

2025年9月1日

大盘仍有继续上行空间

2025年9月份投资策略报告

投资要点：

分析师：费小平

SAC 执业证书编号：

S0340518010002

电话：0769-22111089

邮箱：fxp@dgzq.com.cn

分析师：尹炜祺

SAC 执业证书编号：

S0340522120001

电话：0769-22118627

邮箱：

yinweiqi@dgzq.com.cn

分析师：曾浩

SAC 执业证书编号：

S0340523110001

电话：0769-22119276

邮箱：zenghao@dgzq.com.cn

市场主要指数 8 月份表现

	收盘点位	涨跌幅
上证指数	3857.93	7.97%
深证成指	12696.15	15.32%
沪深 300	4496.76	10.33%
创业板指	2890.13	24.13%
科创 50	1341.31	28.00%
北证 50	1574.25	10.64%

资料来源：东莞证券研究所，iFinD

上证指数月线走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

■ **2025年8月大盘延续强势表现。**在科技板块带动下，8月下旬沪指一举突破3800点，再创十年新高。量能方面，A股连续第13个交易日成交额突破2万亿，并在月末三度打开3万亿大关，两融余额连续多日处于2万亿上方。当前充裕流动性仍是行情的主要基底，良好的持股体验和赚钱效应持续吸引增量资金入市。截至8月29日，上证指数月K线上涨7.97%，深证成指月K线上涨15.32%，创业板指月K线上涨24.13%，科创50月K线上涨28.00%，北证50月K线上涨10.64%。个股板块普涨，通信、电子、综合、有色金属和计算机等板块表现靠前；银行、煤炭、钢铁、石油石化和建筑装饰等板块表现靠后。

■ **2025年9月份行情研判：大盘仍有继续上行空间。**从9月份的市场环境来看，海外方面，美国经济维持韧性，8月标普PMI显著好于预期，美联储主席态度转鸽释放9月降息信号；美国总统罢免美联储理事，“央行独立性”遭前所未有的挑战；此外，中美瑞典经贸会谈如期宣布将关税缓和期延长，美国已于8月初开始执行对其他贸易伙伴的“对等关税”，其中包含更高的转口关税。国内方面，7月经济放缓，消费投资地产同步降温，考虑到下半年出口存在明显降温压力，在当前消费和投资内需也同步偏弱的背景下，政策或迎来加码信号。其中，中央财政可能加大“国补”接续力度、积极落实消费贷贴息、在保障改善民生中扩大消费需求；当前专项债发行节奏明显提速，房地产政策有望在需求端持续发力。货币政策方面，美联储降息预期为后续增量货币政策提供空间，央行或择机降准降息，以促进房地产市场加速企稳。市场方面，8月A股表现再度强势，沪指一举突破3800点，再创十年新高。量能方面，A股连续第13个交易日成交额突破2万亿，并在月末三度打开3万亿大关，两融余额连续多日处于2万亿上方。我们认为，当前充裕流动性仍是行情的主要基底，良好的持股体验和赚钱效应持续吸引增量资金入市。考虑到下半年宏观政策有望“适时加力”、美联储放鸽、居民存款搬家及机构仓位仍有提升空间等推动下，市场有望延续震荡走强路径，不过短期需关注技术面获利回吐压力以及交易量快速提升可能带来的波动加大。

■ **板块上建议关注金融、TMT、电力设备、有色金属、基础化工、公用事业和医药生物等行业。**

■ **行业配置：超配金融、TMT、电力设备、有色金属等。**综合市场以及基本面等因素，我们认为，在行业配置上，9月建议超配：金融、TMT、电力设备、有色金属等。

■ **风险提示：**美联储重启降息时间推迟；中美贸易摩擦超预期恶化，出口下滑幅度大于预期；国内财政扩张力度不及预期；资金面风险偏好收敛。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1、月度行情回顾	3
2、2025 年 9 月份市场环境分析	4
2.1 全球经济增长动能稳定，国内经济压力有所显现	4
2.2 中美关税再延期 90 天，中央财政首次对消费贴息	6
2.3 总量货币政策仍可期，居民存款搬家未完待续，两融资金持续攀升	8
3、9 月行情研判：大盘仍有继续上行空间	10
4、行业配置：超配金融、TMT、电力设备和有色金属	11
5、风险提示	14

插图目录

图 1：近期指数走势	3
图 2：8 月份各大指数表现	3
图 3：行业板块 8 月份涨跌幅	3
图 4：工业增加值增速	6
图 5：国内消费数据	6
图 6：固定资产投资累计增速	6
图 7：居民存款搬家相关数据	9
图 8：融资融券数据	9

1、月度行情回顾

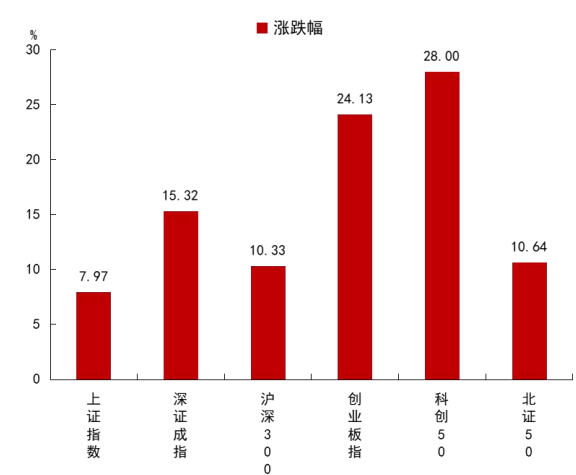
2025 年 8 月大盘延续强势表现。在科技板块带动下，8 月下旬沪指一举突破 3800 点，再创十年新高。量能方面，A 股连续第 13 个交易日成交额突破 2 万亿，并在月末三度打开 3 万亿大关，两融余额连续多日处于 2 万亿上方。当前充裕流动性仍是行情的主要基底，良好的持股体验和赚钱效应持续吸引增量资金入市。截至 8 月 29 日，上证指数月 K 线上涨 7.97%，深证成指月 K 线上涨 15.32%，创业板指月 K 线上涨 24.13%，科创 50 月 K 线上涨 28.00%，北证 50 月 K 线上涨 10.64%。个股板块普涨，通信、电子、综合、有色金属和计算机等板块表现靠前；银行、煤炭、钢铁、石油石化和建筑装饰等板块表现靠后。

