

权重股补涨对行情有何启示？

报告日期：2025-08-24

主要观点

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：任思雨

执业证书号：S0010523070003

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

分析师：陈博

执业证书号：S0010525070002

电话：18811134382

邮箱：chenbo@hazq.com

● **外部美联储降息预期再起、关税风险持续缓释，内部微观流动性充裕、国内政策预期仍存，内外因素均改善，有望继续支撑市场上行。配置上延续进攻思路，包括弹性最大的成长科技和业绩支撑：成长科技包括AI、机器人、军工。景气或业绩支撑包括稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品。此外政策亟待宽松，地产估值修复也可关注。**

● **市场观点：微观流动性充裕支撑市场继续上行**

市场热点 1：如何看待鲍威尔 Jackson Hole 讲话及海外风险变化？

鲍威尔在讲话中指出经济前景和风险平衡的变化可能使得美联储需要调整政策立场，与本周公布 7 月 FOMC 议息会议纪要强调通胀风险（支持不降息）大于失业风险（支持降息）相比，本次更强调失业风险，或表明美联储正在为 9 月降息做准备。美欧关税谈判解决汽车领域“硬骨头”，海外风险继续缓释。总的看，外部美联储降息预期再起、关税风险持续缓释，有望对 A 股风险偏好形成持续提振。

市场热点 2：如何看待当下的股债“跷跷板”？

当前市场对于本轮涌入股票市场的增量资金讨论热烈，根据估算预计资金来自三方面：一是赚钱效应吸引下的短期杠杆资金。二是债券市场吸引力下降后股债形成“跷跷板”，资金从债市流入股市。三是居民资金通过银行理财间接流入股票市场。预计当下增量资金带来的上涨仍有惯性。

● **行业配置：继续把握弹性最佳的成长科技和业绩支撑方向**

配置热点：牛市背景下，如何看待主线方向上的权重股补涨？

根据过去 4 次成长科技牛期间，强势主线上不同市值板块的结构性表现观察，通常而言优势市值板块表现强者恒强，如一轮牛市中主线行业上小市值股票在完整区间和大多数时间内通常表现最佳。但在这个过程中，也会出现阶段性滞涨市值板块补涨，而且通常会出现三次。如智能手机滞涨市值（大市值）、移动互联网滞涨市值（大市值）、新能源滞涨市值（小市值）的补涨均出现了 3 次，仅 2015 年水牛主线的滞涨市值（大市值）出现 1 次补涨。此外，从复盘观察，出现滞涨市值的补涨并不意味着行情进入阶段性调整甚至牛市结束。本轮牛市行情，电子、通信主线中表现最好的是小市值板块，截至当前滞涨市值（大市值）补涨仅发生了 1 次，这意味着本轮成长科技牛市的行情或许还能持续很长一段时间。

● **风险提示**

经济基本面下行速度超预期；宏观政策或结构性政策力度不及预期；过往行情不会简单复刻；美国经济衰退等。

相关报告

1. 策略周报《经济放缓势头明显，期待特定领域对冲》2025-08-17
2. 策略周报《如何观察军工行情持续性？》2025-08-10
3. 策略周报《科技行情的五大预警信号行至何位？》2025-08-03
4. 策略月报《持续向好，但热烈情绪面临业绩考验—2025 年 8 月 A 股市场研判及配置机会》2025-07-27

正文目录

1 市场观点：微观流动性充裕支撑市场继续上行	3
1.1 市场热点 1：如何看待鲍威尔 JACKSON HOLE 讲话及海外风险变化？	3
1.2 市场热点 2：如何看待当下的股债“跷跷板”？	4
2 行业配置：继续把握弹性最佳的成长科技和业绩支撑方向	5
2.1 配置热点：牛市背景下，如何看待主线方向上的权重股补涨？	5
2.2 继续把握弹性最佳的成长科技和业绩支撑方向	10
风险提示：	11

图表目录

图表 1 债券型基金发行份额今年 3-6 月持续下降	4
图表 2 股票型基金发行数量及份额持续上升，尤其今年 5 月大幅增长	4
图表 3 居民储蓄倾向上升，投资于基金、股票的意愿下降	5
图表 4 银行理财产品存续数量微升但资金余额持续走高，指向居民理财规模大幅扩张	5
图表 5 2008.11-2010.12 电子行情大市值明显优于小市值的阶段性行情出现 3 次	7
图表 6 2012.12-2014.2 计算机、传媒行情大市值明显优于小市值的阶段性行情出现 3 次	8
图表 7 2014.7-2015.6 计算机行情大市值明显优于小市值的阶段性行情出现 1 次	8
图表 8 2020.3-2021.12 电力设备行情小市值明显优于大市值的阶段性行情出现 3 次	9
图表 9 本轮通信、电子行情大市值组合表现优于小市值组合的情况当前仅出现了 1 次	10

