

策略解读

3800 点之后怎么看

◆ 策略研究 · 策略解读

证券分析师： 王开 021-60933132 wangkai8@guosen.com.cn 执证编码：S0980521030001

事项：

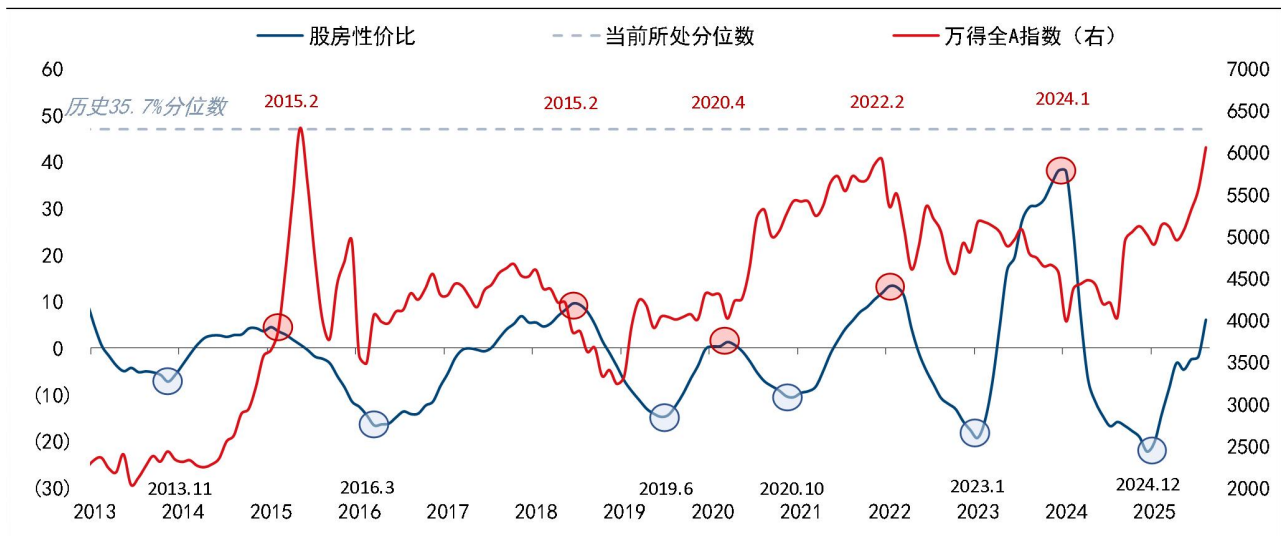
A 股近期延续上涨态势，截至 2025 年 8 月 22 日收盘，上证指数收于 3825.76 点，单周上涨 3.49%，年内涨幅达到 12.52%。展望未来，我们仍对市场维持乐观看法。首先，从居民主要资产间流动性角度出发，“股房性价比”指标位于历史 35.7%分位，对 A 股而言仍处在适宜位置；其次，A 股情绪指数近期虽然转暖，但并未达到 2015 年和 2024 年三季度末陡直上行的状态，核心资产情绪指标也指向乐观；最后，从投资实战出发，我们围绕产品排他性、龙头寡占度、创新独特性的“三优框架”来构造长期组合，重点关注研发转化率高的半导体材料、生物医药、医疗器械高成长行业，选择格局清晰的水电、锂电设备等行业布局底仓，回避产品落后、仅业态或创新单强的行业。

观点：

◆ 从股市和房地产市场的溢价说起

相对于存款搬家可持续效应，我们更为关注股票和房地产，居民部门将资金在最重要的风险资产和实物资产中如何权衡取舍。效法“看股作债”的思路，可采用一定时间内 A 股市盈率倒数与房地产投资估值倒数轧差，作为“股房性价比”指标。类似于股债性价比是看购买股票时相对便宜还是昂贵的原理，该指标出现顶部和底部并非是精准的左侧买入或者卖出的择时拐点，但提供了较为合理的配置时间点。指标处在较低位置时代表股票相对于房地产价格处于相对便宜的区间，有较好的配置机会。历史上 2013 年底、2016 年 3 月、2020 年 10 月等时间点都给出过舒适配置区间的提示。