图 1：近期指数走势



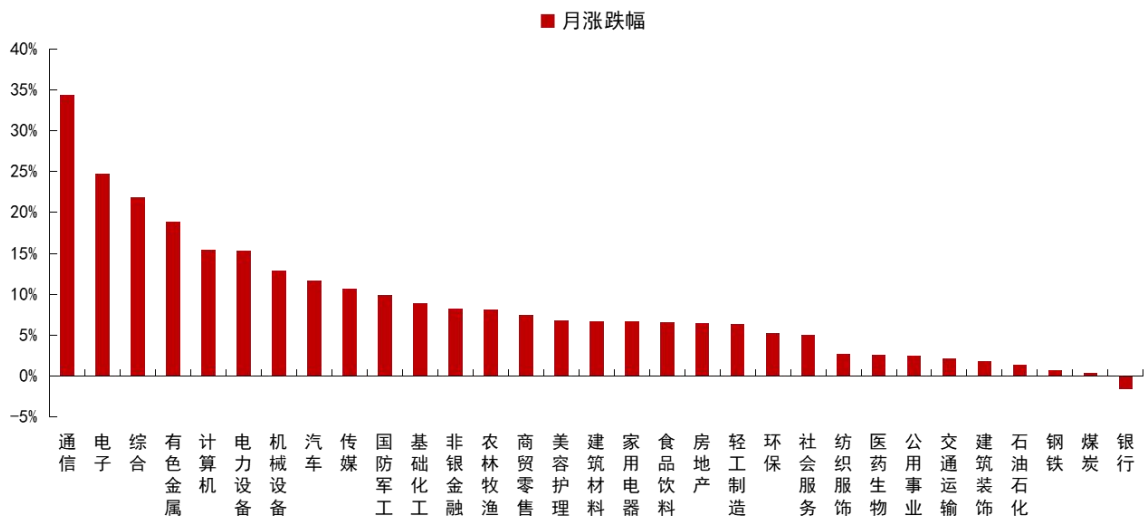
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：8 月份各大指数表现



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 3：行业板块 8 月份涨跌幅



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

2、2025 年 9 月份市场环境分析

2.1 全球经济增长动能稳定，国内经济压力有所显现

（1）美欧制造业 PMI 超预期改善，美联储 9 月大概率降息

根据 iFinD 数据显示，7 月摩根大通全球制造业 PMI 指数录得 49.7%，较前值回落 0.7 个百分点，再度跌至荣枯线下方，抢出口消退或一定程度拖累制造业周期修复。美国方面，季调后，美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 53.3%，为 2022 年 5 月以来最高水平，较前值大幅上行 3.5 个百分点，且高于预期的 49.7%；服务业 PMI 初值为 55.4%，较前值回落 0.3 个百分点，高于预期的 54.2%；综合 PMI 指数上升 0.3 个百分点至 55.4%，创 9 个月新高。整体而言，美国三季度经济增长稳健，需求依旧强劲，经济前景乐观，但这也加剧了持续的通胀压力。欧元区方面，8 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 50.5%，时隔 3 年重回扩张区间；服务业 PMI 初值录得 50.7%，较前值回落 0.3 个百分点，整体来看欧洲经济的景气度在逐渐好转。日本方面，8 月日本 Markit 综合 PMI 初值录得 51.9%，较前值上升 0.3 个百分点，其中制造业 PMI 上升 1.0 个百分点至 49.9%，服务业 PMI 回落 0.9 个百分点至 52.7%。

货币政策上，7 月美联储会议纪要显示，由于新贸易关税的不确定影响，通胀风险仍然很高。大多数政策制定者认为，货币政策可以再等一段时间，以获得更多关于关税对通胀影响的证据。但是，32 年来首次有两名美联储理事投反对票，支持降息，美联储内部政策分歧进一步加剧，加之美国总统干预，令美联储未来政策路径及内部稳定性的不确定程度进一步增加。值得注意的是，上述会议是在 7 月非农数据超预期暴雷前召开的。而随后公布的 7 月美国新增非农就业人数为 7.3 万，低于预期的 10.4 万人，且 5-6 月累计大幅下修 25.8 万至 1.9 万人、1.4 万人，下修幅度为新冠疫情以来最大。7 月非农报告基本颠覆了美联储主席此前对美国就业市场的判断，就业市场从稳健变为明显降温。因此，美联储主席在最近的杰克逊霍尔全球央行年会上的演讲中更倾向认为，相较于通胀（关税对通胀影响可能较短暂），就业的下行风险可能更大，并表示“鉴于政策已处于紧缩区间，基本前景和不断变化的风险平衡可能需要我们调整政策立场”，明确释放出降息信号，态度边际转鸽。最新 Fed Watch 数据显示，9 月降息概率已升至 87%，全年降息 2 次。我们认为，相比于 7 月 FOMC 会议，美联储对通胀和就业风险的判断出现了明显变化，美联储大概率已经做好 9 月降息准备。

（2）7 月国内经济压力有所显现，全年 GDP 增长目标或无忧

从供给端来看，7 月全国规模以上工业增加值同比增长 5.7%，较前值放缓 1.1 个百分点，主要与高温多雨等极端天气频发和供给侧“反内卷”政策有关；7 月服务业生产指数同比增速录得 5.8%，生产端保持相对稳定。从需求端来看，需求前置以及补贴力度减弱下，7 月社会消费品零售总额同比增长 3.7%，再度回落 1.1 个百分点，录得今年以来单月增速新低。其中汽车拖累明显，家用电器、家具、通讯器材等“加力扩围”产品增速均有不同程度回落，反映“以旧换新”政策效应的拉动有所减弱；1-7 月全国固定资产投资累计同比增长 1.6%，较前月放缓 1.2 个百分点，三大行业投资动能集体趋弱。其中 1-7 月房地产开发投资同比-12.0%，前值-11.2%，投资降幅继续走扩，居民需求仍待提振。此外，受“反内卷”倡议影响，1-7 月制造业投资增速回落

