

九月配置视点：牛市或处中继再吸筹阶段

2025 年 09 月 05 日

► 牛市或处中继再吸筹阶段

1. 从上涨驱动力来看，本轮牛市流动性为主导。今年以来的市场上涨主要由流动性宽松所驱动，A 股景气度虽基本见底但仍处于较低位置。长周期维度看，在流动性没有明确收紧迹象之前，市场见顶的可能性相对较小。
2. 交易情绪来看，两融成交额占全市场成交比例持续攀升，市场交易热度高涨。市场交易存在过热现象，历史经验来看调整后短期内再大幅上涨概率较低，或进入中继再吸筹阶段，两融交易若热度骤减可能会对 TMT 等两融交易参与度较高的板块短期内产生一定冲击。
3. 寒武纪：使用二阶永续增长模型反推隐含业绩增速，寒武纪无论是基于 PE TTM 还是预测 PE (FY1) 测算的隐含业绩增速都是较高的水平。同等假设下隐含增速预期显著高于 2020-2021 年的宁德时代。当前市场交易所反映的业绩增长预期相对较高，建议理性看待其中的乐观情绪与潜在波动风险。

► 大类资产量化观点

1. 权益：景气度保持平稳，9 月或先下后上。景气度 8 月整体平稳，金融景气度略有下降，工业景气度略有回升；2025Q2 相比 Q1 有较多行业增速回落，增长亮点主要在电新板块。信用扩张有所回落但结构略有改善；从结构来看，信贷总量同比负增但结构改善，政府债券同比较去年高基数有所回落。当下市场处于超买回调，9 月或保持震荡调整，关键在于支撑附近表现。
2. 利率：9 月 10Y 国债利率或上行 2BP 至 1.86%。经济增长因子有所企稳，通货膨胀因子继续回升，债务杠杆因子继续回升，短期利率因子继续下行，综合来看 9 月 10Y 国债利率或小幅上行。
3. 黄金：适当提高仓位。从四因子模型来看，二季度美国财政扩张继续，国防支出同样再次回升；从技术层面分析，黄金在经历了今年 4 月以来接近 4 个月的盘整后出现突破迹象。
4. 地产：行业压力明显上行。房地产行业压力指数为 0.708，行业压力明显上行。供给侧压力受土地市场降温而上升，而需求侧压力受个人住房贷款负增而上升。
5. 海外：印美关税不确定性大，印度股权外资流出。外资流出下，NIFTY 50 指数 8 月下跌 1.38%。关税谈判不确定性下外资大幅流出，当前印度市场配置价值有限。

► 风格量化观点

1. 大势研判综合观点：预期成长优势差继续扩大。预期增速资产的优势差继续回升。实际增速资产的优势差开始回落，ROE 优势差边际下行趋缓，高股息类资产拥挤度仍不算低。 Δg 和 Δg_f 仅有前者在扩张，9 月继续推荐预期成长风格，不再推荐实际成长风格。
2. 风格补充观察：看好预期成长，小盘或仍有优势。长期看美债利率下行趋势逆转可能性较小，风险偏好上行背景下看好成长；8 月小盘相较大盘关注度小幅回落，但趋势上仍是小盘占优；从市值因子拥挤度来看，8 月小盘风格拥挤度明显回落；从季节效应来看，2010 年以来 9 月份大小盘无明显季节效应。

► 行业配置量化观点

1. 胜率赔率策略，推荐当下高胜率高赔率的行业：电力设备及新能源、有色金属、计算机、通信、轻工制造、钢铁。2024 年以来绝对收益 40.24%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 6.77%。
2. 出清反转策略，推荐处在行业出清结束、需求上升、竞争格局改善的行业，本期不作推荐。

► 风险提示：量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。



分析师 叶尔乐

执业证书：S0100522110002

邮箱：yeerle@glms.com.cn

分析师 祝子涵

执业证书：S0100525030005

邮箱：zhuzihan@glms.com.cn

相关研究

1. 量化大势研判 202509：当成长只有预期在扩张-2025/09/03
2. 量化分析报告：2025 年 8 月社融预测：26928 亿元-2025/09/01
3. 量化周报：分歧度开始上升-2025/08/31
4. 量化周报：超买下继续看多-2025/08/24
5. 量化专题报告：基金经理进化迭代能力刻画与选基-2025/08/21

目录

1 牛市或处中继再吸筹阶段	3
1.1 牛市驱动力目前什么状态?	3
1.2 寒武纪当前估值反映了什么预期?	5
1.3 小结	6
2 大类资产量化观点.....	7
2.1 权益：景气度保持平稳，9月或先下后上	8
2.2 利率：9月10Y国债利率或上行2BP至1.86%	12
2.3 黄金：适当提高仓位	14
2.4 地产：行业压力明显上行	17
2.5 海外：印美关税不确定性大，印度股权外资流出	19
3 风格量化观点.....	21
3.1 风格综合观点：预期成长优势差继续扩大	21
3.2 风格补充观察：看好预期成长，小盘或仍有优势	24
4 行业配置量化观点.....	27
4.1 行业推荐：胜率与赔率	27
4.2 行业推荐：出清反转策略	29
5 风险提示	31
插图目录	32
表格目录	32

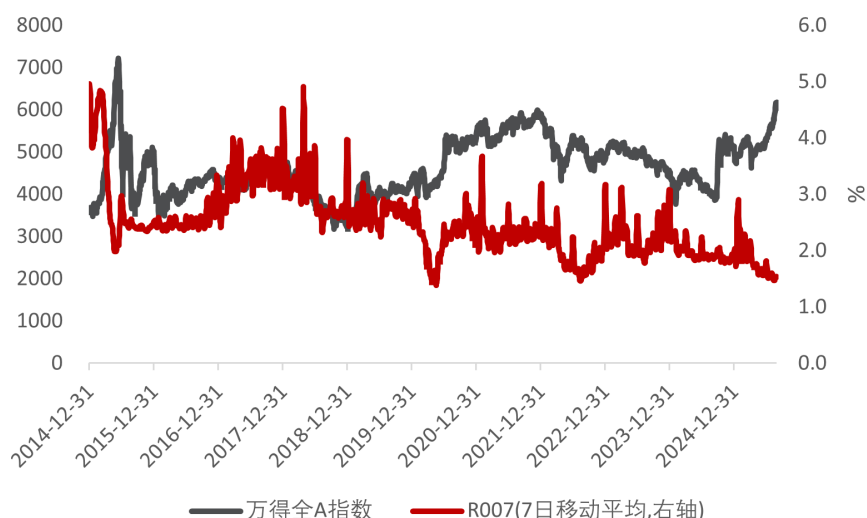
1 牛市或处中继再吸筹阶段

8 月市场整体上涨，上证指数站上 3800 点创 2016 年以来新高；寒武纪单月涨幅达 110.36%，股价一度超过贵州茅台成为新的“股王”。站在当下市场未来走势该如何判断，寒武纪大幅上涨后其估值反映了什么样的预期，我们尝试从历史复盘的角度给出一些分析。

1.1 牛市驱动力目前什么状态？

从上涨驱动力来看，本轮牛市流动性为主导。历史上牛市的驱动力主要分企业盈利驱动与流动性驱动两种，其中企业盈利驱动的牛市见顶信号通常为企业盈利出现拐点，流动性驱动的牛市见顶信号则是流动性快速收紧。今年以来的市场上涨主要由流动性宽松所驱动，A 股景气度虽基本见底但仍处于较低位置，上涨的驱动力或处于由流动性驱动向企业盈利驱动切换的初期。当前以 R007 观测的短端利率仍处于下行趋势，整体处于相对低位，没有快速抬升的迹象，目前并未发出流动性收紧信号。

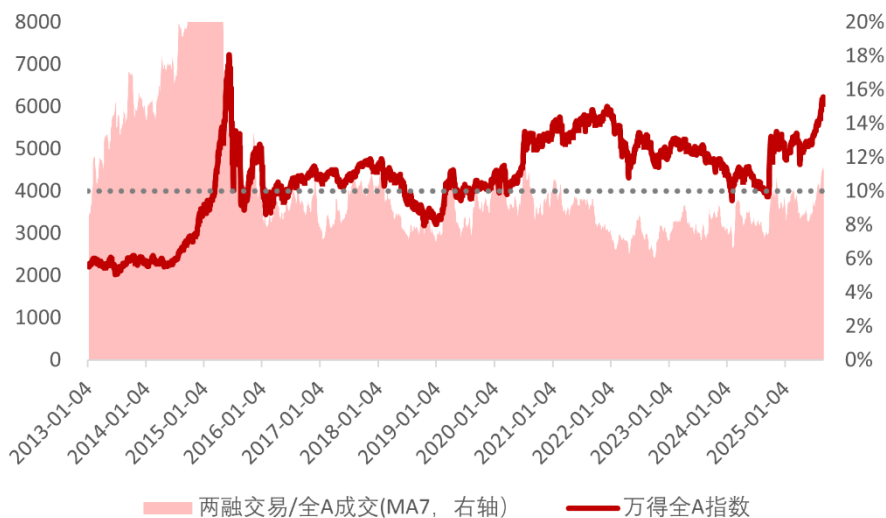
图1：R007 与万得全 A 指数走势



资料来源：wind，民生证券研究院

交易情绪来看，两融成交额占全市场成交比例持续攀升，市场交易热度高涨。2014-2015 年杠杆牛区间两融交易占比持续超过 20%，相对较为特殊，此后如果两融交易占比超过 10%通常可以作为市场交易过热的信号之一。但需注意历史数据显示交易过热市场往往会延续上涨一段时间，仅使用两融交易占比指标进行市场拐点的判断胜率并不高，需要市场的实际下跌进行辅助判断。2025 年 8 月底，两融成交占全市场成交比重超过 11%，市场交易已处于较热区间。按历史经验来看，短期内再大幅上涨概率较低。

图2：两融成交额占比与万得全 A 指数走势



资料来源：wind，民生证券研究院

目前综合、综合金融以及 TMT 板块、国防军工的两融余额占自由流通市值比重较高。目前市场热度较高的 TMT 板块两融交易参与度较高，如果市场交易热度骤减，或是融资融券交易受到限制，两融交易的退出或会使处于高位的 TMT 板块遭到冲击。

图3：各行业两融交易占流通市值的比重 (2025.9.3)

中信一级行业	两融余额/流通市值	中信一级行业	两融余额/流通市值
综合	4.8%	消费者服务	2.5%
综合金融	4.0%	农林牧渔	2.5%
计算机	3.6%	建筑	2.3%
国防军工	3.2%	商贸零售	2.3%
电子	3.1%	建材	2.1%
通信	3.1%	钢铁	2.0%
房地产	3.1%	轻工制造	1.9%
传媒	3.0%	家电	1.8%
有色金属	3.0%	电力及公用事业	1.7%
汽车	3.0%	纺织服装	1.5%
非银行金融	3.0%	交通运输	1.5%
基础化工	2.8%	食品饮料	1.2%
机械	2.7%	煤炭	1.0%
医药	2.5%	石油石化	0.9%
电力设备及新能源	2.5%	银行	0.7%