图1：股房性价比指标处在历史 35.7%分位数位置，股票相对地产依然有较高吸引力



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

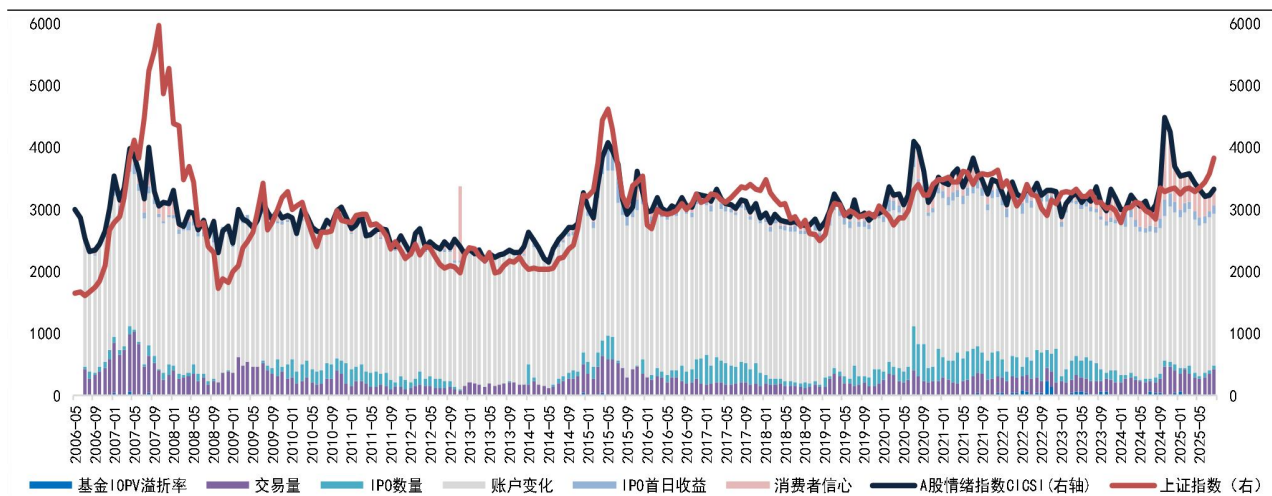
当前地产和股市间基本面关联度的逻辑让位于资金跷跷板逻辑，在资金体量方面，股市明显小于房地产的数量级，对居民财富效应也存在贡献。和地产趋弱、A股市场承压的理论逻辑相异，近2年来虽然地产表现的量价数据承压，但是市场不乏磨底回暖机会。相较于传统地产周期中分子端定价的盈利逻辑催化，当下分母端资金流动性对行情的驱动贡献更强。归根到底来看，地产因子影响的还是情绪面。过往担心地产周期拖累市场的观点，更多是资产折价导致消费和投资预期谨慎克制的胜率外推，2024年三~四季度的市场快牛时期，第一阶段是赔率思维主导的快牛行情；随着2025年以来市场的温和上行，居民此前亏损的股票和基金等权益类投资也温和回暖，视角也开始转为胜率思维，构成慢牛行情的基础。

当前股房性价比的指标处在2013年以来35.7%的历史分为上，虽较年初所处位置已经有所上行，但对股市而言仍然处在存在配置性价比的区间，因此站在股房流动性视角来看，对A股市场而言仍有利。

◆ A股市场情绪的跟踪

我们此前用股票一二级市场和基金市场综合数据构造了A股情绪指标，目前该指标提示大盘情绪显著转暖，但相较于2024年9月下旬的快牛期间过于亢奋的市场情绪相比仍比较稳定。从多个量价指标的综合构成来看，对A股情绪指标回暖有提振促进作用的贡献项目，主要体现在交易类和消费信心维度。此外根据一级行业β共振情况编制的核心资产提示器，仍然提示沪深300的乐观信号，在双创指数（科创50、创业板）前期快涨过后，结合中报业绩期资金追求合适估值和盈利的胜率视角，单周维度也关注中小成长向大盘价值的高低切。