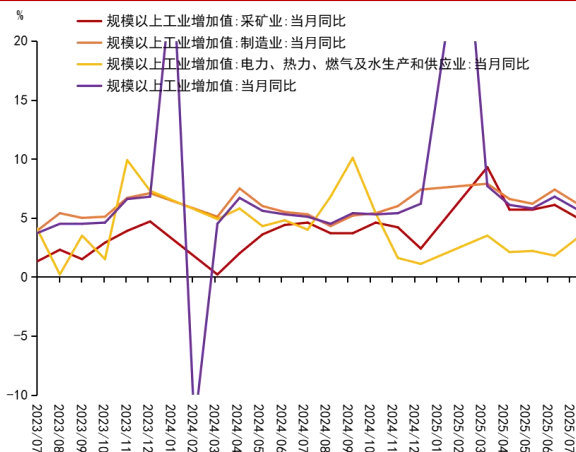
1.3 个百分点降至 6.2%，广义与狭义基建增速受到极端天气与自然灾害影响亦走弱。外贸方面，以美元计价，7 月出口总额同比增加 7.2%（前值 5.9%），进口同比增加 4.1%（前值 1.1%），均明显强于市场预期。7 月出口同比高增，除了低基数的支撑，还有我国企业在关税压力下积极开拓非美市场。往后看，外需整体或呈放缓态势，叠加上半年美国“抢进口”透支后续进口潜力，下半年国内出口增速可能明显放缓。

通胀数据方面，7 月 CPI 同比持平，高于市场预期，CPI 环比增速由负转正录得 0.4%。核心 CPI 同比上涨 0.8%，涨幅连续 3 个月扩大，为去年 3 月以来最高，随着扩内需、促消费政策持续显效，市场供求关系逐步改善；7 月 PPI 同比下降 3.6%，降幅与上月持平，环比降幅 3 月以来首次收窄，随着全国统一大市场建设纵深推进，企业低价无序竞争治理力度加大，部分工业领域产品价格已显现企稳回升迹象。金融数据方面，7 月社会融资规模增量为 1.16 万亿元，同比多增 3893 亿元，社融增速录得 9.0%，环比上升 0.1 个百分点。其中，政府债券新增 1.24 万亿元，同比多增 5559 亿元，地方政府债供给节奏仍快，财政延续发力节奏，政府债持续高增成为支撑社融的重要力量，而人民币贷款成为核心拖累指标。信贷方面，7 月新增人民币贷款-500 亿元，同比少增 3100 亿元，信贷增速录得 6.9%，环比回落 0.2 个百分点。信贷结构中，居民、企业、非银贷款均同比少增，内生融资需求依然偏弱。值得注意的是，7 月 M2 同比上行 0.5 个百分点至 8.8%，主因或为资本市场走强推动资金加速回表；M1 增速再度改善，或与去年“资金防空转”的低基数效应有关。

综上所述，中国 7 月经济继续平稳运行，但压力有所显现，其中生产相对较稳、消费动能趋弱，而投资端承压明显，其中制造业投资和基建投资增速继续放缓，房地产开发投资跌幅扩大，三大行业同步降温。此外，物价运行边际改善，出口的韧性超出预期，内生资金需求修复仍有待观察。往后看，供给侧“反内卷”可能导致短期工业产量的阶段性下降，但总体上生产端仍保持较高韧性；投资方面，在地产调整、加速化债、制造业反内卷叠加的背景下，固定投资罕见深度下跌。但三季度起新增专项债发行节奏明显提速，为地方基建投资提供支撑；消费方面，去年下半年整体基数抬升给后续消费增长带来一定压力，随着后续“国补”接续以及消费贷贴息，将为下半年消费市场注入新的动力，社零大幅下行的风险不大；外贸方面，尽管中美瑞典经贸会谈如期宣布将关税缓和期延长，但美国已于 8 月初开始执行对其他贸易伙伴的新“对等关税”，外需整体或呈放缓态势，叠加上半年美国“抢进口”透支后续进口潜力，下半年国内出口增速可能明显放缓。

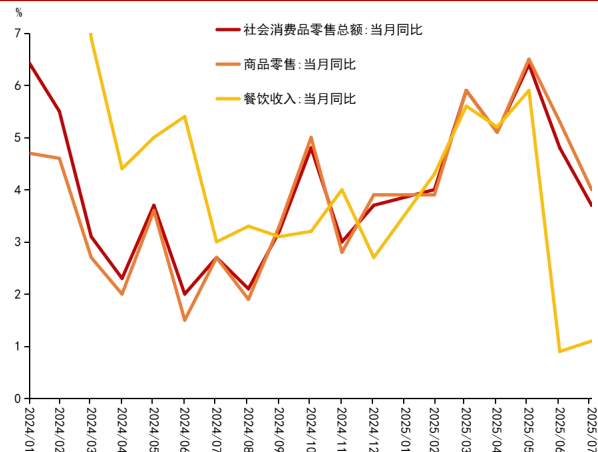
2025 年作为“十四五”规划的收官之年，同时也是巩固经济回升向好态势的关键之年，当前中国经济在外部冲击下展现韧性的同时，有效需求不足依然是下半年经济运行的风险与挑战，仍需适时加力推出一些增量政策巩固经济企稳向好势头。当前国内广义财政支出明显提升，后续促消费、稳基建政策有望接续发力，或将成为后续稳内需、促信心的关键，当前基本面改善的因素正在逐步聚集，但从量变到质变仍需要时间，因而整体来看，全年 GDP 实现 5% 的增长目标大概率无忧。