资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 寒武纪当前估值反映了什么预期？

对于寒武纪的估值判断，我们对标 2020-2021 年的宁德时代。寒武纪与 2020-2021 年期间的宁德时代则同属于阶段性成长股，市场核心关注于其短期爆发性的业绩增速。

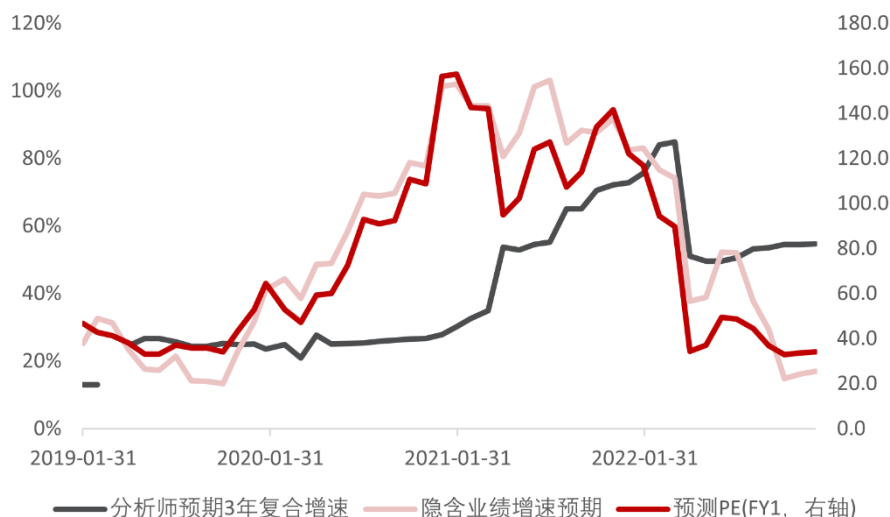
按照二阶永续增长模型可以对寒武纪的估值进行反推和比较。如下式所示，其中 g_1 为第一阶段增长率， n_1 为第一阶段年份， g 为永续增长率， r 为折现率。

$$PE = \sum_{k=1}^{n_1} \frac{(1+g_1)^k}{(1+r)^k} + \frac{(1+g_1)^{n_1}}{(1+r)^{n_1}} * \frac{1+g}{r-g}$$

基于上式，我们可以在已知 PE 、 n_1 、 g 、 r 的条件下倒推出给定估值水平所隐含的增速预期 g_1 。

对于 2020-2021 年的宁德时代进行复盘发现，其隐含业绩增速预期最高时一度达到 100% 左右。我们基于第一阶段持续时间 3 年、永续增长 3%、折现率 8% 的假设使用 DCF 模型对宁德时代的隐含业绩增速进行测算。宁德时代隐含业绩增速自 2020 年起不断上升，在 2021 年 1 月以及 2021 年 7 月隐含业绩增速超过 100%。而宁德时代的上涨则持续到 2021 年底，在 2021 年年报发布之前便从高位回落开始调整。

图4：宁德时代隐含业绩增速预期



资料来源：wind，民生证券研究院

基于寒武纪的 PE_TTM 数据，其第一阶段持续 3 年假设下 1200 元股价当前的隐含业绩增速高达 195%。我们依旧假设寒武纪二阶段永续增长率 3%、折现率 8%，并基于寒武纪的 PE_TTM 数据，根据不同的第一阶段时长去计算不同股价所隐含的业绩增速预期。在一阶段持续 3 年的假设下，其 1200 元股价对应的隐含业

绩增速高达 195%，而一阶段持续 5 年的假设下，隐含业绩增速也高达 96%。

图5：基于寒武纪 PE_TTM 计算的隐含业绩增速预期

		股价（元）								
		800	900	1000	1100	1200	1300	1400	1500	1600
第一阶段 年份数	2	300%	324%	347%	369%	390%	411%	430%	449%	467%
	3	157%	168%	177%	186%	195%	203%	211%	218%	225%
	4	106%	113%	118%	124%	129%	133%	138%	142%	146%
	5	81%	85%	89%	93%	96%	99%	102%	105%	108%
	6	65%	69%	72%	75%	77%	80%	82%	84%	86%

资料来源：wind，民生证券研究院

但需注意寒武纪使用 PE_TTM 进行隐含业绩增速预期进行推算的话，会包含 2024Q3 的亏损数据，导致明显高估其估值水平进而高估隐含业绩增速。为避免该问题，我们使用寒武纪的预测 PE（基于分析师 2025 年净利润一致预期）进行隐含业绩增速的推算，即假设若当前分析师对 2025 年的盈利预期能够实现，当前股价隐含的从 2026 年开始的增速预期。在一阶段持续 3 年的假设下，其 1200 元股价对应的隐含业绩增速达 144%；而一阶段持续 5 年的假设下，隐含业绩增速达 75%，而这一数据与当前分析师未来三年复合增速预期较为接近。

图6：基于寒武纪 fPE(FY1)计算的隐含业绩增速预期

		股价（元）								
		800	900	1000	1100	1200	1300	1400	1500	1600
第一阶段 年份数	2	202%	220%	238%	254%	270%	285%	300%	314%	328%
	3	113%	122%	130%	137%	144%	151%	157%	163%	169%
	4	79%	84%	89%	94%	98%	102%	106%	110%	113%
	5	61%	65%	69%	72%	75%	78%	81%	83%	86%
	6	50%	53%	56%	59%	61%	63%	65%	67%	69%

资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 小结

市场整体：长周期维度看，今年以来市场上涨是由流动性宽松驱动的，在流动性没有明确收紧迹象之前，市场见顶的可能性相对较小；但短期来看，市场交易存在过热现象，历史经验来看调整后短期内再大幅上涨概率较低，或进入中继再吸筹阶段，两融交易若热度骤减可能会对 TMT 等两融交易参与度较高的板块短期内产生一定冲击。

寒武纪：使用二阶永续增长模型反推隐含业绩增速，寒武纪无论是基于 PE_TTM 还是预测 PE (FY1) 测算的隐含业绩增速都是较高的水平。同等假设下隐含增速预期显著高于 2020-2021 年的宁德时代。当前市场交易所反映的业绩增长预期相对较高，建议理性看待其中的乐观情绪与潜在波动风险。

2 大类资产量化观点

2025 年 9 月大类资产量化观点如下：

表1：2025 年 9 月大类资产量化观点

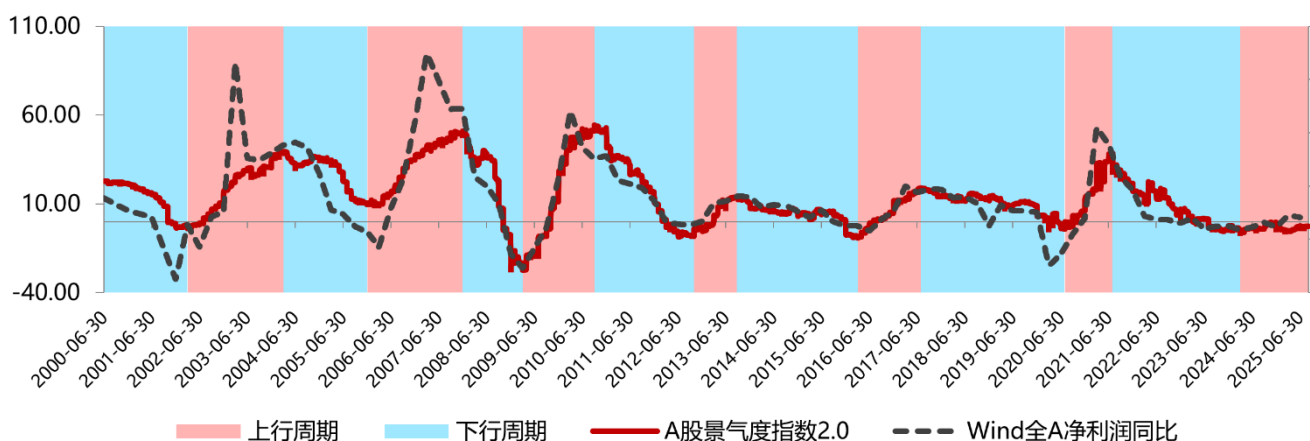
大类资产	观点
权益	核心：景气度保持平稳，9 月或先下后上 - 景气度 8 月整体平稳，金融景气度略有下降，工业景气度略有回升；2025Q2 相比 Q1 有较多行业增速回落，增长亮点主要在电新板块； - 信用扩张有所回落但结构略有改善；从结构来看，信贷总量同比负增但结构改善，政府债券同比较去年高基数有所回落； - 当下市场处于超买回调，9 月或保持震荡调整，关键在于支撑附近表现。
利率	核心：9 月 10Y 国债利率或上行 2BP 至 1.86% - 2023 年以来样本外有 21 个月方向判断正确，胜率为 66%； - 经济增长因子有所企稳，通货膨胀因子继续回升，债务杠杆因子继续回升，短期利率因子继续下行。 - 综合来看 9 月 10Y 国债利率或小幅上行。
黄金	核心：适当提高仓位 - 2023 年以来样本外有 24 个月方向判断正确，胜率为 75%； - 从四因子模型来看，二季度美国财政扩张继续，国防支出同样再次回升； - 从技术层面分析，黄金在经历了今年 4 月以来接近 4 个月的盘整后出现突破迹象。
地产	核心：行业压力明显上行 - 房地产行业压力指数为 0.708,行业整体压力明显上行； - 供给侧压力受土地市场降温而上升，而需求侧压力受个人住房贷款负增而上升。
海外	核心：印美关税不确定性大，印度股权外资流出 - 8 月印度股权市场外资流出幅度扩大，FPI 净流出 39.94 亿美元； - 外资流出下，NIFTY 50 指数 8 月下跌 1.38%； - 关税谈判不确定性下外资大幅流出，当前印度市场配置价值有限。

资料来源：Wind，民生证券研究院

2.1 权益：景气度保持平稳，9 月或先下后上

景气度 8 月整体平稳，金融景气度略有下降，工业景气度略有回升。我们考虑到 A 股净利润主要由金融业和工业构成，通过分别构建两者的高频景气度指数从而更为精确的做了 A 股利润同步预测。8 月以来金融业景气度回落后走平，而工业景气度略有回升，加和来看整体景气度平稳。按照景气度预测全 A 净利润 Q3 累计同比或相比 Q2 减弱。

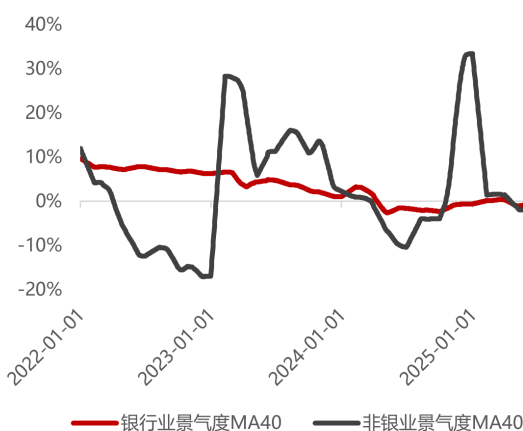
图7：A 股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