1 市场观点：微观流动性充裕支撑市场继续上行

1.1 市场热点 1：如何看待鲍威尔 Jackson Hole 讲话及海外风险变化？

我们的观点：鲍威尔在讲话中指出经济前景和风险平衡的变化可能使得美联储需要调整政策立场，与本周公布 7 月 FOMC 议息会议纪要强调通胀风险（支持不降息）大于失业风险（支持降息）相比，本次更强调失业风险，或表明美联储正在为 9 月降息做准备。美欧关税谈判解决汽车领域“硬骨头”，海外风险继续缓释。总的看，外部美联储降息预期再起、关税风险持续缓释，有望对 A 股风险偏好形成持续提振。

美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 上的讲话偏鸽派，市场对于 9 月降息预期再起。鲍威尔在研讨会中就《经济前景与框架评估》发表演讲，指出经济前景和风险平衡的变化可能使得联储需要调整政策立场，换言之无需坚持此前对通胀风险的担忧，暗示降息条件可能较此前放宽，市场解读为偏鸽派。

一方面，鲍威尔认为基准情形下，关税对通胀影响可能较短暂。

另一方面，鲍威尔认为当前就业市场处于劳动力供给与需求同时出现显著放缓的特殊平衡状态，一旦风险显现，可能迅速转化为裁员规模的急剧扩大以及失业率的快速上升。

与本周早些时候公布的 7 月 FOMC 议息会议纪要强调通胀风险（支持不降息）大于失业风险（支持降息）相比，鲍威尔在 Jackson Hole 上反而更强调失业风险，或表明美联储正在为 9 月降息做准备。鲍威尔表态后 Fed Watch 数据显示市场押注 9 月降息概率升破 90%，高于 7 月 FOMC 会议纪要公布后的略高于 70%，美股三大股指与黄金价格上涨，10Y 美债收益率与美元指数回落。

此外，美欧关税谈判解决汽车领域“硬骨头”，海外风险继续缓释。8 月 21 日，美国与欧盟正式敲定上月达成的框架性贸易协议，该协议涉及对大多数欧盟进口商品征收 15% 的美国关税，涵盖汽车、医药、半导体及木材等品类。其中，欧盟承诺取消对所有美国工业品的关税，并为广泛的美国海产品和农产品提供优惠市场准入，而美国方面表示一旦欧盟出台实施对美商品降税所需的立法，美国将采取措施下调目前对汽车及零部件征收的 27.5% 关税，减免可在欧盟引入相关立法的当月首日生效，即提供了追溯性减免的可能。考虑到此前美国与其他国家关税领域的最大分歧来自于汽车产业，美欧达成协议标志着美国关税风险进一步下降。

1.2 市场热点 2：如何看待当下的股债“跷跷板”？

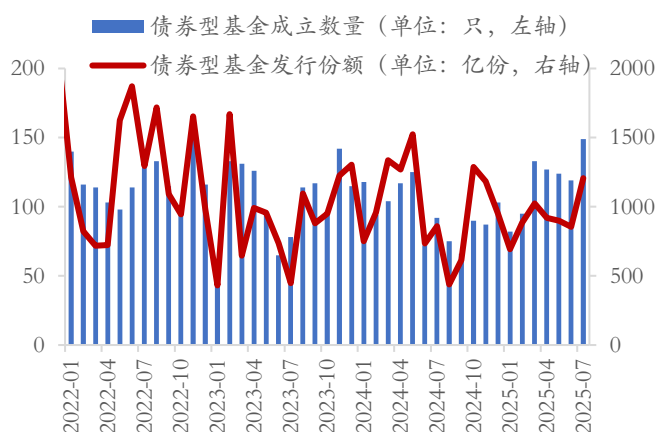
我们的观点：当前市场对于本轮涌入股票市场的增量资金讨论热烈，根据估算预计资金来自三方面：一是赚钱效应吸引下的短期杠杆资金。二是债券市场吸引力下降后股债形成“跷跷板”，资金从债市流入股市。三是居民资金通过银行理财间接流入股票市场。预计当下增量资金带来的上涨仍有惯性。

近期市场持续讨论本轮股票市场的增量来自于哪里？我们估算认为主要来自于三方面：一是自 2025 年 4 月上旬以来指数已连续四个月保持上涨，赚钱效应影响下杠杆资金增加明显；二是同期利率振幅收窄，且自 5 月货币总量宽松以后政策预期下降，债券市场的吸引力在下降，资金由债券向股票偏移；三是当前居民储蓄倾向有愈演愈烈的趋势，银行理财份额持续高增，居民资金由理财进入股票市场。