图 4：工业增加值增速



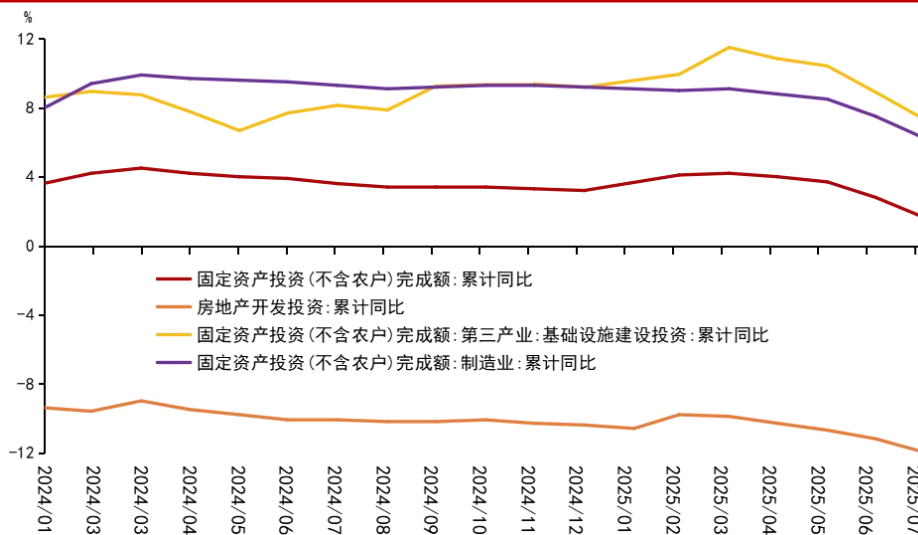
资料来源：iFinD 资讯，东莞证券研究所

图 5：国内消费数据



资料来源：iFinD 资讯，东莞证券研究所

图 6：固定资产投资累计增速



资料来源：iFinD 资讯、东莞证券研究所

2.2 中美关税再延期 90 天，中央财政首次对消费贴息

外贸政策方面，8 月 12 日中美共同发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》，再次暂停实施 24% 的关税 90 天、同时调整部分非关税反制措施。与此同时，美国已于 8 月初开始执行对其他贸易伙伴的“对等关税”，其中包含更高的转口关税，并称将对芯片和半导体征收 100% 关税。在此背景下，我们认为后续外需整体或呈放缓态势，叠加上半年美国“抢进口”透支后续进口潜力，下半年国内出口增速可能明显放缓。8 月 5 日央行等七部门联合发布《关于金融支持新型工业化的指导意见》，提出“坚持分类施策、有扶有控，推动产业加快迈向中高端，防止“内卷式”竞争”。自 2024 年 7 月中共中央政治局会议首次提出防止“内卷式”恶性竞争以来，“反内卷”已成为我国经济工作的重要导向。从数据来看，7 月 PPI 同比下降 3.6%，降幅与上月持平，环比降幅 3 月以来首次收窄，随着全国统一大市场建设纵深推进，企业低价无序竞争

治理力度加大，部分工业领域产品价格已显现企稳回升迹象。此外，7 月规模以上工业企业利润同比下降 1.5%，降幅较 6 月收窄 2.8 个百分点。尽管工业利润仍处于下降区间，但从企业规模来看，中、小企业呈现出修复态势，这也一定程度上得益于“反内卷”的持续推进。

消费政策方面，中央财政首次对消费领域贴息，包括个人消费贷和服务业经营主体贷款贴息，两项政策贴息比例均为 1 个百分点、政策实施期为 1 年，后续可能视情延期或扩围等，除商品消费外，重点支持服务消费。展望后市，贷款贴息政策或在呵护商业银行净息差的同时降低居民付息压力，促进社会综合融资成本下行，达到稳信贷、促消费的目的。此外，8 月初发改委表示：今年第三批 690 亿元支持消费品以旧换新的超长期特别国债资金已下达完毕，将于 10 月份按计划下达第四批 690 亿元资金。从 7 月政治局会议看，下半年促消费有两个要点，一是重心继续放在服务消费上，二是在保障改善民生中扩大消费需求。因而我们认为，下半年除对“加力扩围”商品进行直接补贴，需要在中长期提升居民消费意愿和能力，改善消费结构，与近期民生政策密集落地相印证，如《育儿补贴制度实施方案》《关于加快推进普惠托育服务体系建设的意见》《关于逐步推行免费学前教育的意见》等。目前“以旧换新”政策的拉动效应有所减弱，加之去年 8 月后基数抬升，后续消费增长存在一定压力。但往后看，随着后续“国补”资金的陆续下达、消费贷贴息落地实施，将为下半年消费市场注入新的动力。

财政政策方面，根据 2025 年最新政策动态，多地正在筹备规模达 5000 亿元的新型政策性金融工具（即“准财政”工具），重点支持新兴产业与基础设施建设。这一工具由国家发改委牵头，国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行等政策性银行主导实施，旨在通过市场化机制补充项目资本金，撬动更多社会资本参与投资。此外，三季度起新增专项债发行节奏明显提速，剔除化债部分后的专项债发行力度依旧不弱，为地方基建投资提供支撑。我们认为，在地产调整、加速化债、制造业反内卷叠加的背景下，7 月固定资产投资罕见深度下跌，绝对增速降至历史较低水平。虽然这一定程度反映提振内需的重心逐渐转向消费端。但往后看，“稳增长”的背后，基建的支撑仍然必不可少。房地产方面，8 月 25 日，上海发布《关于优化调整本市房地产政策措施的通知》，出台调减住房限购、优化住房公积金、优化个人住房信贷以及完善个人住房房产税等政策；此外，北京取消五环外限购、同步加大公积金贷款支持。从全国范围来看，1-7 月房地产投资累计增速下行至-12%，30 城商品房成交面积结束了今年以来的上涨势头，并于 7 月超季节性回落。我们认为，随着前期政策效应的减弱，后续各地方政府将更大力度推动房地产市场止跌回稳，新一轮稳地产政策有望出台。

总体来看，中美瑞典经贸会谈如期宣布将关税缓和期延长，与此同时美国已于 8 月初开始执行对其他贸易伙伴的“对等关税”，而国内在促消费、保民生、稳基建等方面亦有新举措。首先，全国统一大市场建设纵深推进，企业低价无序竞争治理力度加大，部分工业领域产品价格已显现企稳回升迹象。其次，后续“国补”资金有望陆续下达、消费贷贴息逐步落地实施，将为下半年消费市场注入新的动力。最后，新型政策性金融工具重点支持新兴产业和基础设施项目，加之三季度起新增专项债发行节奏明显提速，下半年基建投资将回升，继续发挥托底经济作用。往后看，当前国内广义财政支出明显提升，后续促消费、稳基建政策有望接续发力，或将成为后续稳内需、促信心的关键。