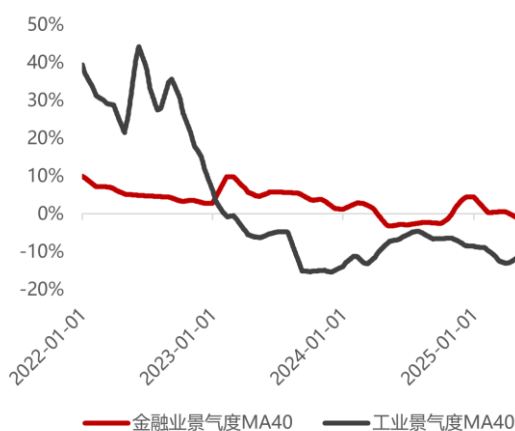
2025Q2 相比 Q1 有较多行业增速回落，增长亮点主要在电新板块。2025Q2 三十个中信一级行业仅有 9 个净利润增速回升，回升超过 5% 的行业有：房地产、电新、国防军工、医药。电新净利润增速 Q2 由负转正。增速回落较多的有：农林牧渔、钢铁、建材、计算机、有色。

图8：银行与非银景气度变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：金融与工业景气度变化



资料来源：wind，民生证券研究院

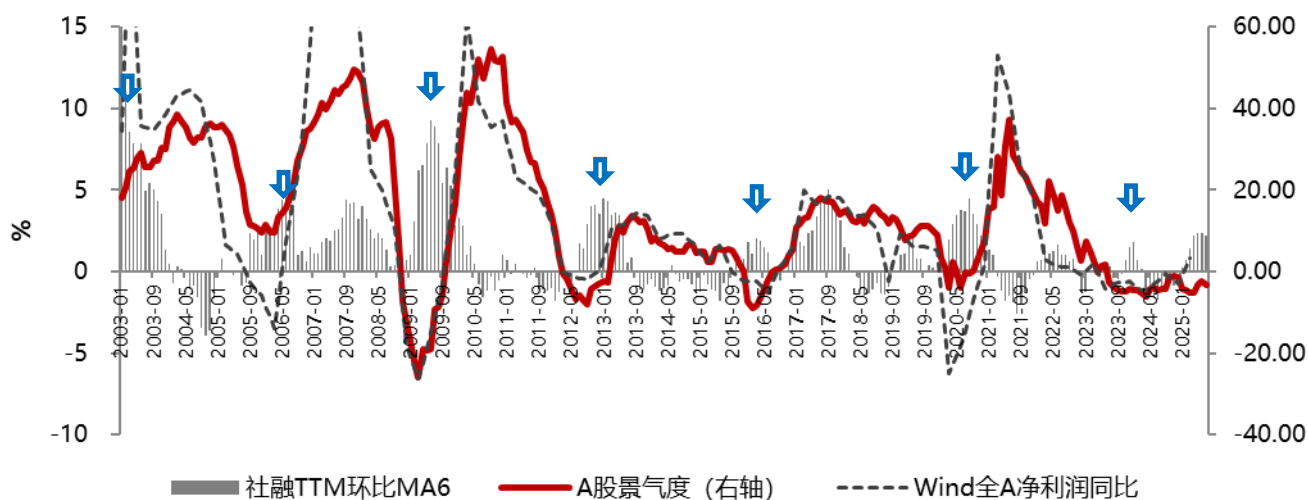
图10：各行业净利润同比变化

	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	趋势	25Q2-25Q1
房地产	-141%	-153%	-5418%	-911%	-227%	— — ■ — —	683%
电力设备及新能源	-56%	-53%	-59%	-6%	12%	■ ■ ■ — —	18%
国防军工	-26%	-34%	-48%	-42%	-27%	— ■ ■ ■ —	14%
医药	-1%	-6%	-9%	-11%	-4%	— ■ ■ ■ —	8%
交通运输	14%	8%	13%	0%	3%	■ ■ ■ — —	3%
建筑	-12%	-13%	-15%	-9%	-6%	■ ■ ■ — —	2%
银行	0%	1%	2%	-1%	1%	— ■ ■ — —	2%
综合金融	-11%	-7%	-48%	-45%	-43%	— — ■ ■ ■	2%
通信	7%	8%	7%	6%	8%	■ ■ — — ■	1%
商贸零售	-18%	4%	6%	-14%	-15%	■ — — ■ ■	0%
食品饮料	14%	10%	5%	0%	-1%	■ ■ — — —	-1%
机械	0%	-4%	-13%	17%	15%	— — ■ ■ ■	-2%
非银行金融	-1%	42%	49%	23%	19%	— ■ ■ ■ —	-3%
电子	31%	29%	29%	32%	28%	■ — — ■ —	-4%
电力及公用事业	16%	10%	6%	5%	0%	■ ■ — — —	-4%
消费者服务	-4%	-11%	-24%	-8%	-12%	— ■ ■ — —	-5%
煤炭	-28%	-23%	-21%	-28%	-34%	■ — — ■ ■	-5%
基础化工	-5%	-9%	-14%	5%	-1%	— ■ ■ — —	-6%
传媒	-34%	-33%	-57%	45%	38%	■ ■ ■ — —	-7%
石油石化	11%	1%	0%	-6%	-15%	■ — — — ■	-8%
纺织服装	-8%	-15%	-39%	1%	-8%	— ■ ■ — —	-8%
轻工制造	12%	-6%	-43%	-18%	-28%	— — ■ — ■	-9%
汽车	18%	5%	9%	14%	2%	■ — — ■ —	-12%
家电	9%	6%	8%	26%	12%	— — — ■ —	-13%
综合	-112%	-116%	25%	182%	167%	■ ■ — ■ ■	-15%
有色金属	-5%	0%	3%	65%	36%	— — — ■ ■	-28%
计算机	-24%	-15%	-35%	79%	44%	— — ■ ■ —	-35%
建材	-60%	-52%	-49%	241%	45%	— — — ■ —	-196%
钢铁	-53%	-102%	-118%	392%	121%	— — — ■ —	-271%
农林牧渔	175%	453%	4277%	789%	198%	— — ■ — —	-592%

资料来源：wind，民生证券研究院

信用扩张有所回落但结构略有改善。预计 2025 年 8 月新增社融约为 2.69 万亿元，同比增加-0.34 万亿元，社融 TTM 环比约为-0.91%。**从结构来看，信贷总量同比负增但结构改善，政府债券同比较去年高基数有所回落。**信贷方面，大中城市新房成交量同比和环比均回落，新增居民中长贷预计增量有限；8 月 PMI 为 49.4% 强于去年同期，新增企业信贷预计同比多增，转贴现利率表现也提示信贷结构会有所改善。债券融资方面，政府债券延续较快发行节奏，但不及去年同期超高基数；企业债券净融资高频数据显示较去年同期有所回落。

图11：上证指数、A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化



资料来源：wind，民生证券研究院，注：图中上证指数为调整后的趋势示意

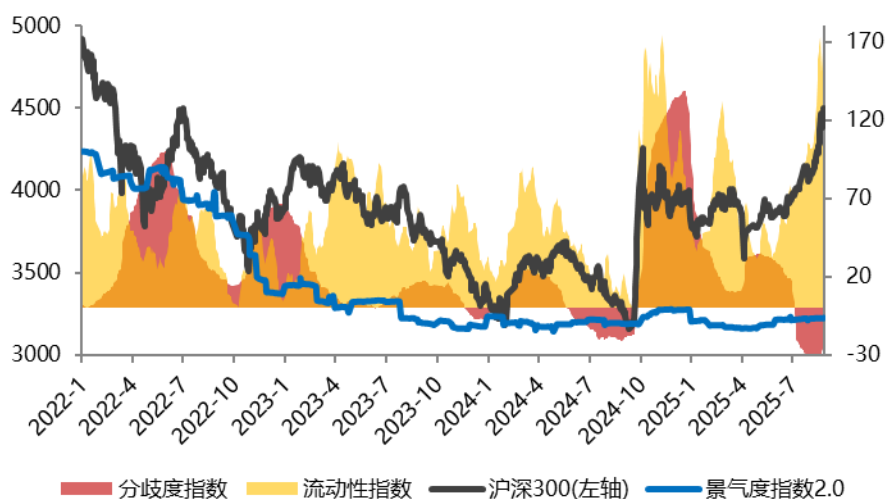
表2：8 月社融结构预测（单位：亿元）

总量预测	2025 年 8 月预测值	2024 年 8 月	2025 年 7 月预测值	2025 年 7 月
新增社融	26928	30323	15316	11320
社融 TTM 环比	-0.91%	-0.27%	2.05%	0.97%
结构预测	2025 年 7 月预测值	2024 年 7 月	2025 年 6 月预测值	2025 年 6 月
人民币贷款	9435	10411	362	-4296
→企业贷款+居民短贷	6387	3716	-5129	-11927
→居民中长贷	1151	1200	47	-1100
→企业票据融资	1897	5451	5444	8711
外币贷款	124	-612	110	-87
委托贷款	-58	25	-14	-177
信托贷款	211	484	132	149
未贴现银行承兑汇票	1755	651	-1927	-1638
企业债券	984	1703	3914	2748
政府债券	13606	16177	11797	12482
非金融企业境内股票融资	223	132	491	505
存款类金融机构资产支持证券	-109	-466	4	11
贷款核销	758	758	448	548

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

当下市场处于超买回调，9月或保持震荡调整，关键在于支撑附近表现。当下景气度保持小幅上行，分歧度进入上升状态，流动性处历史高位，从三维择时体系来看，整体市场处于震荡上涨区间。从技术角度来看沪深300突破超买线后，卖盘波幅度大、速度快、表明卖压陡增，目前仍处超买线以上。未来1-2周可能继续调整，关键在于指数在需求线附近是否能够企稳，需求再度回升后指数有望进入上行趋势的再积累阶段。