图2：A股情绪指标转暖，交易量化和消费者信心是主要贡献项



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图3：沪深 300 情绪指标提示乐观信号



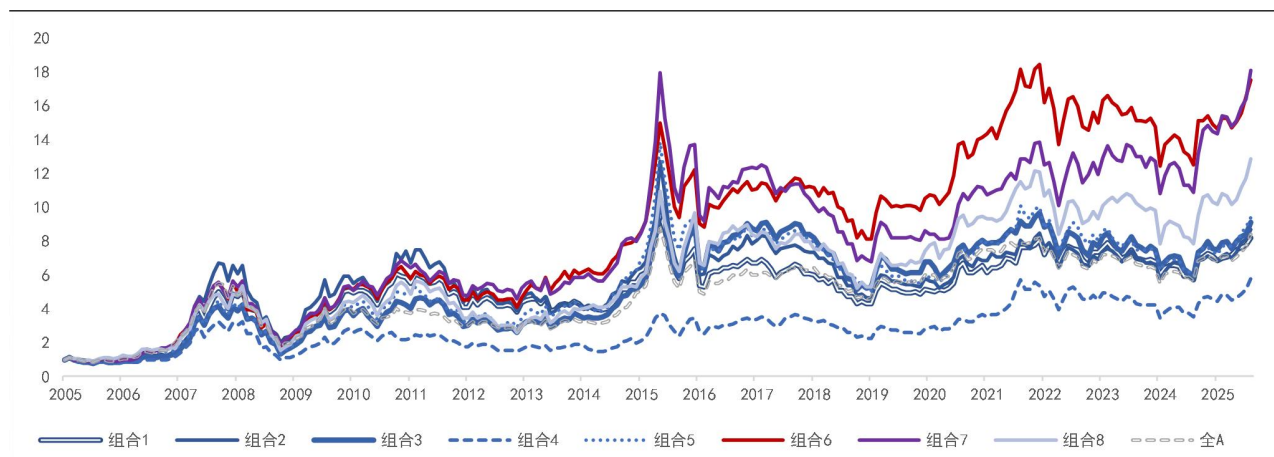
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

◆ 从产品排他性、龙头寡占度、创新独特性的“三优框架”出发落地到组合配置

回归到投资实战，我们更关注如何在中长期围绕政策支持、行业格局舒适和企业主体优势，来自上而下构建投资组合。在中长期维度，我们分别按照产品排他性、龙头寡占度、创新独特性来对细分领域进行排序。首先，将全部三级行业按产品排他性、龙头寡占度、创新独特性分别定量测算并排序，再按每项指标是否落入前 1/2 进行组合：两项优者为组合 6（产品+创新）和组合 7（产品+业态），其余则为部分或全部指标落后的组合 1-5。回测显示，产品和创新能力排在前 1/2 的组合 6（覆盖半导体材料、生物医药Ⅲ、白酒等）、产品和行业格局优势突出的组合 7（覆盖体育户外品牌、锂电设备、水电等）净值涨幅最高，明显跑赢全 A；而三项均处后 50% 的组合 1 以及仅依赖寡占度、创新度却没有好产品支撑的组合 4 均落后，跑输全 A 基准。

总结规律可发现，在“三优行业”里，产品、业态、创新只要全部做到前 1/2，净值就能跑赢全 A；若再让其中两项拔尖，组合 6（产品+创新双优）与组合 7（产品+业态双优）的涨幅更高。拆到能力权重则可归因为：产品>业态>创新。组合 6 产品与创新均居前 50%，净值最高；组合 7 虽创新略弱，但凭产品与寡头格局仍优于三者均优的组合 8，再次验证“产品”是股价第一驱动力。因此，在“优产品、优业态、优创新”的“三优”框架下，市场最买单的是“产品”优势，其次才是业态格局，最后才是创新独特性；只有产品排他性居前，才能令寡占度和创新度真正转化为股价溢价，因此选股应优先锁定产品与创新双优（组合 6），再兼顾产品+业态双优（组合 7），回避产品落后的行业。

映射到投资组合，优选研发转化率高的半导体材料、生物医药、医疗器械，以格局清晰的体育户外品牌、锂电设备、水电作为底仓，回避产品落后、仅业态或创新占优的单项冠军行业，更容易凭借“三优”赛道获取持续长期的超额收益。

图4：“三优框架”不同组合的净值回测


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：组合6：其他石化、生物医药Ⅲ、钛白粉、半导体材料、铝、激光加工设备、中成药、建筑设计及服务Ⅲ、化学制剂、钢铁耗材、乘用车Ⅲ、合成树脂、航天军工、其他专用材料、白酒、医疗器械、出版、其他化学原料；组合7：体育及户外品牌、其他通信设备、塑料加工机械、基础件、锂电设备、轮胎、其他通用机械、电机、叉车、小家电Ⅲ、摩托车及其他Ⅲ、锅炉设备、起重运输设备、中药饮片、船舶制造、水电、水产养殖、矿山冶金机械、专用汽车。

◆ **风险提示：**上市企业盈利波动较大；美联储货币政策不确定性；海外地缘政治冲突加剧

相关研究报告：

- 《AI 赋能资产配置追踪（2025.8）-下半年增配股市、成长风格占优》 ——2025-08-23
- 《策略解读-“慢长牛”需要具备哪些条件》 ——2025-08-20
- 《策略解读-这轮创业板牛市更像哪一次》 ——2025-08-19
- 《策略解读-反内卷，更要买高门槛资产》 ——2025-08-14
- 《策略快评-2025年8月各行业金股推荐汇总》 ——2025-07-30

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032