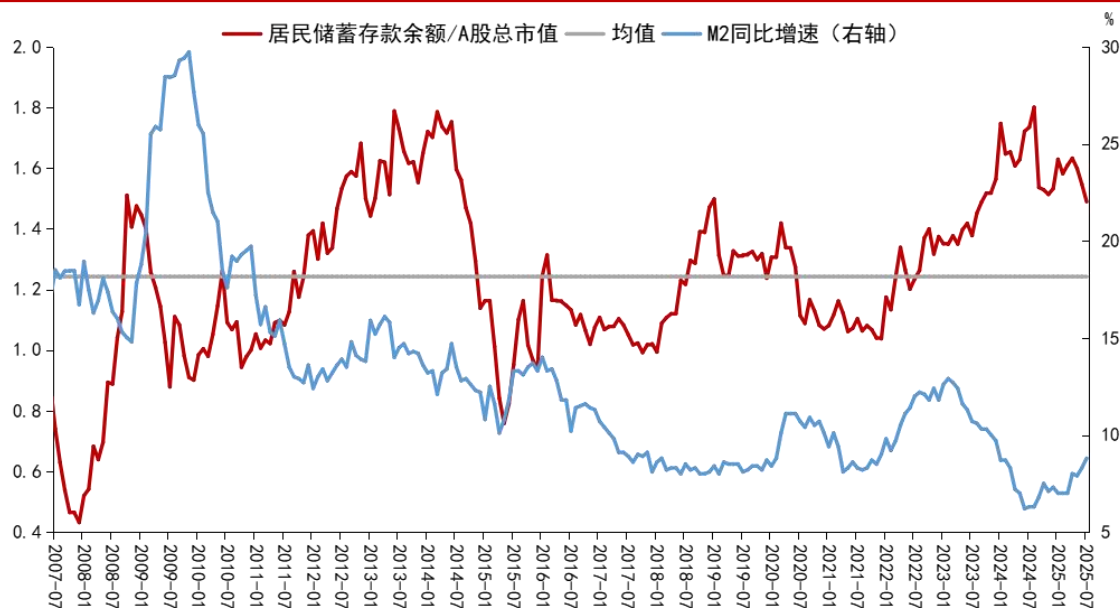
2.3 总量货币政策仍可期，居民存款搬家未完待续，两融资金持续攀升

公开市场操作方面，2025 年 8 月央行累计开展了 63146 亿元逆回购以及 6000 亿元 MLF 操作，鉴于当月有 69330 亿元资金到期，央行 8 月公开市场累计净投放 1166 亿元，较 7 月净投放额有所收敛。货币政策方面，8 月 15 日，央行发布《2025 年第二季度中国货币政策执行报告》，报告基本延续此前定调，但也有不少新提法。例如，相较一季度，报告新增“防范资金空转”，且对信贷投放的表述从“加大投放力度”改为“稳固支持力度”。考虑到目前银行净息差偏低，以及反内卷托举 PPI 的背景下，结构性政策更能精准发力、避免资金空转，短期央行或将继续通过结构性货币政策工具来支持科技创新、提振消费、稳定外贸。LPR 方面，在 5 月两个期限 LPR 各下降 10 个基点之后，8 月 LPR 连续三个月保持不变，符合预期。中期来看，下半年货币政策“适度宽松”仍是大方向，考虑到美联储有望在 9 月重启降息，加上国内出口承压背景下内需重要性进一步凸显，三四季度仍有必要进一步引导货币政策放松和实际利率下行，来激发实体内生性需求。

当前，充裕流动性仍是行情的主要基底，近期居民存款搬家的叙事构成了国内流动性改善的积极信号。从数据来看，“居民存款与股票总市值之比”能够较好地衡量居民“存款搬家”入市的趋势，比值越低意味着“存款搬家”越接近尾声。从 2024 年底该指标触及 1.8 的顶点后逐步回落，截至 7 月底，这一指标已回落至 1.49，仍高于近 18 年的均值 1.24，本轮居民“存款搬家”依然有较大潜力。此外，7 月 M2 增速出现明显改善，主因或为 6 月下旬以来资本市场走强推动资金加速回表，进而使非银存款同比大幅多增。7 月新增非银机构存款达到 2.14 万亿元，创 2015 年有数据记录以来的第二高水平，同比多增 1.39 万亿元。总之，资本市场回暖与利率下行共同驱动居民存款搬家，进而带动非银存款高增，形成居民存款和非银存款的跷跷板效应。