图12：分歧度、流动性、景气度变化趋势



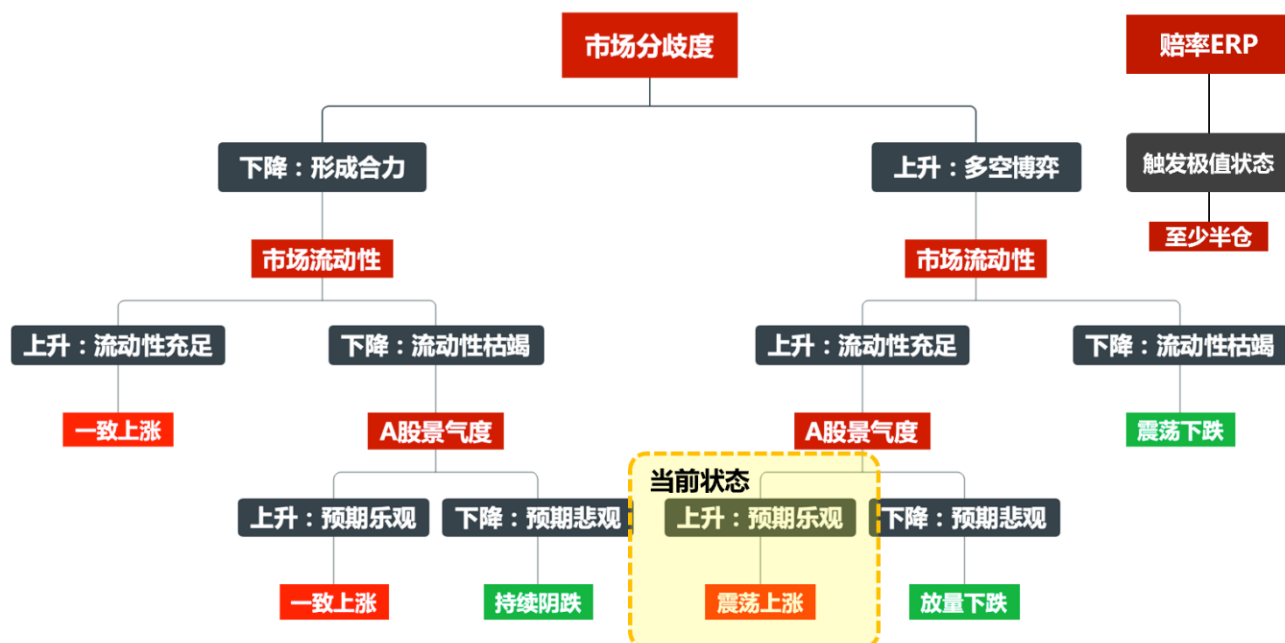
资料来源：wind，民生证券研究院

图13：沪深300超买下见顶回落



资料来源：wind，民生证券研究院

图14：分歧度-流动性-景气度三维择时框架



资料来源：民生证券研究院绘制

2.2 利率：9月10Y国债利率或上行2BP至1.86%

利率的本质是资金的价格。利率变动由资金的供需因素共同决定，民生金工利率预测框架采用结构化静态因子模型（Structured Static Factor Model），从精选的宏观指标中抽象出四大因子：经济增长、通货膨胀、债务杠杆、短期利率，共同刻画利率的变动方向。

图15：10Y国债利率驱动因素模型

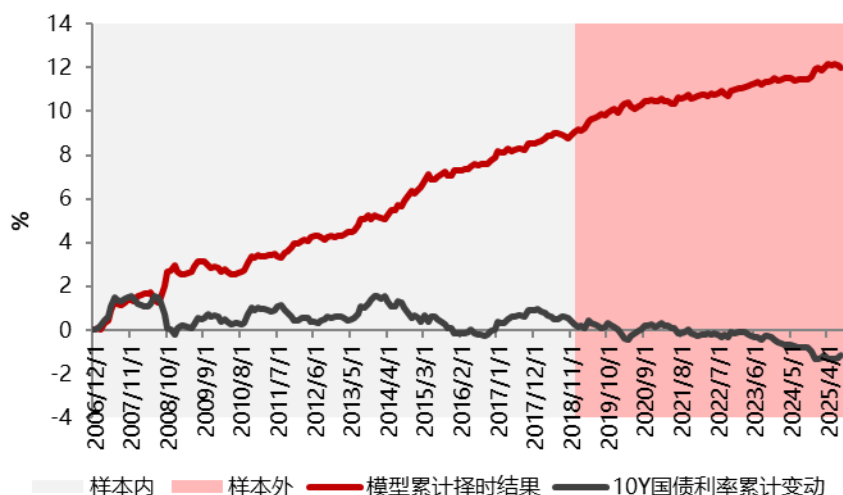


$$\Delta 10Y \text{ 国债利率} = \beta_1 \Delta \text{经济增长} + \beta_2 \Delta \text{通货膨胀} + \beta_3 \Delta \text{债务杠杆} + \beta_4 \Delta \text{短期利率} + \text{常数项}$$

资料来源：民生证券研究院绘制

以此框架进行月度利率择时，2006 年以来样本内外均有 70%左右胜率。模型通过静态因子模型预测下月 10Y 国债利率变动方向，并通过累加或者累减实际变动以表示预测效果，以 2019 年初为样本内外节点进行统计，总体保持较高胜率。2023 年以来样本外有 21 个月方向判断正确，胜率为 66%。

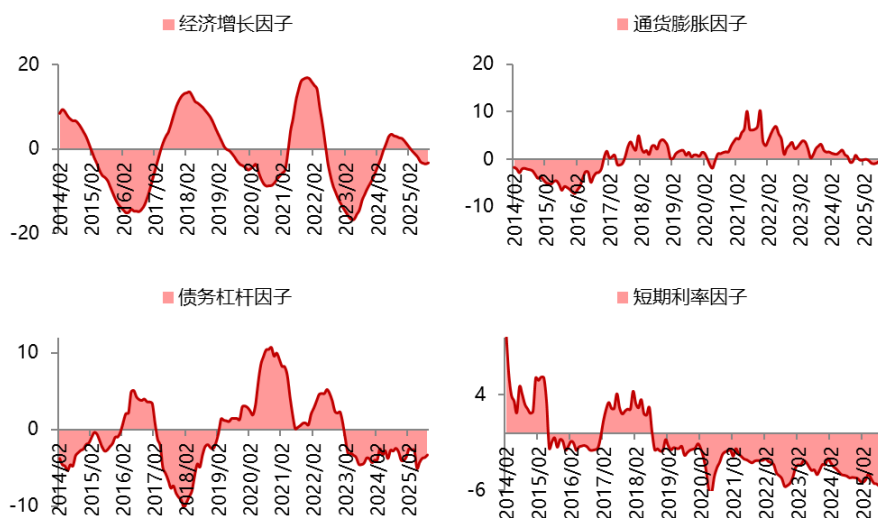
图16：静态因子模型历史月度利率择时效果



资料来源：wind，民生证券研究院，注：择时结果计算方法为利率月度变动的累加（看多）或累减（看空）

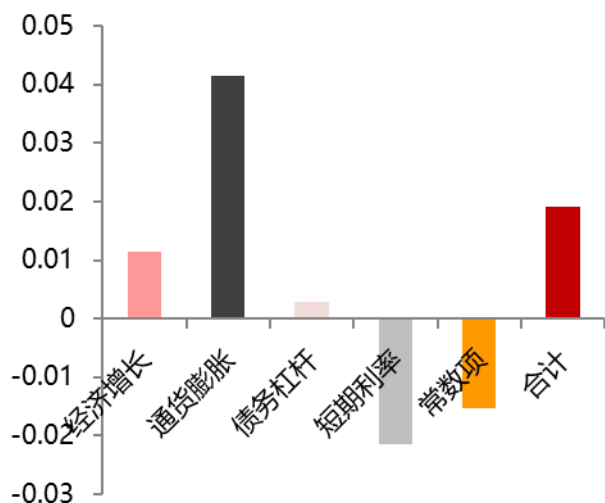
模型判断 9 月 10Y 国债利率或上行 2BP 至 1.86%。从国债利率各驱动因子来看，经济增长因子有所企稳，通货膨胀因子继续回升，债务杠杆因子继续回升，短期利率因子继续下行，螺纹钢价近期继续回落，铜价格继续回升，当下工业品价格整体回升，而资金较宽松，多空因素交织，综合来看 9 月 10Y 国债利率或小幅上行。

图17：利率驱动因子长期变化趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图18: 10Y 国债利率 9 月预测各因子贡献



资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 2018 年以来模型预测值与实际值对比

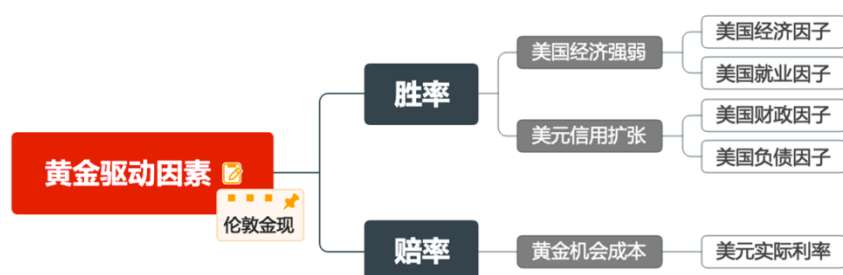


资料来源: wind, 民生证券研究院

2.3 黄金: 适当提高仓位

黄金的本质是“高级别的保底信用”。当前信用最强货币为美元，因此黄金走势目前主要对标美元信用。美元信用主要体现在美国经济强弱、信用扩张强弱，美元实际利率等因素中。因此我们从精选的宏观指标中抽象出四大因子：**美国经济、美国就业、美国财政、美国负债**，共同刻画黄金的变动方向，并采用**结构化静态因子模型**进行黄金的判断。

图20: 黄金驱动因素模型

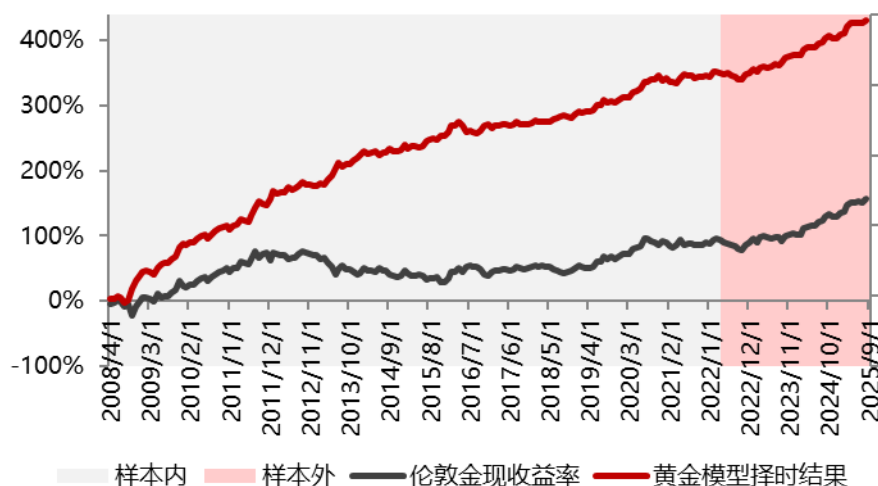


$$\Delta \text{伦敦金现} = \beta_1 \Delta \text{美国经济} + \beta_2 \Delta \text{美国就业} + \beta_3 \Delta \text{美国财政} + \beta_4 \Delta \text{美国负债} + \text{常数项}$$

资料来源: 民生证券研究院绘制

以此框架进行月度黄金择时，2008 年以来有 65%左右胜率。长期来说四因子模型对黄金走势有较高的解释度。黄金本身并无未来现金流，传统金融定价公式无法直接定价，本身交易价格受到叙事与情绪影响较大，四因子虽有较高解释度，但框架仍是开放的。2023 年以来样本外有 24 个月方向判断正确，胜率为 75%。