市场杠杆资金增加明显。自今年 5 月以来，市场成交额持续在万亿以上，成交活跃下短期资金涌入意愿提升，而当前融资买入额占全 A 成交额占比也从年初的 8% 左右增长至当前的 11% 左右，提升约 3 个百分点，指向杠杆资金做多意愿增强。

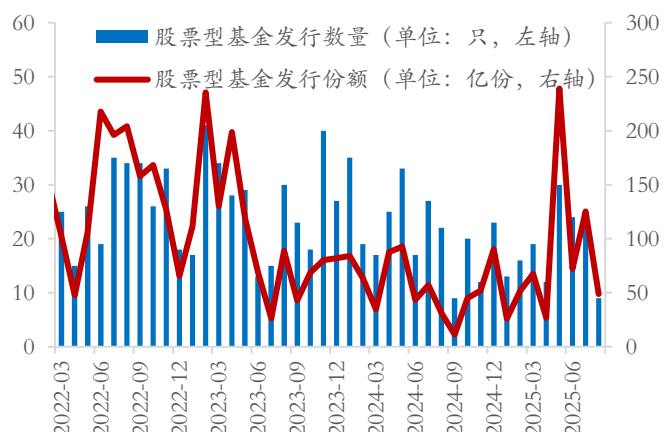
股票型基金发行份额上升、而债券型基金新发行份额持续下降，指向资金倾向于选择股票。股票型基金月度新发行数量及份额自 2024 年 9 月后处于持续上升的大趋势中，其中 2025 年 5 月出现明显增长，由 4 月的 26.76 万份大幅增长至 5 月的 239.1 万份，数量则由 12 只增长至 30 只。而与此同时，债券型基金的新发数量和份额都处于下降趋势，尤其是 2025 年 3 月至 6 月，连续四个月的发行份额持续下降。我们认为两者数据结合来看，指向债券的资金在向股票偏移。

图表 1 债券型基金发行份额今年 3-6 月持续下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。债券型基金包括债券型以及偏债混合型。

图表 2 股票型基金发行数量及份额持续上升，尤其今年 5 月大幅增长

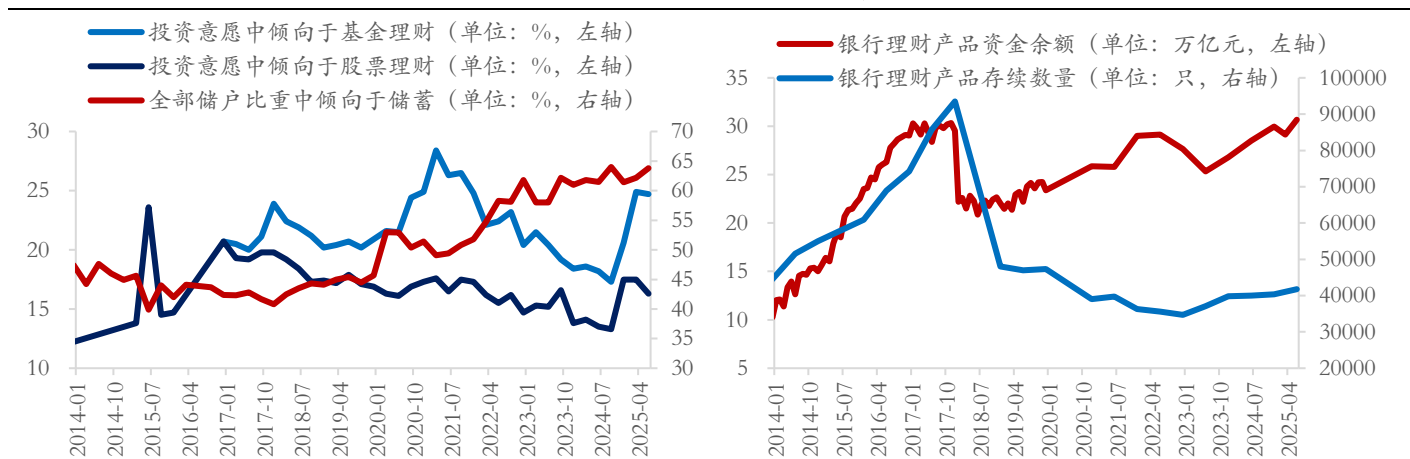


资料来源：Wind，华安证券研究所。股票型基金包括普通股股票型、偏股混合型、灵活配置型。

居民资金或通过理财产品进入股市。央行最新的调查问卷数据显示，2025 年二

季度居民的储蓄意愿仍在攀升，而投资意愿中倾向于选择股票和基金来投资的意愿均在下降。与此同时，银行理财产品存续数量上升并不明显，但资金余额持续走高，说明单只理财产品的平均资产余额在快速扩张，大量资金堆积在银行中。然而在利率持续下降的背景下，固收基金规模并未明显扩张，或指向居民资金在通过银行理财产品进入股市。