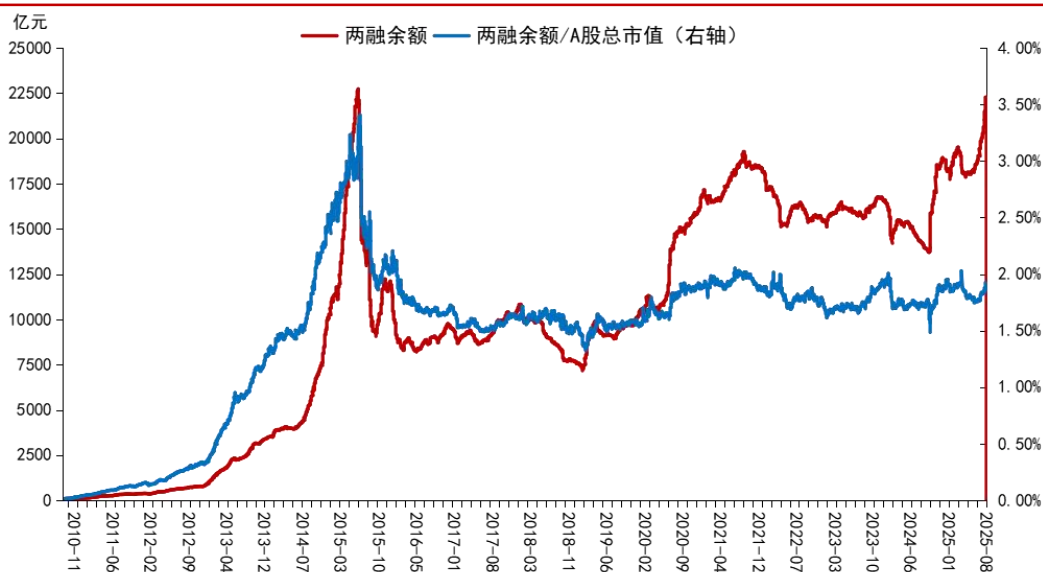
两融资金方面，随着资本市场情绪高涨，投资者信心不断提升，A 股市场两融余额自 6 月底以来逐步攀升。截至 8 月末，沪深两市两融余额已达 22438.80 亿元，时隔 10 年重回 2.2 万亿元以上。其中，融资余额为 22284.01 亿元，较 7 月末显著增加 2574.04 亿元。此外，8 月末两融余额占 A 股流通市值的比重约为 2.31%，较 7 月末的 2.25% 继续回升。重要股东交易方面，8 月份重要股东净减持约 305.99 亿元，减持力度较 7 月有所扩大。股权融资方面，按网上发行日进行统计，8 月份股票融资规模约为 209.34 亿元，其中定向增发募集资金达 182.13 亿元；此外，8 月 IPO 融资规模为 27.21 亿元，较 7 月大幅回落。

图 7：居民存款搬家相关数据



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 8：融资融券数据



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

综上所述，总量货币政策仍可期，居民存款搬家未完待续，两融资金持续攀升。货币政策方面，美联储 9 月大概率会重启降息，这将为我国货币政策调整创造相对宽松的外部环境。叠加 7 月经济明显承压，未来外需放缓背景下，更要大力提振内需、“采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势”，政策利率及 LPR 报价仍有下调空间。当前，资本市场回暖与利率下行共同驱动居民存款搬家，进而带动非银存款高增，形成居民存款和非银存款的跷跷板效应，M2 受此影响同比回升。往后看，本轮居民“存款搬家”进程整体仍处于初期阶段，依然有较大空间。资本市场端，随着指数不断

攀升，投资者信心不断集聚，8 月末 A 股两融余额时隔 10 年重回 2.2 万亿元上方，重要股东净减持力度较 7 月小幅上升，股票融资规模有所回落。

3、9 月行情研判：大盘仍有继续上行空间

对于 2025 年 9 月份的行情走势，我们认为：

第一，全球经济增长动能稳定，国内经济压力有所显现。7 月摩根大通全球制造业 PMI 指数再度跌至荣枯线下方，抢出口消退或一定程度拖累制造业周期修复。8 月美国制造业、服务业 PMI 双双大超预期，三季度经济增长稳健，需求依旧强劲，经济前景乐观，但这也加剧了持续的通胀压力；欧洲经济的景气度在逐渐好转；日本制造业和服务业 PMI 一升一降。货币政策上，美联储对通胀和就业风险的判断出现了明显变化，美联储大概率已经做好 9 月降息准备。国内方面，中国 7 月经济继续平稳运行，但压力有所显现，其中生产相对较稳、消费动能趋弱，而投资端承压明显，其中制造业投资和基建投资增速继续放缓，房地产开发投资跌幅扩大，三大行业同步降温。此外，物价运行边际改善，出口的韧性超出预期，内生资金需求修复仍有待观察。往后看，供给侧“反内卷”可能导致短期工业产量的阶段性下降，但总体上生产端仍保持较高韧性；投资方面，在地产调整、加速化债、制造业反内卷叠加的背景下，固定投资罕见深度下跌。但三季度起新增专项债发行节奏明显提速，为地方基建投资提供支撑；消费方面，去年下半年整体基数抬升给后续消费增长带来一定压力，随着后续“国补”接续以及消费贷贴息，将为下半年消费市场注入新的动力，社零大幅下行的风险不大；外贸方面，尽管中美瑞典经贸会谈如期宣布将关税缓和期延长，但美国已于 8 月初开始执行对其他贸易伙伴的新“对等关税”，外需整体或呈放缓态势，叠加上半年美国“抢进口”透支后续进口潜力，下半年国内出口增速可能明显放缓。

第二，中美关税再延期 90 天，中央财政首次对消费贴息。总体来看，中美瑞典经贸会谈如期宣布将关税缓和期延长，与此同时美国已于 8 月初开始执行对其他贸易伙伴的“对等关税”，而国内在促消费、保民生、稳基建等方面亦有新举措。首先，全国统一大市场建设纵深推进，企业低价无序竞争治理力度加大，部分工业领域产品价格已显现企稳回升迹象。其次，后续“国补”资金有望陆续下达、消费贷贴息逐步落地实施，将为下半年消费市场注入新的动力。最后，新型政策性金融工具重点支持新兴产业和基础设施项目，加之三季度起新增专项债发行节奏明显提速，下半年基建投资将回升，继续发挥托底经济作用。往后看，当前国内广义财政支出明显提升，后续促消费、稳基建政策有望接续发力，或将成为后续稳内需、促信心的关键。

第三，总量货币政策仍可期，居民存款搬家未完待续，两融资金持续攀升。货币政策方面，美联储 9 月大概率会重启降息，这将为我国货币政策调整创造相对宽松的外部环境。叠加 7 月经济明显承压，未来外需放缓背景下，更要大力提振内需、“采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势”，政策利率及 LPR 报价仍有下调空间。当前，资本市场回暖与利率下行共同驱动居民存款搬家，进而带动非银存款高增，形成居民存款和非银存款的跷跷板效应，M2 受此影响同比回升。往后看，本轮居民“存款搬家”进程整体仍处于初期阶段，依然有较大空间。资本市场端，随着指数不断

