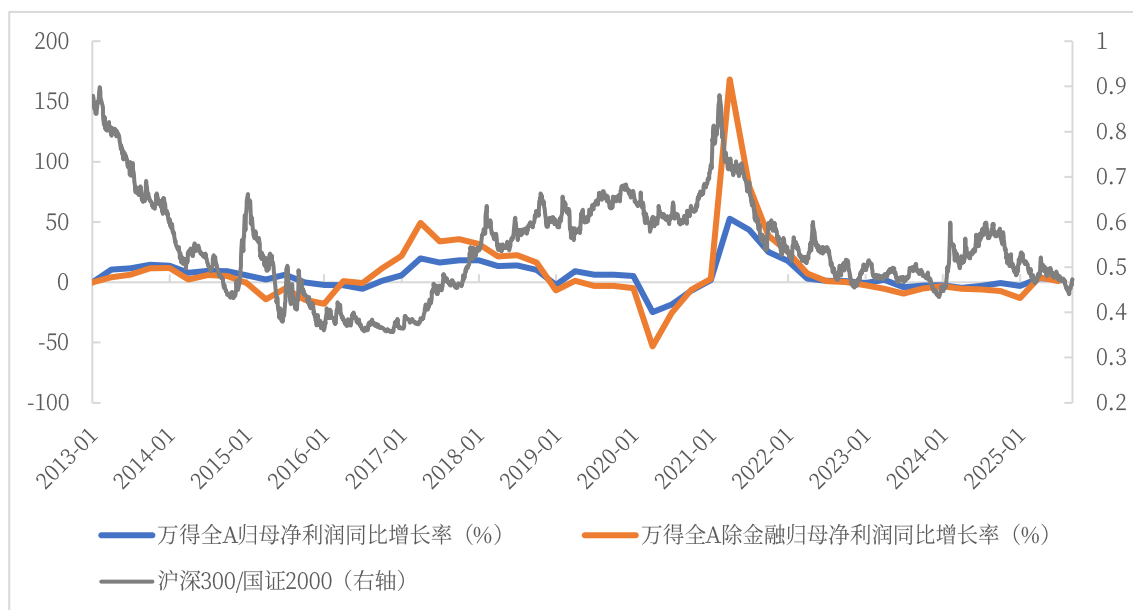
后续政策方面，我们预计“反内卷”政策作为本轮经济转型的重要一环，相关政策有望持续推进。二季度全部 A 股盈利当前虽然仍处于磨底阶段，但 7 月“反内卷”政策推出后，7 月工业企业数据已初步显现出前期反内卷政策效果，价格回落趋势被遏制，PPI 降幅扩大趋势已被遏制。从历史数据来看，当 PPI 与工业产能利用率同时上行阶段，供需形成良性循环，大盘风格往往优势显著，沪深 300 较国证 2000 明显跑赢。另一方面，当 A 股业绩进入上行阶段后，大盘风格同样跑赢小盘风格。因此，随着政策加码，政策效果也将进一步显现，供需有望持续改善。若未来 PPI 与产能利用率或迎来同步上行阶段，A 股业绩企稳回升，市场或将转向大盘风格。

图2 工业产能利用率、PPI 与大小盘风格



资料来源：Wind，中航证券研究所（注：数据截至 9 月 4 日）

图3 A 股业绩上行期间大盘风格占优



资料来源：Wind，中航证券研究所（注：数据截至 9 月 4 日）

中航证券军工组认为，2025 年上半年，航空航天相关业务来看，尽管从营收占比较大的主机厂来看，收入利润仍承受了一定的压力，显示出交付结构和下游订单确认的节奏仍处于调整之中，但从上游来看，部分环节业绩已得到一定程度的修复；同时，此前我们强调的大军工逻辑逐渐落地，商业航天、军事智能化等需求为中上游板块带来了一定的新增量，推动了其业绩的触底反弹和修复。船舶板块则表现较好，处于景气上行周期，在民船领域需求及价格均出现提升，业绩连续实现高增长。

展望 2025 年全年，我们认为下半年业绩有望优于上半年。一是 2025 年为十四五收官，十五五谋篇布局之年，订单需求节奏有望改善，近期部分企业披露了大额订单落地，释放了一些需求修复迹象。同时，我们认为，规划初步明确后中上游有望提前得到部分订单需求。二是去年下半年，行业整体受审价等因素受到一定冲击。今年整体而言，降价压力逐步释放。同时，从上半年来看，行业寻找新增量初具成效，商业航天、低空经济、军事智能化、军贸等大军工、新需求赛道贡献收入增多，增量化需求打开行业天花板。

投资建议：

往后看，新旧动能转变作为本轮经济转型牛的核心驱动仍在稳步推进之中，“稳股市”政策地位不仅处于最高政策目标之一，“稳股市”政策工具的实际运行效果也得到验证。因此，未来阶段性震荡有利于中期回归慢牛趋势。结构上，人工智能、资源品、券商仍为 A 股



中期主线。后续关注国内“反内卷”与内需刺激方面的政策部署，以及“十五五”规划政策线索。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637