图表 3 居民储蓄倾向上升，投资于基金、股票的意愿下降 图表 4 银行理财产品存续数量微升但资金余额持续走高，指向居民理财规模大幅扩张



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

资料来源: Wind, 华安证券研究所。

2 行业配置：继续把握弹性最佳的成长科技和业绩支撑方向

2.1 配置热点：牛市背景下，如何看待主线方向上的权重股补涨？

我们的观点：根据过去 4 次成长科技牛期间，强势主线上不同市值板块的结构性表现观察，通常而言优势市值板块表现强者恒强，如一轮牛市中主线行业上小市值股票在完整区间和大多数时间内通常表现最佳。但在这个过程中，也会出现阶段性滞涨市值板块补涨，而且通常会出现三次。如智能手机滞涨市值（大市值）、移动互联网滞涨市值（大市值）、新能源滞涨市值（小市值）的补涨均出现了 3 次，仅 2015 年水牛主线的滞涨市值（大市值）出现 1 次补涨。此外，从复盘观察，出现滞涨市值的补涨并不意味着行情进入阶段性调整甚至牛市结束。本轮牛市行情，电子、通信主线中表现最好的是小市值板块，截至当前滞涨市值（大市值）补涨仅发生了 1 次，这意味着本轮成长科技牛市的行情或许还能持续很长一段时间。

本周（8月18日-8月22日）成长科技主线上的大市值权重股出现批量涨停，强势大市值个股主要集中在通信和电子板块，寒武纪、中兴通讯、海光信息等总市值超过2000亿元的个股，本周分别上涨34.6%、32.2%、20.9%，成长方向上出现大市值股票表现明显好于中小市值股票的现象。以史为鉴，如何看待历史上科技牛市行情中的权重股补涨？

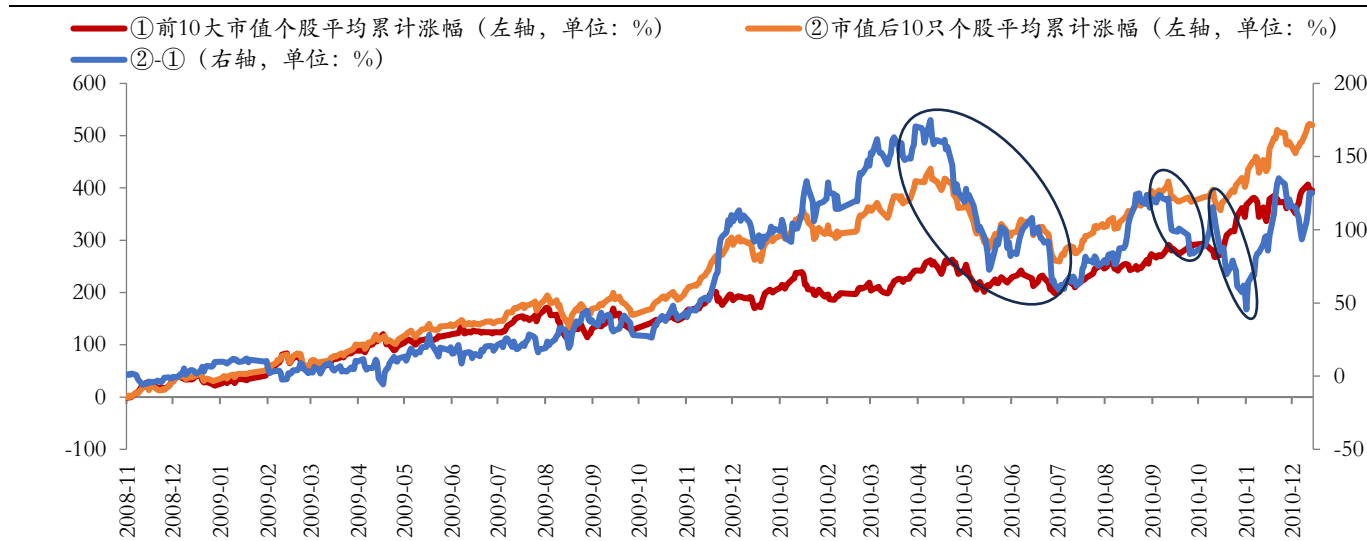
我们复盘了历史上4次成长科技牛市行情中强势行业大小市值股票的结构转换，若成长科技行业处于牛市背景下，通常强势成长主线上涨的持续时长在1-2年左右，涨幅在1.5-3.5倍左右。整个行情期间，强势成长主线大市值权重股上涨优于小市值股票（这类行情排除由于行业调整，大市值票相对抗跌而优于小市值票的情形）通常不止出现1次。在2020年-2021年电新牛市行情中，大市值权重股表现持续优于小市值股票，但在这轮中也出现了小市值股票补涨的情形。即在一轮科技行情中，滞涨的市值板块（可以是大市值也可以是小市值，多数情况下是大市值板块滞涨，但电新牛市行情中是为数不多的小市值板块滞涨）通常会出现数次补涨阶段。从本轮通信、电子行情来看，当前仅持续不到半年，涨幅仅在50%左右，且强势成长主线大市值权重股上涨优于小市值股票，仅在近期出现过1次，若对比过往成长牛市，这意味着本轮通信、电子的成长科技牛市行情或远未结束。

以成长科技牛市中走势最好的成长行业进行复盘，将行情启动时市值排名前10的权重股作为大市值观察组合，将市值靠后的股票作为小市值组合（时间段不同导致行业中个股的数量不同，同时由于小市值票涨跌幅波动较大，因此将根据历次股票池容量对小市值股票组合的涵盖数量做出一定调整），比较两个组合股票的平均累计涨幅差值来刻画相对强弱关系。

1、2008年11月4日-2010年12月17日电子行情复盘：本轮行情中，受益于3G网络普及带动智能手机出货爆发式增长，电子行业以346%的涨幅居首，持续时长773天。由于电子行业于2008年底只有不到60只个股，因此小市值组合选取后10只股票。

大市值组合表现好于小市值组合的情况共发生过3次左右。第一次开始于2010年4月27日，随着市场调整，大市值组合和小市值组合均调整，但这个阶段中大市值组合跌幅小于小市值组合。第二次开始于2010年8月26日，第三次开始于2010年10月14日，这两次情形类似，都是大市值组合上涨且涨幅超过小市值组合。在这三个阶段，即大市值组合表现好于小市值组合（大市值权重补涨）后，牛市并未见顶。

图表 5 2008.11-2010.12 电子行情大市值明显优于小市值的阶段行情出现 3 次

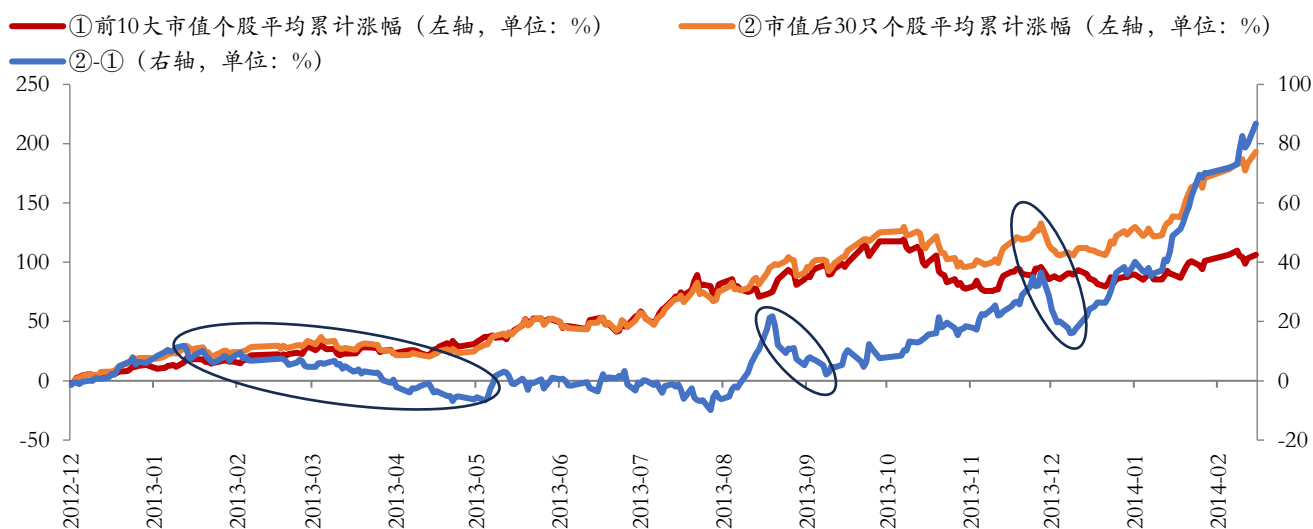


数据来源：Wind，华安证券研究所。注：以 2008 年 11 月 4 日作为计算累计涨幅的起始日期，个股均属于电子行业

2、2012 年 12 月 3 日-2014 年 2 月 17 日传媒、计算机行情复盘：本轮行情中，受益于 4G 网络普及下，互联网+相关的计算机、传媒行业估值快速提升，分别以 180%、131%的涨幅居于第一、第二位，持续时长 441 天。计算机、传媒行业于 2012 年底有不到 290 只个股，容量相对较大，因此小市值组合选取后 30 只股票。

大市值权重股组合表现好于小市值组合的情况也出现了 3 次。第一次开始于 2013 年 1 月 14 日，第二次开始于 2013 年 8 月 20 日，这两次阶段性大市值权重股组合表现优于小市值组合的情况类似，都是上涨过程中大市值权重股涨幅更高。第三次开始于 2013 年 12 月初，在本阶段大市值组合震荡，小市值组合调整，使得大市值组合表现优于小市值组合。同样地，尽管本轮牛市中，出现了 3 次滞涨市值板块（大市值）的补涨，但均不对应着成长科技股牛市行情的结束。

图表 6 2012.12-2014.2 计算机、传媒行情大市值明显优于小市值的阶段行情出现 3 次

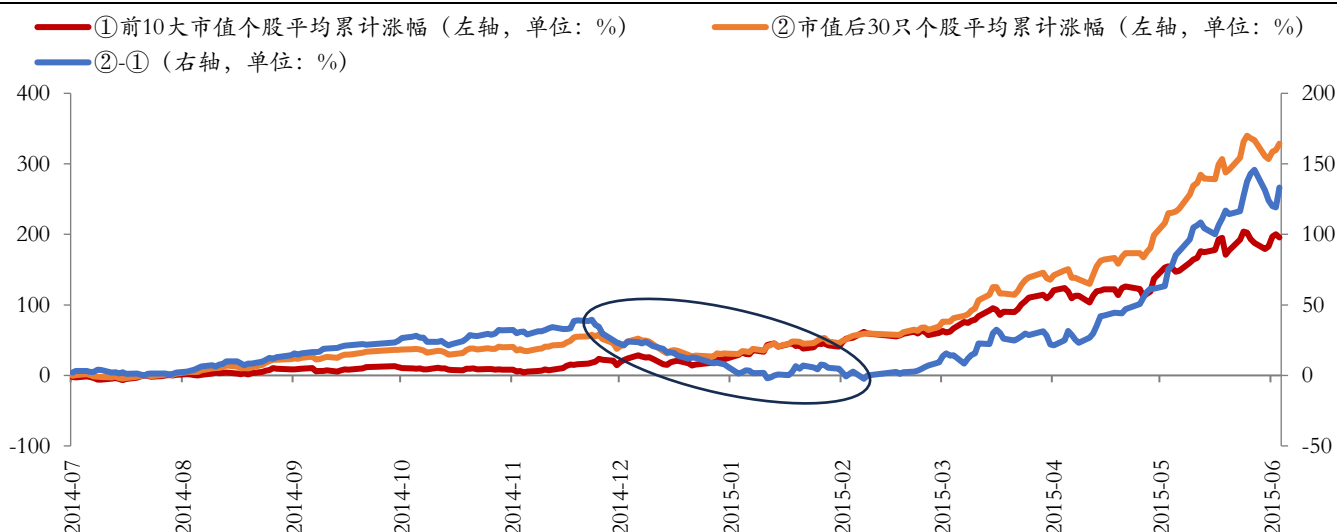


数据来源：Wind，华安证券研究所。注：以 2012 年 12 月 3 日作为计算累计涨幅的起始日期，个股均属于计算机、传媒行业

3、2014 年 7 月 10 日-2015 年 6 月 12 日计算机行情复盘：本轮行情中主要受益于流动性快速提升，市场交投氛围热烈，计算机作为表征情绪的典型成长品种，以 269% 的涨幅居于第二位，持续时长 337 天。计算机行业于 2014 年中旬有不到 230 只个股，容量也相对较大，因此小市值组合选取后 30 只股票。

大市值权重股表现优于小市值股票组合的情况总共发生了 1 次。这一次从 2014 年 12 月 2 日开始，该阶段出现这种情况是因为大市值权重股上涨，而小市值组合震荡整固。同样地，当本阶段滞涨市值板块（大市值）补涨后，成长科技股牛市行情继续。