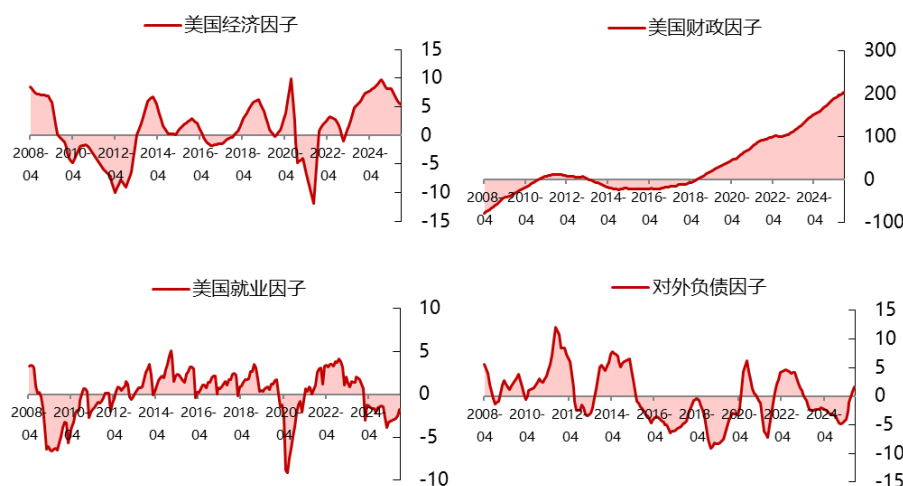
图21：静态因子模型历史月度黄金择时效果



资料来源：wind，民生证券研究院

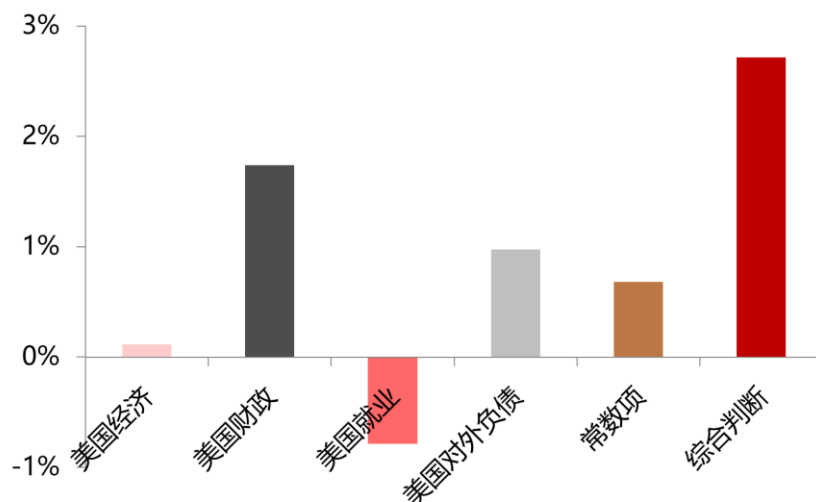
从四因子模型来看，二季度美国财政扩张继续，国防支出同样再次回升。与黄金相关的美国经济因子继续下行，财政因子保持上行，就业因子继续回升，对外负债因子继续上升，综合来看模型对接下来的黄金表现继续乐观。8月28日公布的美国财政支出数据继续攀升，Q1下降的国防支出再次提升。

图22：黄金驱动因子长期变化趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

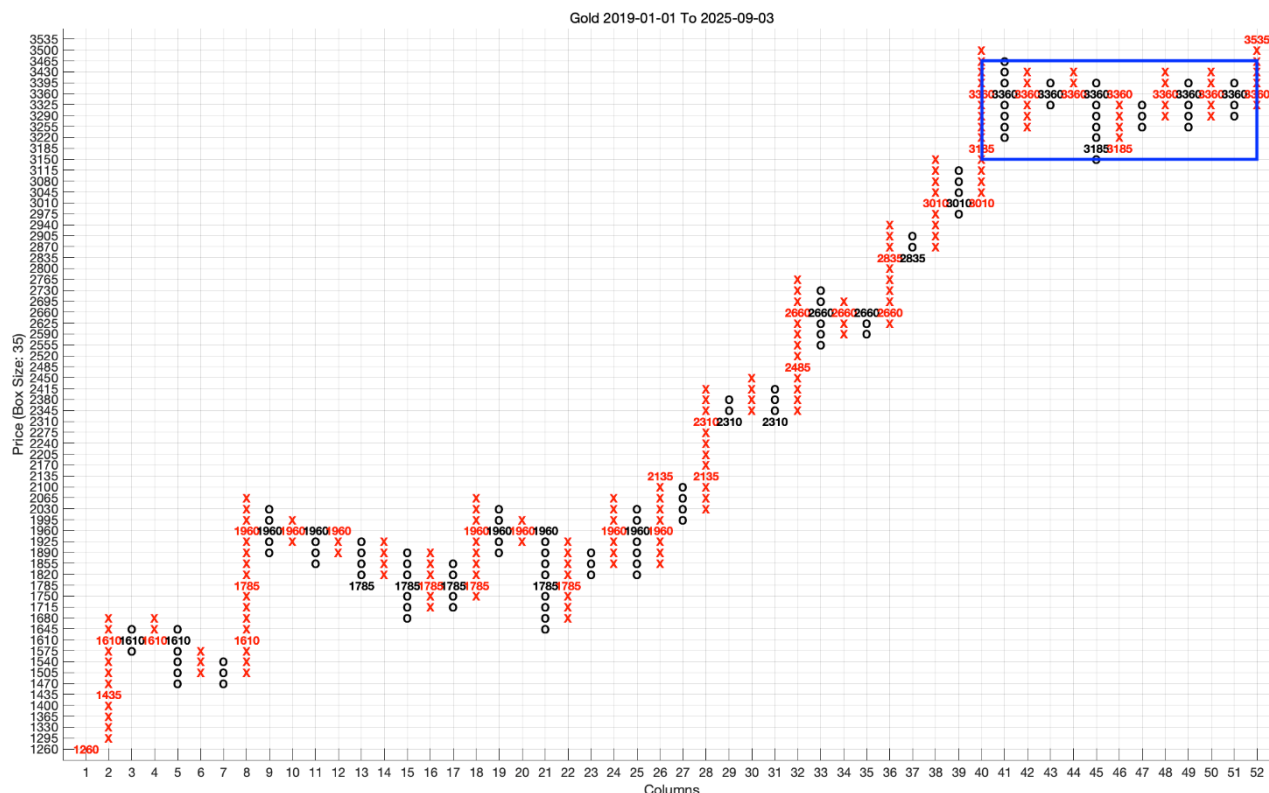
图23：伦敦金现 9 月预测各因子贡献



资料来源：wind，民生证券研究院

从技术层面分析，黄金在经历了今年 4 月以来接近 4 个月的盘整后出现突破迹象。从威科夫点数图的计数来看，这段横盘整理积蓄的力量支持未来目标价位 4200-4300 美元/盎司，对应涨幅空间在 20%左右。具体方法请参考我们的专题报告《威科夫点数图的绘制与应用：股票涨跌空间判断》。

图24：伦敦金现点数图

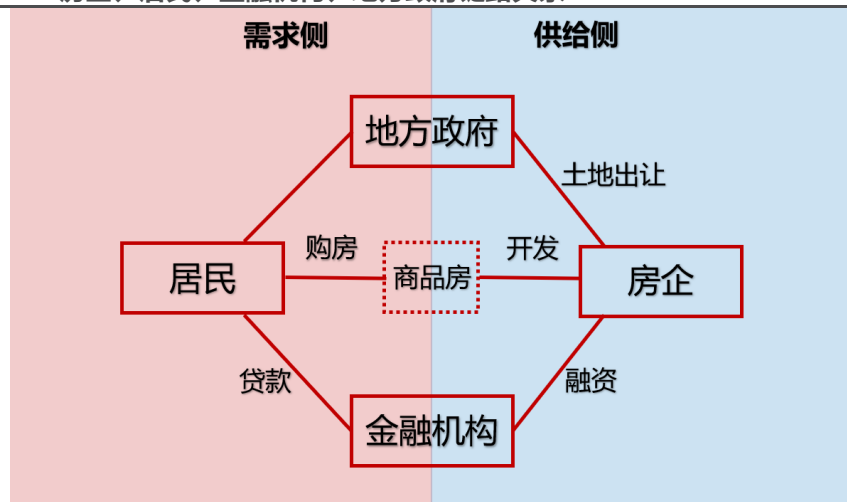


资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 地产：行业压力明显上行

民生金工房地产行业压力指数的构建目标是追踪市场核心指标变化，衡量房地产市场的承压状态。我们采用扩散指数的方式，通过房地产市场供给与需求各链路中的关键指标，从绝对水平和边际变动两个维度打分，加总标准化得到房地产行业压力指数。房地产行业压力指数的值越大表示当前房地产市场低迷并有形势继续恶化的潜在可能。房地产行业压力指数的更多细节请参考报告《视角透析：房地产行业压力指数构建》。

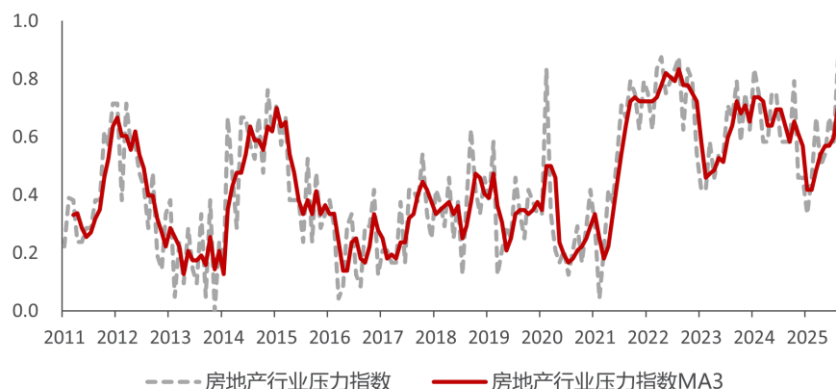
图25：房企、居民、金融机构、地方政府链路关系



资料来源：民生证券研究院绘制

截止至 2025 年 8 月 31 日，三个月移动平均的房地产行业压力指数为 0.708，行业整体压力明显上行。从细分指标层面看，土地市场成交量价均承压；商品房销售面积降幅继续扩大，70 大中城市新房价格连续 26 个月负增长，环比降幅维持-0.3%，个人住房贷款出现负增；房屋新开工面积同比延续负增但且降幅扩大，7 月为-15.21%。从供需两侧来看，供给侧压力受土地市场降温而上升，而需求侧压力受个人住房贷款负增而上升。

图26：民生金工房地产行业压力指数（2025.08）



资料来源：wind，民生证券研究院

图27：细分指标当期评分 (2025.08)

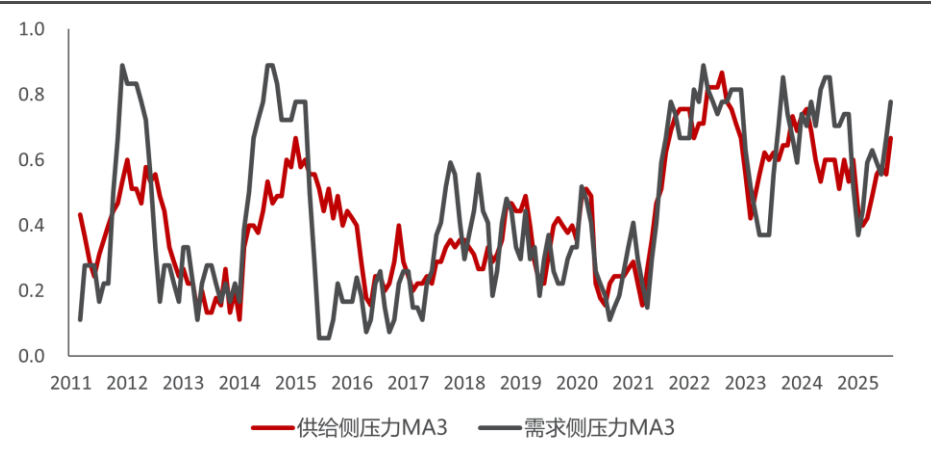
指标名称	当前观点
土地出让金	● ○ ○ ○ ○
成交土地溢价率	● ○ ○ ○ ○
商品房销售面积	● ○ ○ ○ ○
新建商品住宅价格指数	○ ● ○ ○ ○
房屋新开工面积	● ○ ○ ○ ○
新增个人住房贷款余额	● ○ ○ ○ ○
房地产开发投资完成额	● ○ ○ ○ ○
房地产开发贷款	○ ○ ○ ● ○