攀升，投资者信心不断集聚，8 月末 A 股两融余额时隔 10 年重回 2.2 万亿元上方，重要股东净减持力度较 7 月小幅上升，股票融资规模有所回落。

从 9 月份的市场环境来看，海外方面，美国经济维持韧性，8 月标普 PMI 显著好于预期，美联储主席态度转鸽释放 9 月降息信号；美国总统罢免美联储理事，“央行独立性”遭前所未有挑战；此外，中美瑞典经贸会谈如期宣布将关税缓和期延长，美国已于 8 月初开始执行对其他贸易伙伴的“对等关税”，其中包含更高的转口关税。国内方面，7 月经济放缓，消费投资地产同步降温，考虑到下半年出口存在明显降温压力，在当前消费和投资内需也同步偏弱的背景下，政策或迎来加码信号。其中，中央财政可能加大“国补”接续力度、积极落实消费贷贴息、在保障改善民生中扩大消费需求；当前专项债发行节奏明显提速，房地产政策有望在需求端持续发力。货币政策方面，美联储降息预期为后续增量货币政策提供空间，央行或择机降准降息，以促进房地产市场加速企稳。市场方面，8 月 A 股表现再度强势，沪指一举突破 3800 点，再创十年新高。量能方面，A 股连续第 13 个交易日成交额突破 2 万亿，并在月末三度打开 3 万亿大关，两融余额连续多日处于 2 万亿上方。我们认为，当前充裕流动性仍是行情的主要基底，良好的持股体验和赚钱效应持续吸引增量资金入市。考虑到下半年宏观政策有望“适时加力”、美联储放鸽、居民存款搬家及机构仓位仍有提升空间等推动下，市场有望延续震荡走强路径，不过短期需关注技术面获利回吐压力以及交易量快速提升可能带来的波动加大。

板块上建议关注金融、TMT、电力设备、有色金属、基础化工、公用事业和医药生物等行业。

4、行业配置：超配金融、TMT、电力设备和有色金属

综合市场以及基本面等因素，我们认为，在行业配置上，9 月建议超配：金融、TMT、电力设备和有色金属

（1）金融

根据东莞证券《金融行业双周报（20250808-20250821）：平安举牌太保 H 股、国寿 H 股，LPR 连续三个月不变》报告的观点，银行方面，近期银行板块跑输沪深 300 指数，部分资金选择高位兑现，前期上涨过快以及分红除权后存在技术性回调的需要，部分短期套利资金在分红到账后迅速兑现收益离场，增大了短期资金集中抛售的压力。除此以外，近期多家银行股东高位减持也影响了市场情绪。而从整个大盘来说，8 月 1 日美国非农数据公布后，降息预期升温，叠加近期关税延期、消费贴息等消息，市场风险偏好以及流动性有所提升，市场指数频创新高，避险红利逻辑的银行板块陷入调整。事实上，在银行板块调整期间，险资并未停止增持银行的脚步，平安人寿举牌邮储银行 H，民生人寿举牌浙商银行 H，所以我们认为险资等定价资金流入的方向未发生改变，银行板块调整深度有限，在短期调整后银行估值修复逻辑不改，只要低利率环境和“资产荒”的核心矛盾未发生根本性扭转，险资、被动资金等增量资金对高股息、低估值的银行股的配置需求就会持续存在，同时公募基金考核机制改革也将加速资金向显著低配的银行板块倾斜，该逻辑在强化分红、驱动长期资金入市等政策红利与稳健基本面的共振下，正推动银行股实现估值重塑。建议后续重点关注中报披露行情。

证券方面，近期，券商板块受到多重利好催化，一是多家上市券商披露的 2025 年中期业绩预告呈现爆发式增长，国联民生、华西证券更是以 1183%和 1025%~1354% 的净利润增速领跑行业。二是市场活跃度维持高位，沪指、深成指等重要指数均创年内新高，成交额连续超 2 万亿，沪深京三市整体融资余额持续攀升。此外，近期稳定币概念对证券板块也有一定催化，香港《稳定币条例》8 月 1 日生效，不少机构正在踊跃申请牌照，驱动资金对券商、多元金融等细分板块的追捧。建议后续重点关注中报业绩、大盘成交额、稳定币主题对券商板块行情的催化。

保险方面，近期中国平安举牌中国太保 H 股和中国人寿 H 股，从行业视角而言，一方面，这凸显了保险行业转型期的价值重估。当前保险股虽年内涨幅可观，如中国太保 H 股年内涨幅超 54%，中国人寿 H 股涨幅超 73%，但 P/EV 仍处历史低位，平安举牌或是基于价值投资的典型布局，更传递出头部机构对保险行业长期价值与同业优质标的认可。另一方面，在资产配置再平衡需求下，保险股或被纳入与银行股同逻辑的高股息配置范畴。当下利率下行与“资产荒”背景下，险资正加速增配高股息、低估值权益资产，中国太保 H 股股息率约 3.19%，中国人寿 H 股股息率约 2.89%，显著高于长债收益水平，长期配置价值凸显。同时，在新准则下，有助于资产负债联动效率持续提升，而中国太保、中国人寿作为行业巨头，基本面持续改善，利润及净资产中长期表现稳健。预计若行业盈利能力持续向好，险资对同业标的配置或逐步常态化，推动板块估值修复。

（2）TMT

电子方面，根据东莞证券《电子行业双周报（20250808-20250821）：多家覆铜板企业发布涨价函》报告的观点，近期谷歌、微软、Meta、亚马逊等科技巨头陆续披露 Q2 业绩，四大巨头营业收入均超市场预期，AI 商业化进一步加快。资本开支方面，四大巨头 Q2 资本开支合计约为 950 亿美元，同比大幅增长 67%，主要投向云计算、AI 等领域。在后续资本开支展望上，四大巨头表现积极。AI 算力景气度依然维持高位，建议继续关注服务器 ODM、以及稼动率满载、业绩持续兑现 PCB/CCL 产业链。另外苹果即将召开新品发布会，预计将会有多个重大更新，同时果链估值仍处于低位，相对于电子行业处于滞涨，建议关注果链。