图表 7 2014.7-2015.6 计算机行情大市值明显优于小市值的阶段行情出现 1 次

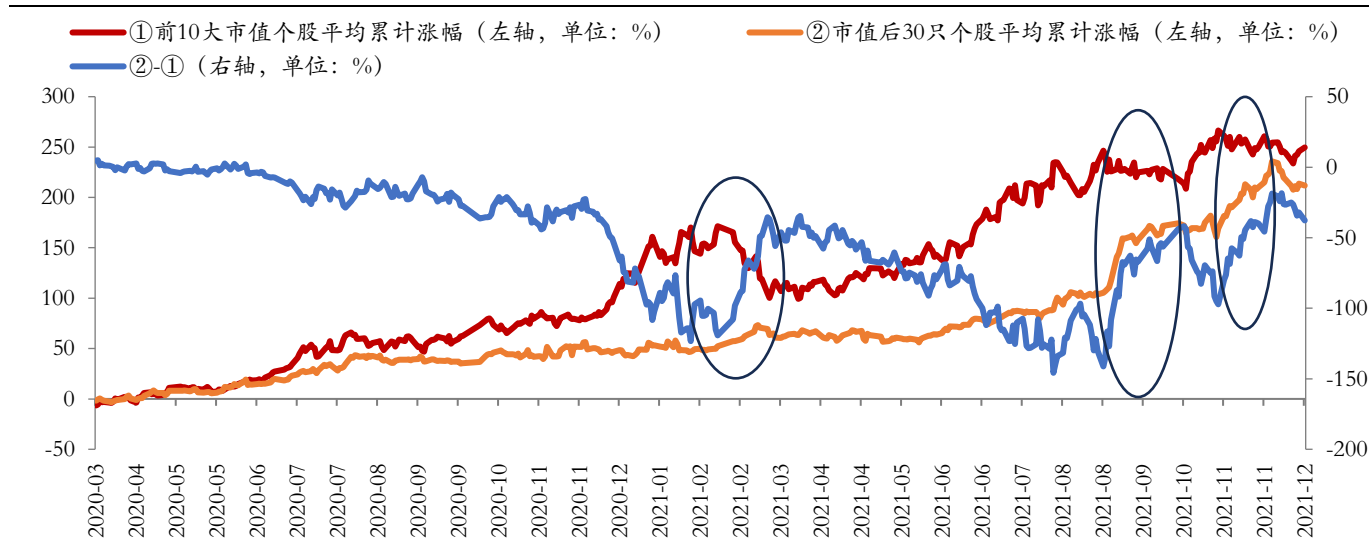


数据来源：Wind，华安证券研究所。注：以 2014 年 7 月 10 日作为计算累计涨幅的起始日期，个股均属于计算机行业

4、2020年3月23日-2021年12月13日电力设备行情复盘：本轮行情中电力设备受益于光伏、电动车的爆发式增长，景气度快速提升，电力设备以194%的涨幅居于第一位，行情持续630天。电力设备行业于2020年初有400只个股左右，容量也相对较大，小市值组合选取后30只股票。

滞涨市值板块（本轮牛市行情中为小市值组合）阶段性表现好于主市值板块的情况总共出现了3次。在本轮行情中，电力设备大市值权重组合的表现基本上持续优于小市值组合，是本轮行情中的主市值表现方向。但这轮行情中也出现了滞涨市值补涨的情况。第一次开始于2021年1月底，本阶段大市值权重股进入调整，而滞涨小市值板块补涨。第二次开始于2021年9月初，第三次开始于2021年10月底，这两个阶段类似，均是大市值权重股震荡，而小市值板块补涨。在本轮牛市中，也出现了3次滞涨市值板块的补涨，但也并不对应着成长科技牛市结束。

图表8 2020.3-2021.12 电力设备行情小市值明显优于大市值的阶段性行情出现3次

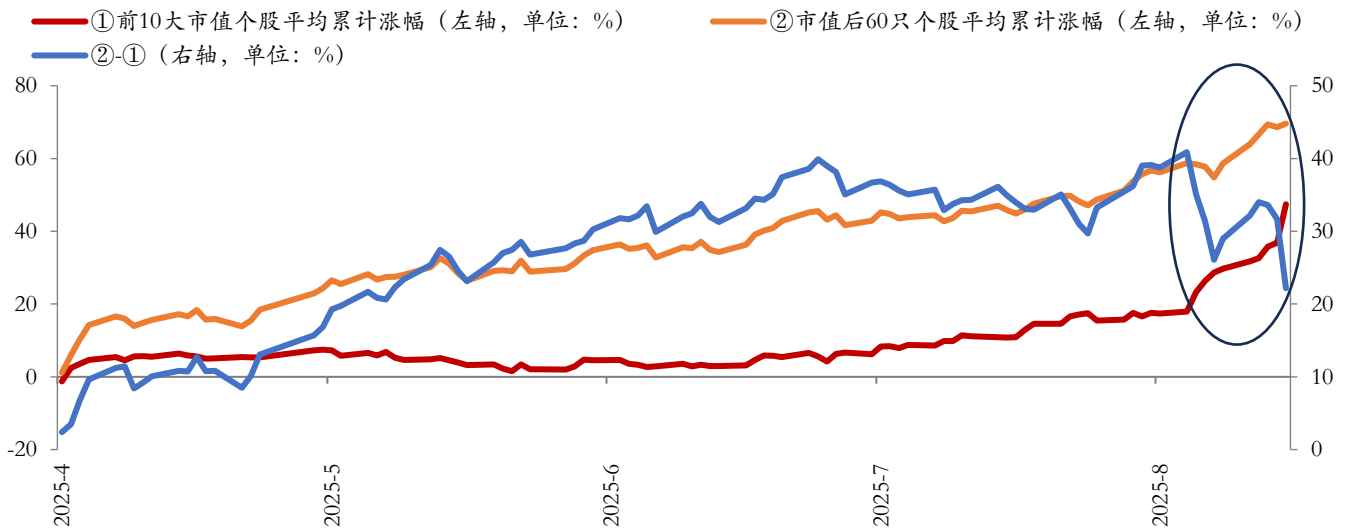


数据来源：Wind，华安证券研究所。注：以2020年3月23日作为计算累计涨幅的起始日期，个股均属于电力设备行业

5、本轮通信、电子行情复盘：本轮行情中通信、电子受益于AI上游基建需求持续高增而出现业绩景气度兑现，2025年4月8日至2025年8月22日期间，通信、电子以68%、45%的涨幅居于第一位、第三位，行情仅持续136天。由于通信、电子行业于2025年1季度末有630只个股左右，容量更大，因此小市值组合选取后60只股票。

本轮行情至今，大市值权重组合表现好于小市值组合的情况，截至当前仅出现过1次。在本阶段行情中，大市值和小市值均上涨，而大市值涨幅更大，因此表现更优。无论从本轮行情持续上涨的时间、涨幅或者滞涨市值板块（本轮为大市值组合）补涨次数来看，本轮成长科技牛市行情远未结束。

图表 9 本轮通信、电子行情大市值组合表现优于小市值组合的情况当前仅出现了 1 次



数据来源：Wind，华安证券研究所。注：以 2025 年 4 月 8 日作为计算累计涨幅的起始日期，个股均属于通信、电子行业

2.2 继续把握弹性最佳的成长科技和业绩支撑方向

8 月第 3 周市场继续拾阶而上。各行业普涨但涨势仍然分化严重，其中成长科技主线强者恒强，AI、机器人、电子继续领涨大放异彩。大市值股票补涨特征明显，部分消费品如美护、餐饮、商贸、社服也体现出补涨现象。而反内卷、能源等相关周期品涨幅靠后，金融资产上涨吊尾。后市判断，市场在充裕微观流动性改善的核心支撑上将继续上涨新高，牛市预期足、风险偏好高、机会突出的格局进一步夯实。配置思路上，一方面正值中报季，需重视景气支撑或业绩兑现超预期的基本面机会，另一方面存在潜在催化可能的方向也需重视。继续重视事件主题催化。具体而言，当下市场氛围中，首重弹性，成长科技弹性最佳、进攻性最强。其次有景气硬支撑或中报业绩超预期的方向，也值得重视。可把握三条投资主线。

第一条主线是强者恒强的高弹性成长科技，主要包括 AI、算力、机器人、军工等。牛市已成市场共识，在此氛围下，成长科技将成为毫无争议首选，AI、机器人、军工等是本轮强势方向，强者恒强。

第二条主线是景气硬支撑或业绩超预期的领域，主要包括稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品等。其中稀土永磁在中美关系变化中进可攻退可守，中报业绩预告亮眼。全球经贸形势、地缘政治甚至美元信用不确定性增强，各央行货币储备需求增加，同时中长期全球实际利率下行趋势仍在，贵金属价格仍将长期上涨。海外需求亮眼带动工程机械新一轮景气回升。出口需求持续强劲，摩托车销售维持高景气。农化制品量价改善。

第三条主线是地产宽松政策有望发力，房地产将延续估值修复机会。近 3 个月

地产价格数据下行压力愈发严重，宽松政策出台迫切性显著增强，阶段性估值修复机会仍将延续。

风险提示：

经济基本面下行速度超预期；宏观政策或结构性政策力度不及预期；过往行情不会简单复刻；美国经济衰退等。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6/12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差/5%至 5%；
- 减持—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。