注：观点从左到右依次表示悲观、相对悲观、相对乐观、乐观
其中红色表示当前观点，粉色表示上一期观点

悲观 相对悲观 相对乐观 乐观

资料来源：wind，民生证券研究院绘制

图28：房地产供需两侧压力 (2025.08)

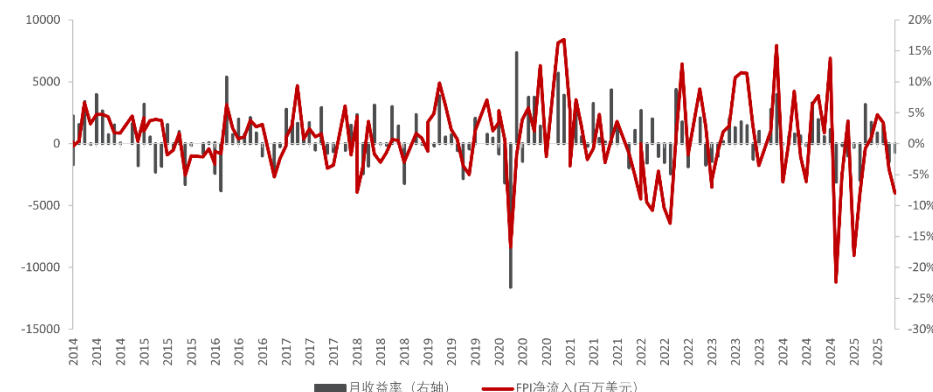


资料来源：wind，民生证券研究院绘制

2.5 海外：印美关税不确定性大，印度股权外资流出

8月印度股权市场外资流出幅度扩大，FPI净流出39.94亿美元。外资在印度市场占比约37.0%，这使得其净流入的边际变化对印度市场走势有着较大影响。

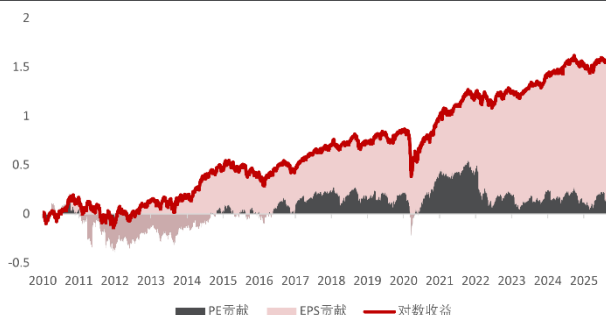
图29：NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入



资料来源：NSDL, Bloomberg, 民生证券研究院

外资流出下，NIFTY 50 指数 8 月下跌 1.38%。根据 NSE 提供的 DII 和 FII 临时数据，7 月外国机构投资者净卖出 4690 亿卢比，而印度国内机构投资者净买入 9483 亿卢比。资金面维度内资机构投资者延续买入，而外资机构投资者延续卖出。从收益分解来看，8 月的下跌主要来自于估值的下降。

图30：印度 NIFTY 50 收益分解



资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

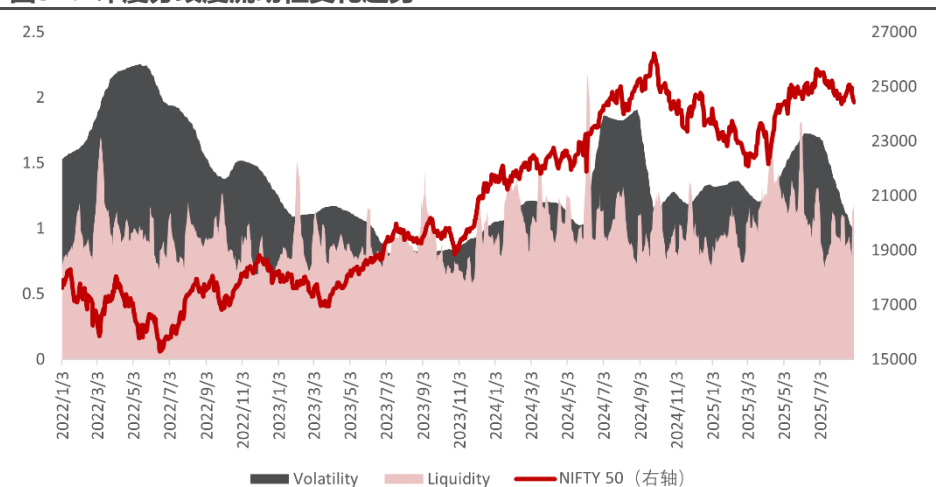
量价维度看，当前印度市场分歧度下行、流动性下行状态。历史上印度权益市场处于分歧度下行且流动性下行阶段时，主要行情为一直上涨，当前量价层面看好印度市场。

图31：2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解



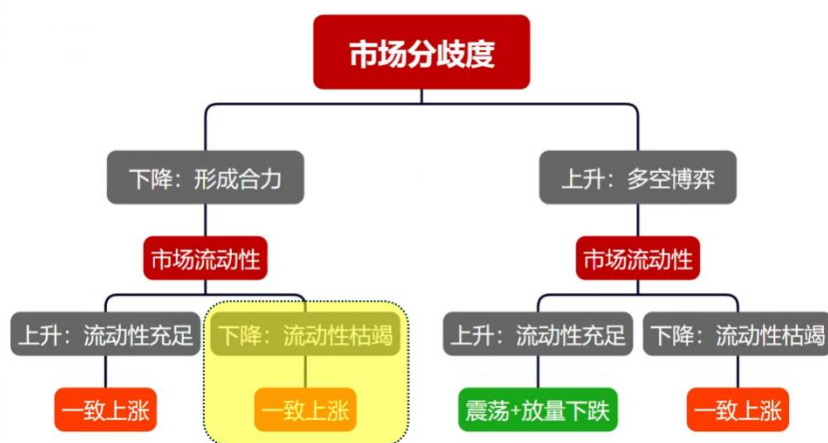
资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

图32：印度分歧度流动性变化趋势



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图33：印度分歧度-流动性二维择时框架



资料来源：民生证券研究院绘制

外资流出的企稳是前期印度反弹的核心原因，印美关税冲突使得外资不确定性增大。印度经济的走弱与A股的修复带来外资的流出，是印度2024年9月以来下跌的核心原因；3月-6月外资持续回流促使印度股市出现反弹。但8月1日起美国对印度征收25%临时关税，后续美国又以印度进口俄罗斯石油为由对印度施加50%惩罚性关税。关税谈判不确定性下外资大幅流出，且出口压力增大或对印度经济产生负面影响，当前印度市场配置价值有限。

表3：印度市场综合判断

维度	方向	说明
经济	-	印度 Q2 GDP 同比增速 7.81%，经济数据有一定回暖，但整体增速已经下台阶。
外资	↓	受关税谈判不确定性影响外资流出。
估值	-	估值与自身历史比处于相对低位，但全球比较下估值较高（对应过去的高盈利增速）。
量价	↑	分歧度↓流动性↓，短期看处于一致上涨区间。
综合	↓	关税谈判不确定性下外资大幅流出，当前印度市场配置价值有限。

资料来源：Wind，民生证券研究院

3 风格量化观点

2025 年 9 月市场风格量化观点如下：

表4：2025 年 9 月市场风格量化观点

市场风格	观点
大势研判综合观点	核心：预期成长优势差继续扩大 - 预期增速资产的优势差继续回升，分析师预期类、主题类策略或继续表现； - 实际增速资产的优势差开始回落，实际成长类、景气类策略谨慎配置； - ROE 的优势差下行趋缓，拥挤度较低下，盈利能力策略基本面仍较弱但或开始筑底； - 高股息类资产当下的拥挤度仍不算低，利率有所回升，因此基本不建议超配； - Δg 和 Δg_f 仅有前者在扩张，9 月继续推荐预期成长风格，不再推荐实际成长风格。
风格补充观察	核心：看好预期成长，小盘或仍有优势 - 长期看美债利率下行趋势逆转可能性较小，风险偏好上行背景下看好成长； - 8 月小盘相较于大盘关注度小幅回落，但趋势上仍是小盘占优； - 从市值因子拥挤度来看，8 月小盘风格拥挤度明显回落； - 从季节效应来看，2010 年以来 9 月份大小盘无明显季节效应。

资料来源：Wind，民生证券研究院

3.1 风格综合观点：预期成长优势差继续扩大

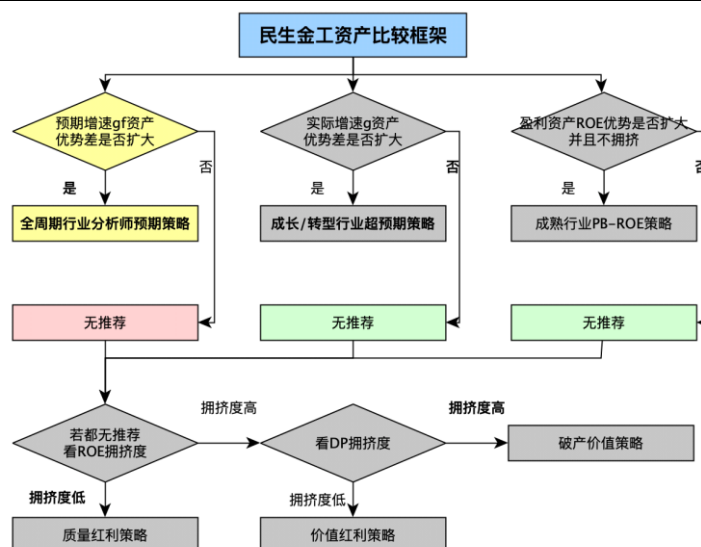
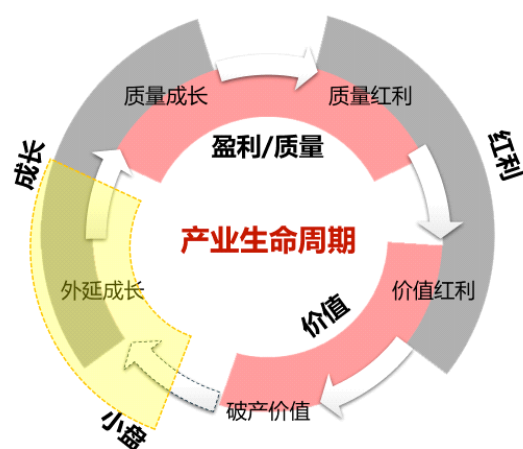
根据我们自下而上量化大势研判框架的推演，9 月继续推荐预期成长风格（分析师预期类、主题类策略），而不再推荐实际成长风格。行业上推荐：1) 线缆；2) 水泥；3) 玻璃纤维；4) 稀土及磁性材料；5) 白色家电Ⅲ。具体判断依据详见报告《量化大势研判 202509：当成长只有预期在扩张》。

图34：量化大势研判观点

大势研判观点

综合判断占优风格：预期成长

- 预期增速资产的优势差继续回升，分析师预期类、主题类策略或继续表现；
- 实际增速资产的优势差开始回落，实际成长类、景气类策略谨慎配置；
- ROE的优势差下行趋缓，拥挤度较低下，盈利能力策略基本面仍较弱但或开始筑底；
- 高股息类资产当下的拥挤度仍不算低，利率有所回升，因此基本不建议超配；
- Δg 和 Δg 目前仅有前者在扩张，**9月继续推荐预期成长风格，不再推荐实际成长风格。**



风格类型	筛选逻辑	当下推荐				
预期成长	分析师	线缆	水泥	玻璃纤维	稀土及磁性材料	白色家电Ⅲ
实际成长	超预期	集成电路	PCB	钨	锂电设备	兵器兵装Ⅲ
盈利能力	PB-ROE	啤酒	白酒	非乳饮料	网络接配及塔设	建筑装饰Ⅲ
质量红利	DP+ROE	车用电机电控	其他家电	稀土及磁性材料	网络接配及塔设	玻璃纤维
价值红利	DP+BP	化学制剂	日用化学品	安防	服务机器人	网络接配及塔设
破产价值	PB+SIZE	汽车销售及服务Ⅲ	动物疫苗及兽药	棉纺制品	包装印刷	印染

资料来源：wind，民生证券研究院，注：新调入行业加粗表示

表5：量化大势研判配置策略近期选择

	预期成长	实际成长	盈利能力	质量红利	价值红利	破产价值
2023-01						
2023-02						
2023-03						
2023-04						
2023-05						
2023-06						
2023-07						
2023-08						
2023-09						
2023-10						
2023-11						
2023-12						
2024-01						
2024-02						
2024-03						
2024-04						
2024-05						
2024-06						
2024-07						
2024-08						
2024-09						
2024-10						
2024-11						
2024-12						
2025-01						
2025-02						
2025-03						
2025-04						
2025-05						
2025-06						
2025-07						
2025-08						
2025-09						

资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 风格补充观察：看好预期成长，小盘或仍有优势

自 2016 年外资大量流入 A 股开始，美债利率对 A 股红利/成长相对强弱产生显著影响。逻辑上来说，红利资产现金流分布较为平均，久期较短，而成长资产现金流分布近小远大，久期较长，对资金成本的敏感性上来说后者更甚，因而美债利率会对两者的定价造成一定的影响。从过去规律来看，拐点上美债利率领先红利/成长相对收益，大约领先 3-6 个月不等。8 月十年美债利率整体下行，单月看成长继续优于红利；长期看美债利率下行趋势逆转可能性较小，风险偏好上行背景下看好成长。

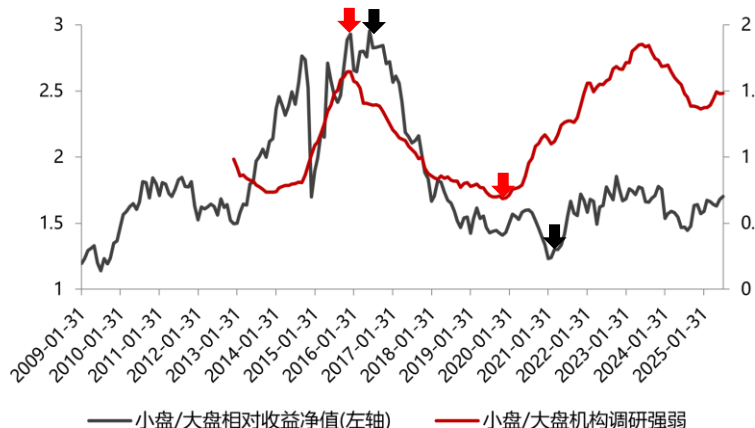
图35：红利/成长相对收益与美债利率



资料来源：wind，民生证券研究院

大盘/小盘的轮动大趋势上与机构调研强度有较高相关性。我们使用过去 30 日的平均调研次数作为机构调研强度的代理指标。大盘/小盘（沪深 300/中证 1000）的相对收益在月度频率上轮动较为频繁，但大趋势上与机构调研强度强弱有较高的一致性，且机构调研强度强弱的拐点一定程度上领先大盘/小盘轮动大趋势拐点，大小盘的轮动或与注意力机制相关。

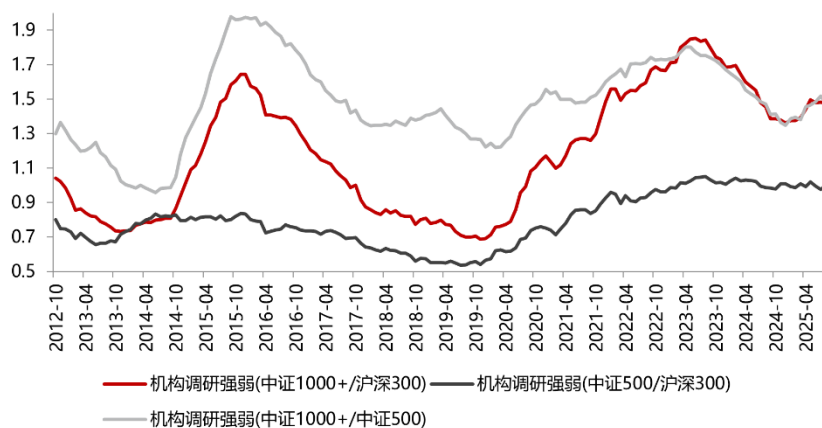
图36：小盘/大盘市场机构关注度强弱



资料来源：wind，民生证券研究院，注：机构关注度强弱指标都做了 MA12 处理

8月小盘相较于大盘关注度小幅回落，但趋势上仍是小盘占优。自2024年9月以来大盘相较于小盘关注度的上升趋势就有减缓迹象，2025年1季度调研强度趋势正式偏向小盘。从机构关注度来看小盘或会出现长期趋势性机会。

图37：不同市值股票池机构调研强弱



资料来源：wind，民生证券研究院，注：机构关注度强弱指标都做了MA12处理，中证1000+指中证1000指数成分股及市值更小的其余股票的总和

从市值因子拥挤度来看，8月小盘风格拥挤度明显回落。小盘拥挤度8月出现大幅回落，目前基本回到中性位置，小盘短期受到拥挤交易的可能性较低。

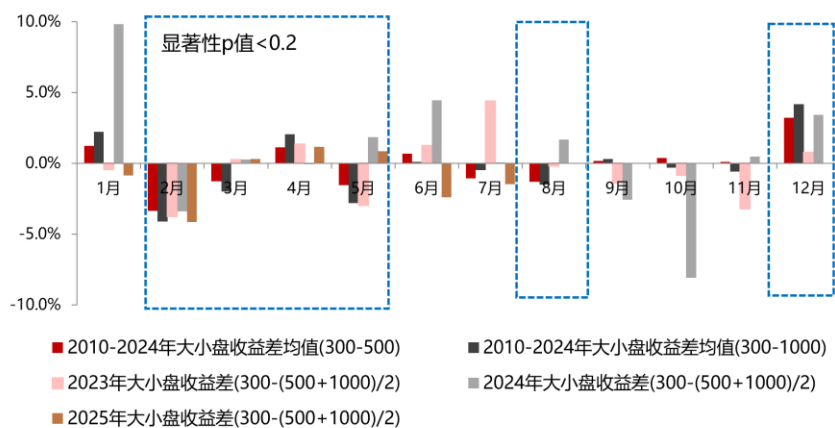
图38：市值因子拥挤度



资料来源：wind，民生证券研究院，注：市值拥挤度使用沪深300和中证1000计算

从季节效应来看, 2010 年以来 9 月份大小盘无明显季节效应。2010 年-2024 年期间 9 月份大盘占优比例 46.7%, 平均跑赢小盘 0.31%。9 月份大小盘无明显季节效应。

图39: 月度大小盘收益差 (季节效应)



资料来源: wind, 民生证券研究院, 注: 300 代表沪深 300, 500 代表中证 500, 1000 代表中证 1000

4 行业配置量化观点

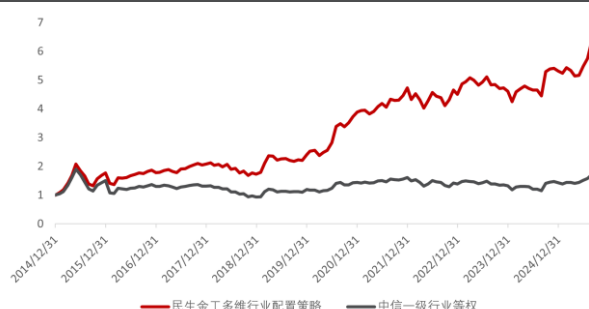
表6：2025 年 9 月推荐行业及权重

	多维行业配置策略	胜率赔率	出清反转
有色金属	16.7%	√	
电力设备及新能源	16.7%	√	
计算机	16.7%	√	
轻工制造	16.7%	√	
通信	16.7%	√	
钢铁	16.7%	√	

资料来源：Wind，民生证券研究院

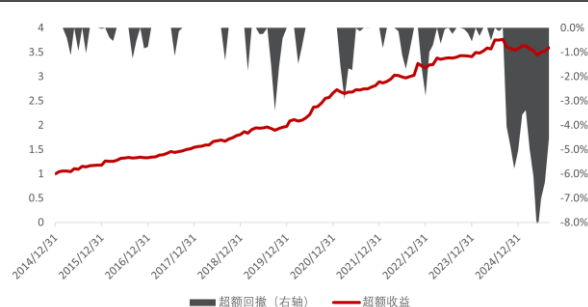
民生金工多维行业配置策略由两个行业配置策略组合而成，采取“恒星+卫星”的模式，其中胜率赔率策略、出清反转策略权重为 4：1，策略内部选取的行业等权持有。策略历史绝对收益与超额收益显著，2023 年绝对收益 2.36%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 7.26%。2024 年绝对收益 15.23%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 4.83%。2025 年绝对收益 19.65%，相对于中信一级行业等权的超额收益为 0.55%。

图40：民生金工多维行业配置策略绝对收益



资料来源：wind，民生证券研究院

图41：民生金工多维行业配置策略超额收益



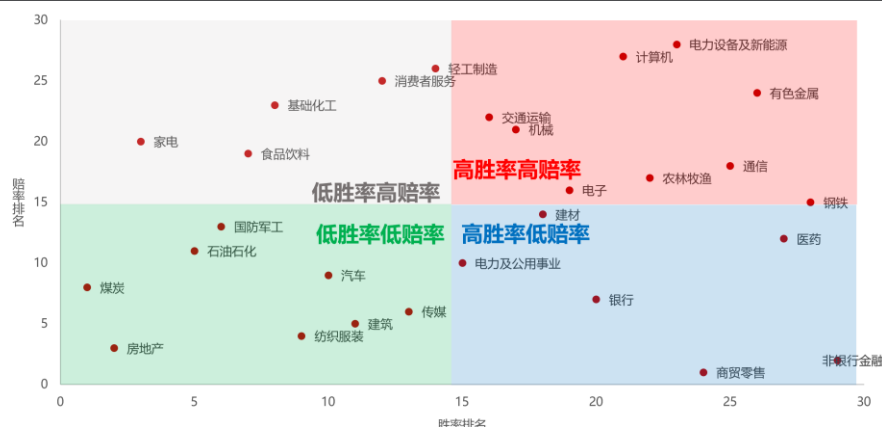
资料来源：wind，民生证券研究院

4.1 行业推荐：胜率与赔率

投资的期望回报取决于投资的胜率和赔率。在行业配置中，胜率是行业短周期实现相对市场超额收益的概率，赔率刻画行业长周期能获得多少绝对收益。短期看，行业景气度往往决定了行业的胜率；长期看，行业的估值、股息率等决定了行业的赔率。高胜率的行业往往趋势较好、景气度较高，而高赔率的行业往往估值低、长期看有绝对收益空间。

我们从胜率和赔率两个维度对中信一级行业进行刻画，综合考虑胜率和赔率，推荐：电力设备及新能源、有色金属、计算机、通信、轻工制造、钢铁。

图42：2025 年 9 月行业胜率赔率刻画



资料来源：wind，民生证券研究院

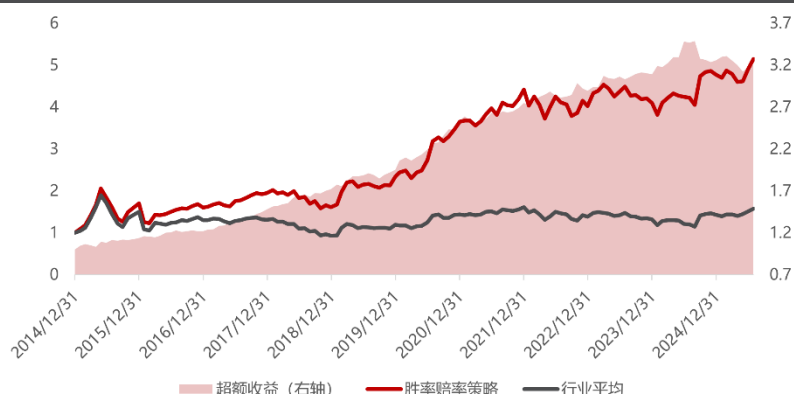
表7：2025 年 9 月行业胜率赔率刻画

推荐行业	胜率	赔率	胜率&赔率
电力设备及新能源	√	√	√
有色金属	√	√	√
计算机	√	√	√
通信	√	√	√
轻工制造	√	√	√
钢铁	√	√	√
消费者服务		√	
交通运输	√	√	
机械	√	√	
农林牧渔	√	√	
医药	√		

资料来源：民生证券研究院绘制

策略历史表现如下，样本外超额显著，2024 年以来绝对收益 40.24%，相较于中信一级行业等权基准超额收益 6.77%。

图43：胜率赔率策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 行业推荐：出清反转策略

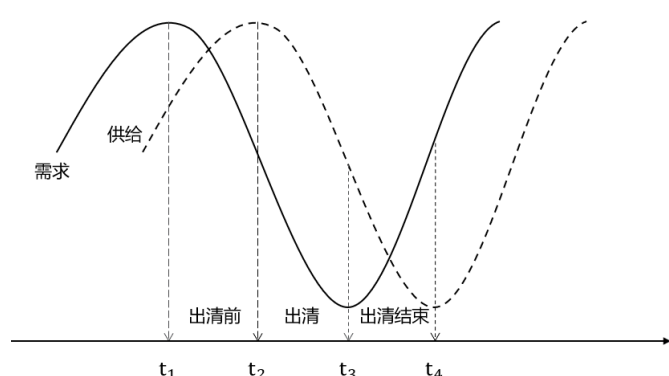
需求引导并且领先供给变化，在供给出清需求反转下行业回报将大概率提升。

在行业繁荣时期企业由于过度扩张、竞争导致产能过剩，出现供过于求的状态，而从该种状态到产能淘汰整合，资本撤离行业的过程称为行业出清。在出清尾声，需求端的回升使得企业盈利好转，而供给端还没有进入新的扩张时，将是布局行业的良好机会。

我们从行业需求、行业供给、行业竞争格局三个维度描述行业发展所处状态。

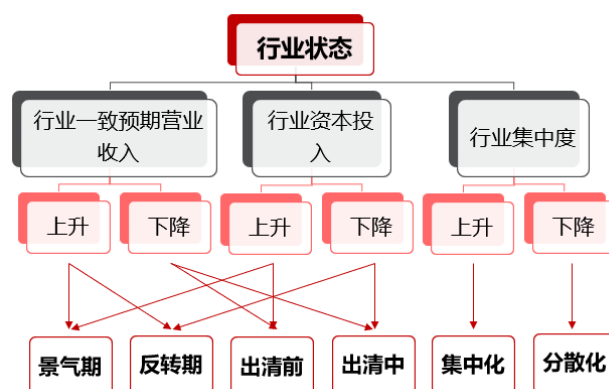
通过对每个指标上下行状态进行划分得到行业八种状态。我们将行业需求和供给均在下降时定义为行业出清状态，而将出清后行业需求端得到改善，行业供给未转向，同时集中度下行的状态定义为出清结束反转状态，观察行业是否能够在出清状态结束后基于格局变化获得超额收益。详细内容请参考报告《量化捕捉行业出清反转投资机会》。

图44：供需角度分析行业出清过程



资料来源：民生证券研究院整理绘制

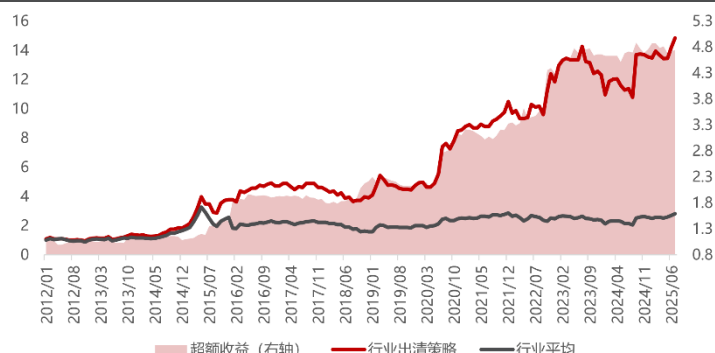
图45：行业状态划分标准



资料来源：民生证券研究院整理绘制

行业出清反转策略从2012年1月31日到2025年8月31日相对于行业等权组合实现显著超额收益，具体表现如下图所示。策略主要在熊市末期与牛市初期贡献超额收益。

图46：行业出清反转策略收益



资料来源：wind，民生证券研究院

出清反转策略效果在同时推荐较多行业时会有下降，因此本期不作推荐。

表8：各行业 2025 年 8 月状态

行业	2025 年 8 月状态
石油石化	反转期-分散化
有色金属	反转期-分散化
电力及公用事业	反转期-分散化
基础化工	反转期-分散化
电子	反转期-分散化
通信	反转期-分散化
传媒	反转期-分散化
建筑	反转期-集中化
建材	反转期-集中化
机械	反转期-集中化
商贸零售	反转期-集中化
医药	反转期-集中化
食品饮料	反转期-集中化
交通运输	反转期-集中化
计算机	反转期-集中化
轻工制造	景气期-分散化
国防军工	景气期-分散化
消费者服务	景气期-分散化
农林牧渔	景气期-分散化
钢铁	景气期-集中化
电力设备及新能源	景气期-集中化
汽车	景气期-集中化
家电	景气期-集中化
纺织服装	景气期-集中化
房地产	出清中-分散化
煤炭	出清前-集中化

资料来源：wind，民生证券研究院

5 风险提示

量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。

插图目录

图 1: R007 与万得全 A 指数走势	3
图 2: 两融成交额占比与万得全 A 指数走势	4
图 3: 各行业两融交易占流通市值的比重 (2025.9.3)	4
图 4: 宁德时代隐含业绩增速预期	5
图 5: 基于寒武纪 PE_TTM 计算的隐含业绩增速预期	6
图 6: 基于寒武纪 fPE(FY1)计算的隐含业绩增速预期	6
图 7: A 股景气度指数 2.0 与万得全 A 净利润同比 (%)	8
图 8: 银行与非银景气度变化	8
图 9: 金融与工业景气度变化	8
图 10: 各行业净利润同比变化	9
图 11: 上证指数、A 股景气度及社融 TTM 环比 MA6 变化	10
图 12: 分歧度、流动性、景气度变化趋势	11
图 13: 沪深 300 超买下见顶回落	11
图 14: 分歧度-流动性-景气度三维择时框架	12
图 15: 10Y 国债利率驱动因素模型	12
图 16: 静态因子模型历史月度利率择时效果	13
图 17: 利率驱动因子长期变化趋势	13
图 18: 10Y 国债利率 9 月预测各因子贡献	14
图 19: 2018 年以来模型预测值与实际值对比	14
图 20: 黄金驱动因素模型	14
图 21: 静态因子模型历史月度黄金择时效果	15
图 22: 黄金驱动因子长期变化趋势	15
图 23: 伦敦金现 9 月预测各因子贡献	16
图 24: 伦敦金现点数图	16
图 25: 房企、居民、金融机构、地方政府链路关系	17
图 26: 民生金工房地产行业压力指数 (2025.08)	17
图 27: 细分指标当期评分 (2025.08)	18
图 28: 房地产供需两侧压力 (2025.08)	18
图 29: NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入	19
图 30: 印度 NIFTY 50 收益分解	19
图 31: 2024 年以来 NIFTY 50 月度收益分解	19
图 32: 印度分歧度流动性变化趋势	20
图 33: 印度分歧度-流动性二维择时框架	20
图 34: 量化大势研判观点	22
图 35: 红利/成长相对收益与美债利率	24
图 36: 小盘/大盘市场机构关注度强弱	24
图 37: 不同市值股票池机构调研强弱	25
图 38: 市值因子拥挤度	25
图 39: 月度大小盘收益差 (季节效应)	26
图 40: 民生金工多维行业配置策略绝对收益	27
图 41: 民生金工多维行业配置策略超额收益	27
图 42: 2025 年 9 月行业胜率赔率刻画	28
图 43: 胜率赔率策略收益	28
图 44: 供需角度分析行业出清过程	29
图 45: 行业状态划分标准	29
图 46: 行业出清反转策略收益	29

表格目录

表 1: 2025 年 9 月大类资产量化观点	7
-------------------------------	---

表 2: 8 月社融结构预测 (单位: 亿元)	10
表 3: 印度市场综合判断.....	20
表 4: 2025 年 9 月市场风格量化观点.....	21
表 5: 量化大势研判配置策略近期选择.....	23
表 6: 2025 年 9 月推荐行业及权重	27
表 7: 2025 年 9 月行业胜率赔率刻画.....	28
表 8: 各行业 2025 年 8 月状态	30

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048