通信方面，根据东莞证券《通信行业双周报（20250808-20250821）：全球首批支持 NB-NTN 卫星通信的可穿戴平台面世》报告的观点，与整体资本开支下滑趋势不同的是，云与数字化领域成为运营商未来所瞄准部署的主要方向并且运营商在该领域的投资持续上升。展望 2025 年，中国移动预计算力领域的资本开支将上升至 373 亿元，持续建设算力多元供给布局；中国电信预计产业数字化资本开支占资本开支比由 2024 年的 35%上升至 38%，其中算力领域资本开支规模将上升 22%；中国联通算网数智类资本开支 2024 年占总开支比为 23%，同比上升 11 个百分点，预计在 2025 年该领域资本开支占总开支比将进一步提升。在业绩基本盘稳中有进的发展背景下，运营商积极重视股东投资回报，云数业务快速发展打造新增长曲线，红利与增长价值兼具，有望充分受益于 5G-A 垂类应用扩展以及算网建设推进，建议关注运营商企业发展。2023 年 1 月，国资委召开中央企业负责人会议对央企经营指标体系进行了优化调整，将“两利四率”调整为“一利五率”，将净利润替换为 ROE、营业现金比率替换为营业收入比率，以推动央国企优化调整业务结构，重视资本利率效率，提升整体经营质量和盈利能力。2024 年 12 月，国资委颁布《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，引导控股上市公司牢固树立投资者回报意识，增加现金分红频次、优化现金分红节奏、提高现金分红比例，提升中央企业控股上市公司的市值管理水平。提高分红可直接降低净资产规模，从而在净利润不变的情况下提升 ROE，

同时提升强化投资者回报，促进资本市场的高质量发展。在此背景下，三大通信运营商重视股东回报，共享发展成果。

计算机方面，根据东莞证券《计算机行业双周报（20250801-20250814）：GPT-5 正式发布，关注 AI 应用及 AI 算力投资机遇》报告的观点，第一，英伟达 GB300 AI 服务器由戴尔率先出货，其依托 GB300 芯片、NVL72 系统及液冷散热技术，服务器的推理输出提升 50 倍，每瓦吞吐量提高 5 倍。英伟达 GB300 NVL72 由于其超高的运算能力，其热设计功耗（TDP）进一步提升，根据 Trendforce 数据，预计 GB300 NVL72 机柜系统 TDP 提升至 135kW 至 140kW，远超传统风冷散热极限。因此 GB300 NVL72 机柜全面采用液冷散热设计，将液冷从可选项变为必选项，有望引领 AI 服务器液冷新潮流。同时，GB200 服务器已实现规模化放量。美系四大 CSP 厂商作为英伟达 AI 服务器主要下游客户，二季度资本开支延续高增长态势，对未来全年资本开支指引进一步上调，有望持续加码 AI 领域，驱动 GB200/GB300 放量。建议关注液冷服务器投资机遇，包括英伟达 AI 服务器主要 OEM/ODM 厂商，及产业链上游核心散热解决方案提供商。第二，DeepSeek-V3.1 正式发布，其使用了 UE8M0 FP8 Scale 的参数精度，而 UE8M0 FP8 是针对即将发布的下一代国产芯片设计。FP8 主要用于深度学习的训练和推理，相比传统的 FP32 或 FP16，FP8 显著降低了显存占用和计算资源需求，同时通过优化设计维持了较高的精度。以 DeepSeek 为代表的头部国产开源模型对国产芯片的支持，有望推动国产算力生态加速落地，建议关注国产算力产业链投资机遇。

（3）电力设备

根据东莞证券《电力设备及新能源行业双周报（20250801-20250814）：关注半年报业绩向好环节》报告的观点，风电方面，2025 年 1-7 月，全国风电新增装机 54.7GW，同比+79.4%。今年 1-7 月全国风电新增装机保持同比较快增长趋势，全市场风电整机商风电机组投标均价呈企稳回升态势。海上风电深远海化是未来的重要发展趋势，未来海上风电项目的国内外招投标景气度有望提升。

电网方面，2025 年 1-7 月，全国电网工程累计投资完成额达 3315 亿元，同比+12.5%，同比大幅增长；全国电源工程累计投资完成额达 4288 亿元，同比+3.4%。全国电网工程投资完成额在去年高基数基础上仍保持较快增长趋势，国内加大电网工程建设投资力度，以提升对新能源发电的消纳能力和电网调峰调频能力，今年电网行业有望保持高景气度。

光伏方面，2025 年 1-7 月，全国光伏新增装机 223.3GW，同比+80.7%。出口方面，2025 年 1-7 月，全国电池组件累计出口金额达 154.9 亿美元，同比-23.4%；全国逆变器累计出口金额达 51.7 亿美元，同比+7.8%。总体而言，2025 年 1-7 月光伏组件出口额同比下降，受光伏晶硅产业链价格同比下滑影响较大，逆变器出口情况改善趋势更显著。

（4）有色金属

根据东莞证券《有色金属行业双周报（20250801-20250814）：美联储 9 月降息预期再度升温，工业金属板块上扬》报告的观点，工业金属方面，8 月 12 日，美国劳工统计局数据显示，美国 7 月 CPI 环比增长 0.2%，预估为 0.2%，前值为 0.3%；7 月 CPI 同比增长 2.7%，预估为 2.8%，前值为 2.7%。尽管美国 7 月通胀温和回升，但因就业市场走弱以及经济增速放缓等影响，美联储 9 月降息预期再度抬升，工业金属板块迎来普涨。稀土方面，当前，因反内卷政策落地、需求预期改善以及出口管制优化等因素，稀土产品价格持续回升，后续稀土及磁材行业有望继续保持景气。能源金属

方面，宁德时代 8 月 11 日在互动平台表示，公司宜春柃下窝矿区因采矿证到期已暂停开采作业。尽管当前碳酸锂仍处于供给过剩状态，但随着高成本产能出清提速以及反内卷举措推进，碳酸锂价格有进一步回升的预期，后续需持续关注政策接续以及需求恢复情况。

5、风险提示

美联储重启降息时间推迟；中美贸易摩擦超预期恶化，出口下滑幅度大于预期；国内财政扩张力度不及预期；资金面风险偏好收敛。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn