

经济放缓势头明显，期待特定领域对冲

报告日期：2025-08-17

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

● 7月经济数据边际走弱，内部政策托底预期升温。叠加外部关税风险持续缓释，美联储9月降息预期进一步提升，风偏有望推动市场继续新高。配置上仍然聚焦进攻性方向，包括弹性最大的成长科技和业绩支撑：一是成长科技包括AI、机器人、军工。二是景气或业绩支撑如稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品。此外前期滞涨且政治局会议政策超预期的服务消费，以及地产政策有望宽松带来估值修复也值得关注。

● 市场观点：国内政策出台和美联储降息预期升温，市场风险偏好持续提振

市场热点 1：如何看待 7 月经济金融数据？

7月经济数据边际放缓势头明显，特别是投资端下滑较快，消费增速亦有所放缓。7月数据拟合当月GDP增速在4.98%左右，较二季度下滑。同时金融数据显示信贷低速程度超出市场预期，但“存款搬家”下非银存款规模大幅扩张。总的看，7月经济与信贷数据放缓，政策加码必要性有所回升，市场对政策托底经济预期再起，有利于提振市场风险偏好。后续仍可关注服务消费、房地产、流动性合理充裕等领域可能出台新一轮政策。

市场热点 2：如何看待 7 月美国 CPI 及对美联储降息影响？

7月美国通胀水平整体平稳、数据低于市场预期。7月理论上应当基本包含美国加征关税的影响，而7月通胀并未超预期反弹，或表明关税对美国通胀的冲击整体可控，从而进一步满足美联储降息条件。因此，市场对美联储9月议息会议降息的预期有所回升，有利于市场风险偏好提振。此外，美国总统特朗普和俄罗斯总统普京会面虽未达成协议，但表示本次会晤将成为美俄两国关系修复的起点，整体上释放信号偏积极。

● 行业配置：成长科技和业绩支撑弹性方向仍有进攻性

配置热点 1：如何看待“反内卷”主题的结构分化？

本周反内卷主题结构分化明显，其中电力设备受限产、“十五五”规划等事件催化，涨幅领先，但煤炭、钢铁、建材等跌幅靠前。7月市场将“反内卷”理解为新一轮供给侧结构性改革，因此相关板块普涨。但随着政策逐步落地，脉络逐步清晰，二者在政策背景、行业范围、政策目标、举措及时间持续性上均存在巨大差异，这决定反内卷可能将是一个漫长而缓慢的过程。后续行情相应从概念性普涨阶段进入到政策落地或景气兑现支撑的结构性分化阶段，即有实质性政策落地或景气改善的品种迎来机会。

配置热点 2：成长科技行情是否已临近阶段性尾声？

我们提出可跟踪观察5个预警要素是否全出现，以判断科技行情是否接近尾声，包括估值百分位、领涨行业最大涨幅和持续时间、行情高位时涨幅最多个股跳水平均次数及尾部加速跳水现象、行业扩散及大市值票补涨、交易拥挤度。根据过去数次成长行情演绎过程看，上述5个预警要素均出现时，阶段性行情基本接近见顶。截至8月15日，本轮行情5个预警要素，只有交易拥挤度这项条件并不完全满足，其中传媒交易拥挤度偏低，其余均已处高位，因此本轮成长科技行情短期内可能仍有演绎空间，但可能已演绎至本阶段行情后期，若一旦出现传媒放量补涨，可能预示阶段性调整风险将近。

● 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；美国经济衰退等。

相关报告

1. 策略周报《如何观察军工行情持续？》2025-08-10
2. 策略周报《科技行情的五大预警信号行至何位？》2025-08-03
3. 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
4. 策略周报《反内卷和科技行情还能走多远？—第29周》2025-7-20

正文目录

1 市场观点：国内政策出台和美联储降息预期升温，市场风险偏好持续提振	3
1.1 市场热点 1：如何看待 7 月经济金融数据？	3
1.2 市场热点 2：如何看待 7 月美国 CPI 及对美联储降息影响？	6
2 行业配置：成长科技和业绩支撑弹性方向仍有进攻性	7
2.1 配置热点 1：如何看待“反内卷”主题的结构分化？	7
2.2 配置热点 2：成长科技行情是否已临近阶段性尾声？	8
2.3 成长科技和业绩支撑弹性方向仍有进攻性	11
风险提示：	12

图表目录

图表 1 地产链条消费增速均有所下降	4
图表 2 汽车类消费增速同比下降，其余可选消费品有所回升	4
图表 3 投资端三大分项均明显下滑	4
图表 4 地产分项数据回落	4
图表 5 工业增加值环比与制造业 PMI 均回落	5
图表 6 建筑类商品产量分化，水泥增速持续下降	5
图表 7 今年以来政府债每月增量均较大	6
图表 8 非银存款 7 月暴增	6

1 市场观点：国内政策出台和美联储降息预期升温，市场风险偏好持续提振

1.1 市场热点 1：如何看待 7 月经济金融数据？

我们的观点：7 月经济数据边际放缓势头明显，特别是投资端下滑较快，消费增速亦有所放缓。7 月数据拟合当月 GDP 增速在 4.98% 左右，较二季度下滑。同时金融数据显示信贷低迷程度超出市场预期，但“存款搬家”下非银存款规模大幅扩张。总的看，7 月经济与信贷数据放缓，政策加码必要性有所回升，市场对政策托底经济预期再起，有利于提振市场风险偏好。后续仍可关注服务消费、房地产、流动性合理充裕等领域可能出台新一轮政策。

“以旧换新”政策边际效应弱化。7 月社会消费品零售总额约 3.88 万亿元，同比上涨 3.7%，季调后环比下降 0.14%，已连续两个月环比回落。考虑到去年 7 月社零同比增速仅 2.7%、基数并未构成明显拖累（6、7 月两年平均增速分别为 3.4% 和 3.2%），或表明当前“以旧换新”政策边际效应弱化。从各类商品消费情况看：

① “以旧换新”政策支持下的品类消费增速同比依然较高，其中家用电器和音响器材类（28.7%）、通讯器材类（14.9%）。

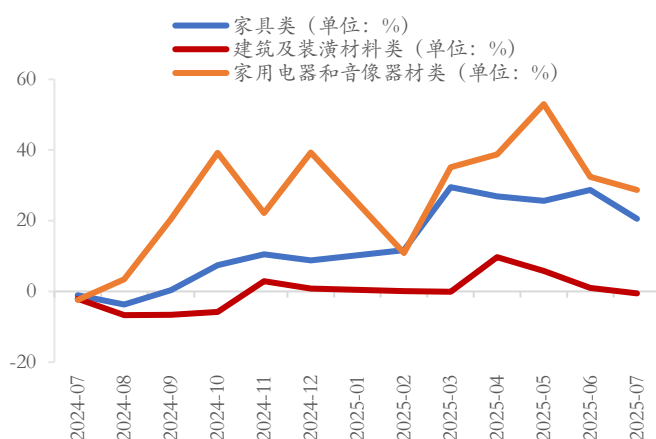
② 受汽车降价拖累影响，汽车零售额增速（-1.5%）大幅回落。

③ 服务业生产指数由 6 月的 6% 回落至 7 月的 5.8%，延续边际放缓态势。

④ 商品房成交逐步放缓，地产下游家具类（20.6%）、建筑及装潢材料类（-0.5%）增速亦有所回落。

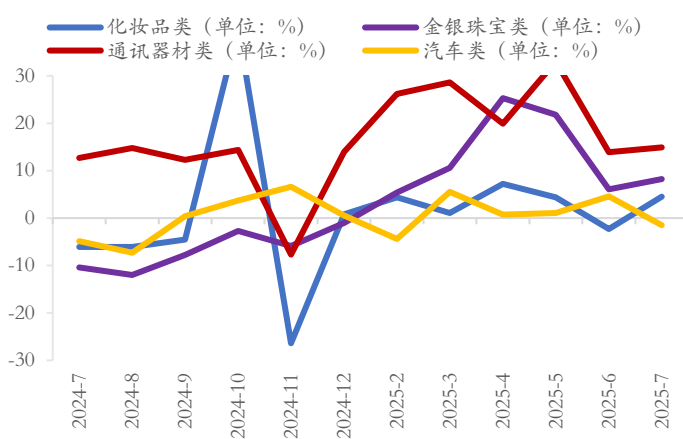
我们认为，从 8 月开始去年“以旧换新”政策带动基数回升，叠加当前政策边际效果减弱，后续消费增速可能维持在 3%-4% 区间。

图表 1 地产链条消费增速均有所下降



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

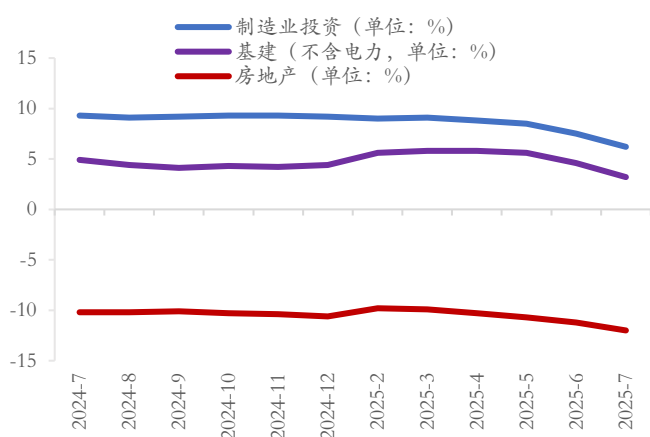
图表 2 汽车类消费增速同比下降, 其余可选消费品有所回升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

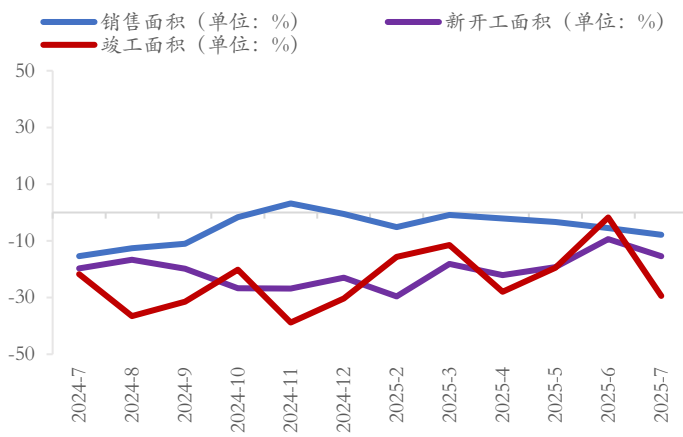
固投增速均有回落, 略低于市场预期。7 月固定资产投资累计同比 1.6%, 较 6 月的 2.8% 下降 1.2 个百分点。其中, 制造业投资增速 7 月同比为 6.2%, 低于上月的 7.5%, 对后续出口前景不确定性担忧以及整治“内卷式”竞争抑制投资意愿; 基建投资同比从上月的 4.6% 下降至 3.2%, 投资端仍需进一步发力; 房地产投资同比下降 12%, 较 6 月的 -11.2% 降幅有所扩大, 房地产市场呈现加速下行态势。我们认为, 目前来看投资端三大分项仍有下行压力, 年内投资端仍有赖于基建投资发力对冲。

图表 3 投资端三大分项均明显下滑



资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 上图为累计同比。

图表 4 地产分项数据回落



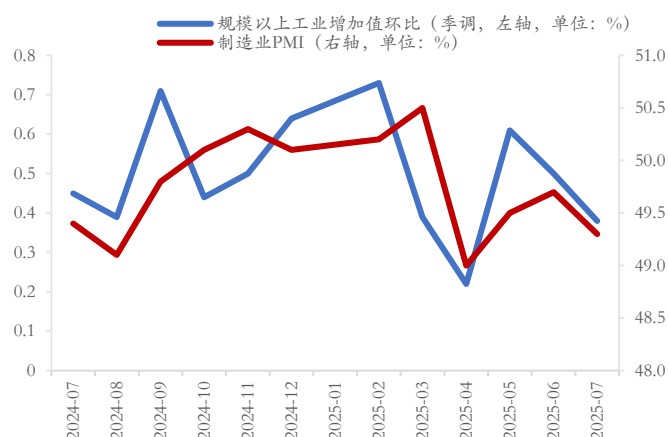
资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

地产呈现加速下行态势, 企稳仍需更多政策支持。7 月当月房地产投资同比下降 17%, 较上月的 -12.9% 继续走弱, 各主要分项数据亦有所下降。其中, 商品房销售额和销售面积同比分别下降 14.1% 和 7.8%; 新开工面积同比降幅 15.4%, 较上月的 -9.4% 有所扩大; 施工面积同比下降 19.6%, 较 6 月微降 0.9% 相比大幅扩大; 竣工面积同比下降 29.4%, 或表明房地产企业当下现金流压力依然较大。我们认为, 地产基本面企稳仍需更多政策支持。特别是当前房价呈现加速下行态势, 从具有代表性的房价

走势看。7 月份，一线城市二手住宅销售价格环比下降 1.0%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别下降 1.1%、0.9%、1.0%和 0.9%。二线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.4%，降幅扩大 0.2 个百分点。三线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.3%，降幅与上月相同。

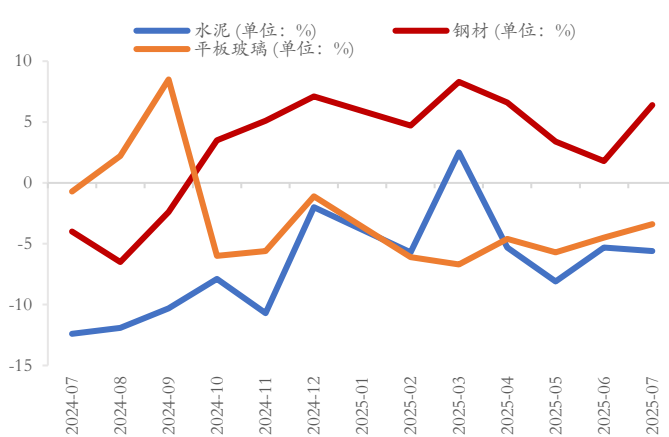
“抢出口”临近尾声，生产端持续回落。7 月，全国规模以上工业增加值同比增长 5.7%，较上月的 6.8%有所下降。季调后，7 月环比增长 0.4%。从三大门类来看，采矿业、制造业的同比下滑最为明显，分别较上月回落 1.1 和 1.2 个百分点，电力、热力则由 1.8%回升至 3.3%。**主要工业品方面：①建筑类工业品产量增速分化。**7 月粗钢、钢材产量同比分别为-4.0%和 6.4%，同比增速回升。但水泥产量同比下降至-5.6%，降幅较上月扩大。**②汽车产量保持高增速。**汽车产量同比由上月的 8.8%小幅回落至 7 月的 8.4%。

图表 5 工业增加值环比与制造业 PMI 均回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 6 建筑类商品产量分化，水泥增速持续下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。

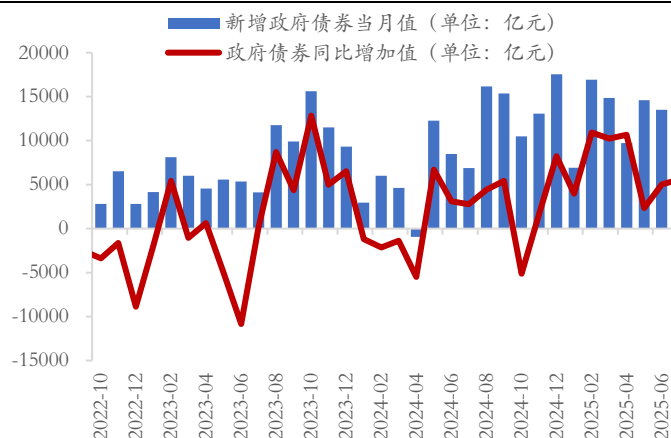
政府债券几乎是社融增量的唯一支撑，后续政策引导信贷修复的预期提升。7 月新增社融 1.16 万亿元，同比 9.0%，较前值进一步上升。7 月是信贷淡季，但从分项来看，信贷的低迷程度依然超出市场预期，政府债券几乎是社融增量的唯一支撑。7 月政府债券当月值 12440 亿元，同比多增 5559 亿元，从开年以来政府债券就维持非常强势的发行节奏，每个月的单月增量都较大，但需要注意的是去年 8 月以后政府债券基数明显提升，预计后续这一分项对社融的支撑将逐步下降。此外，企业债券、股票融资 7 月同比多增分别为 755 亿元和 274 亿元，均对社融构成支撑。

而信贷方面企业和居民端走弱。其中企业信贷中票据融资 7 月当月值为 8711 亿元、同比多增 3125 亿元，显示银行加大冲票据力度，对企业信贷形成支撑；但企业端的短贷和中长期贷款均拖累，其中短贷、中长期贷款 7 月当月值分别为-5500 亿元、-2600 亿元，中长期贷款同比-3900 亿元。以上结构指向企业主动投资生产意愿依然低迷。而居民端短贷、中长期贷款 7 月的当月值分别为-3827 亿元、-1100 亿元，

同比-1671 亿元、-1200 亿元，总体指向居民的消费和购房意愿依然较低，不过此前《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》确认落地，预计后续居民短贷将有所改善，但改善程度仍待观察。二季度以来，社融数据呈现存量同比走高，但信贷低迷的情况。然而当前 9.0% 的社融存量同比或是年内高点，结合 7 月单月信贷负值较大的结构情况来看，后续政策维持流动性合理充裕基调不变，出台政策逐步引导信贷修复的预期提升。

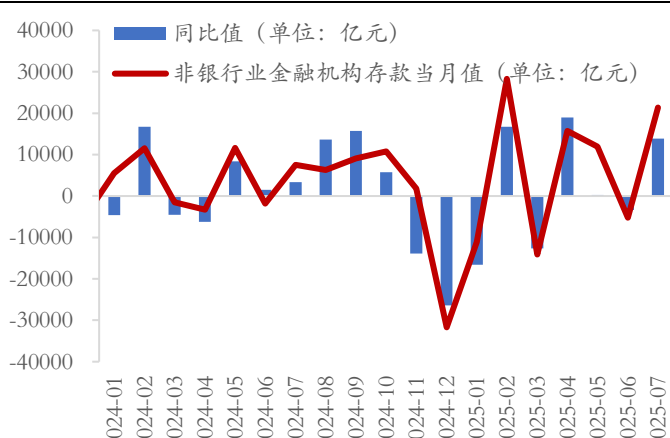
社融存量同比和 M1、M2 同比背离明显，其中“存款搬家”、财政支出力度以及基数效应均有影响。7 月金融数据最突出的一点是货币的供应端和需求端出现明显的背离现象：与社融同比仅上升 0.1% 相比，M1 同比、M2 同比分别明显大幅提升 1.0% 与 0.5%。这其中“存款搬家”、财政支出以及基数效应均有贡献。首先，7 月非银金融机构存款当月值为 21400 亿元，同比多增 13900 亿元，指向 7 月的股市走强带来了基金和股市增量资金入场，非银存款规模大幅扩张。其次，财政存款当月值为 7700 亿元，同比增加 1247 亿元，也与政府债发行量大下资金支出已到位相对应。再者，去年 7 月存款端低基数亦对 7 月的同比背离情况有所贡献。我们认为后续这种背离情况将逐步缓解，非银存款能否继续扩张，需视股票市场表现情况而定。央行二季度货币政策执行报告提出“推动物价保持在合理水平”，在美联储降息前外汇继续掣肘全面降息，预计货币政策仍以维持流动性合理充裕为主。

图表 7 今年以来政府债每月增量均较大



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 8 非银存款 7 月暴增



资料来源：Wind，华安证券研究所。

1.2 市场热点 2: 如何看待 7 月美国 CPI 及对美联储降息影响?

我们的观点：7 月美国通胀水平整体平稳、数据低于市场预期。7 月理论上应当基本包含美国加征关税的影响，而 7 月通胀并未超预期反弹，或表明关税对美国通胀的冲击整体可控，从而进一步满足美联储降息条件。因此，市场对美联储 9 月议息会议降息的预期有所回升，有利于市场风险偏好提振。

7 月美国通胀水平低于市场预期，或表明关税对美国通胀的冲击整体可控，从而进一步满足美联储降息条件。7 月美国 CPI 同比 2.7%，持平于前值、略低于预期值 2.8%。核心 CPI 同比 3.1%，略高于预期值 3.0%，但核心 CPI 环比 0.3% 与预期值持平。同时，7 月核心商品价格中仅美国关税政策着重强调的汽车涨幅较高，剔除汽车后的核心商品环比 0.2%、低于前值 0.6%。总的看，由于 7 月大部分国别关税水平基本确定，因而理论上 7 月通胀已基本包含了关税的冲击，但数据显示关税对通胀的传导力度较为有限。考虑到美联储主席鲍威尔在 7 月末议息会议后的新闻发表会上，提出在关税带来的经济不确定性下保持“观望”，不急于调整利率，因此 7 月 CPI 低于市场预期、整体维持稳定，或表明美联储重启降息的条件进一步满足。受此影响，数据公布后市场对美联储 9 月降息预期进一步上调，CME 观测器显示 9 月降息概率为 93.4%、较前值 85.9% 明显回升，有利于市场风险偏好提振，当日美股收涨。

此外，海外地缘政治风险变化仍需密切关注。8 月 15 日，美国总统特朗普和俄罗斯总统普京会面，双方并未达成协议，但表示本次会晤将成为美俄两国关系修复的起点，整体上释放信号偏积极。

2 行业配置：成长科技和业绩支撑弹性方向仍有进攻性

2.1 配置热点 1：如何看待“反内卷”主题的结构分化？

我们的观点：本周反内卷主题结构分化明显，其中电力设备受限产、“十五五”规划等事件催化，涨幅领先，但煤炭、钢铁、建材等跌幅靠前。7 月市场将“反内卷”理解为新一轮供给侧结构性改革，因此相关板块普涨。但随着政策逐步落地，脉络逐步清晰，二者在政策背景、行业范围、政策目标、举措及时间持续性上均存在巨大差异，这决定反内卷可能将是一个漫长而缓慢的过程。后续行情相应从概念性普涨阶段进入到政策落地或景气兑现支撑的结构分化阶段，即有实质性政策落地或景气改善的品种迎来机会。

本周（8 月 11 日-8 月 15 日）反内卷相关题材表现分化，电力设备、有色、建材本周涨幅靠前，而钢铁、煤炭、建装等板块跌幅靠前，反内卷内部出现较明显的分化状态。

本周电力设备受限产、“十五五”规划等事件影响下涨幅靠前。本周电力设备涨幅靠前，呈现出明显的由事件催化的特征。一是由于光伏座谈会带动限产提价预期。8 月 15 日，据财联社报道，多家光伏企业接到通知，参加下周二（8 月 19 日）

相关部门组织的光伏企业座谈会。二是风电建设将作为“十五五”规划的重要方向，仍有政策支持。据新华社报道，8月13日发改委表示正与相关部门一道着手“十五五”海洋经济发展规划以及相关领域专项规划的编制工作，将部署尽快突破一批关键核心技术，大力发展海上风电、海洋生物医药等新兴产业，积极培育海洋未来产业。三是锂矿停产带动上游涨价预期。据红星新闻8月11日报道，宁德时代在投资者互动平台就“宜春项目矿区停产问题”作出回应：“公司在宜春项目采矿许可证8月9日到期后已暂停了开采作业，正式宣布宜春项目停产，由于涉及矿山产能较大，若停产时间较长将对供给端形成一定冲击，一定程度上提高了下游采购的积极性。

整治“内卷式”竞争和供给侧结构性改革都是在供给结构性过剩背景下提出的，但二者存在较大差异。我们在报告《“防内卷”与“供给侧”有何异同？》中指出，综合整治“内卷式”竞争与供给侧结构性改革之间存在较多差异，不宜简单等同，其差异主要体现在五个方面：①一是宏观背景存在差异，整治“内卷式”竞争的宏观背景主要是国内经济下行、全球化竞争加剧。②二是涉及行业范围存在差异，整治“内卷式”竞争涉及行业范围远超供给侧结构性改革。③三是政策目标定位存在差异，整治“内卷式”竞争的目标在于我国产业全球竞争力的全方位提升。④四是政策举措存在差异，整治“内卷式”竞争政策举措依托全国统一大市场建设，更加注重法制化、多样化。相比之下，供给侧结构性改革实施对象主要是上游行业的国有企业，在淘汰落后产能等产能调控中更多采用了行政命令手段。⑤五是政策持续时间可能存在差异，预计整治“内卷式”竞争的政策持续时间长于供给侧结构性改革。

由于反内卷治理效果难以全面快速显现，短期看反内卷主题的事件性催化作用将大于基本面实际改善程度，行情将进入到结构性分化阶段，对于一些有实质性政策落地从而提升景气度的板块而言才能有机会。从近年来反内卷、限产等出台的措施和召开的会议来看，对于钢铁、煤炭、铝、煤电等国有企业集中度较高的行业而言，仍是以限产、化解存量产能等行政性限制为主要抓手，但是针对光伏、新能源车、储能、水泥等民营企业占比较高的行业而言，则是以行业协会自律等方式进行约束，“反内卷”相关治理措施推进速度可能慢于供给侧改革。因此后续的行情可能都会类似本周电力板块表现，对于有实质性政策落地催化或者景气度能见提升的板块迎来结构性机会。

2.2 配置热点 2：成长科技行情是否已临近阶段性尾声？

我们的观点：我们提出可跟踪观察 5 个预警要素是否全出现，以判断科技行情是否接近尾声，包括估值百分位、领涨行业最大涨幅和持续时间、行情高位时涨幅最多个股跳水平均次数及尾部加速跳水现象、行业扩散及大市值票补涨、交易拥挤度。根据过去数次成长行情演绎过程看，上述 5 预警要素均出现时，阶段性行情基

本接近见顶。截至 8 月 15 日，本轮行情 5 个预警要素，只有交易拥挤度这项条件并不完全满足，其中传媒交易拥挤度偏低，其余均已处高位，因此本轮成长科技行情短期内可能仍有演绎空间，但可能已演绎至本阶段行情后期，若一旦出现传媒放量补涨，可能预示阶段性调整风险将近。

本周（8 月 11 日-8 月 15 日）泛 TMT 板块表现整体靠前，通信、电子、计算机、传媒周度涨跌幅分别为 7.7%、7.0%、5.4%、1.0%，分别排名申万行业第 1、2、5、17 位。二级子行业中，通信设备、元件、消费电子、电子化学品、半导体涨幅分别为 10.2%、9.9%、8.3%、7.5%、7.1%，涨幅靠前。仅有影视院线、出版下跌，跌幅分别为 2.8%、0.3%。

我们持续提示可通过观察 5 个见顶的预警要素来判断泛 TMT 行情是否接近尾声：一是估值分位天花板、二是泛 TMT 板块在历次 AI 重磅催化剂出现时的最大涨幅和持续时间、三是行情高位时涨幅最多个股的跳水平均次数（通常 2 次以上）以及是否出现尾部加速跳水现象、四是泛 TMT 行业中由前期清晰主线向其余方向扩散以及大市值票补涨、五是交易拥挤度。

一是从行业的估值百分位进行判断，我们多次强调从历史多次复盘来看，泛 TMT 板块的大级别行情均是由估值驱动的行市，因此观察估值水平有助于更好的锚定后续的上涨空间。通常来看，计算机的估值百分位天花板在 90%左右、通信的估值百分位天花板在 70%左右、传媒的估值百分位天花板在 80%左右，这可能是一个比较重要的行情和估值考验关口，越是接近这个位值，其性价比和潜力越低。而电子的估值百分位天花板在 70-75%左右可能是一个比较重要的估值考验关口，但也许并非是电子行情的考验关口，因为当电子行业的估值百分位到达这一关口时，更多属于是行情支持因素转换的一个关口，行情的支撑将从估值切换为业绩，即届时哪怕估值到达天花板，也并不意味着行情结束。同时需要注意的是，泛 TMT 板块中有任意一个行业达到估值天花板上限时，后续可能会制约整个泛 TMT 板块未来的涨幅。

二是泛 TMT 板块在历次 AI 催化行情下的最大涨幅和持续时间。前四轮 AI 重磅催化下，电子的最大涨幅在 14%-33%左右，计算机和传媒的涨幅在 20%-40%左右，通信的涨幅在 15%-35%左右。持续时间通常在 1 个月左右。

三是历次行情高位时，涨幅最多个股的跳水平均次数基本会在 2 次以上，并且临近行情尾声时有加速跳水现象。我们选取历次 AI 行情中涨幅最多的前十只个股作为高位股，以单日下跌 5%以上作为跳水现象的界定标准。ChatGPT4 行情（持续时间为 26 个交易日）中，成长科技高位股出现的跳水次数平均为 2.7 次，并且在后半段行情中（后 13 个交易日）平均跳水次数为 1.9 次，贡献了整个行情期间 70%左右的单日跳水情形；Windows Copilot 行情（持续时间为 28 个交易日）中出现了 1.9 次，并且在后半段行情中（后 14 个交易日）平均跳水次数为 1.0 次，贡献了整个行情期间 53%左右的单日跳水情形；Sora 行情（持续时间为 28 个交易日）中出现了 2.7 次，

并且在后 18 个交易日内平均跳水次数为 2.2 次，贡献了整个行情期间 81%左右的单日跳水情形；DeepSeek 行情（持续时间为 27 个交易日）出现了 2.5 次，并且在后半段行情中（13 个交易日）平均跳水次数为 2.4 次，贡献了整个行情期间 96%左右的单日跳水情形。

四是临近成长科技行情阶段性尾声时，市场情绪开始极致演绎，上涨主线开始扩散，同时主线中弹性相对较低的大容量票也会出现补涨现象，可认为是情绪推动的行情泡沫化下对主线关注的模糊化。复盘历次催化剂出现时泛 TMT 板块内部的行业轮动情况，ChatGPT-4 行情末期由计算机、传媒扩散至电子和通信板块，最后五个交易日内，泛 TMT 板块中市值最大的 10 只个股总计出现了 4 次单日涨幅接近或超过 10%涨幅的情形，占整个行情期间出现次数的 33%；Copilot 行情下，通信主线仍然清晰，但其余三个方向均有过阶段性强势表现，最后五个交易日内，泛 TMT 板块中市值最大的 10 只个股总计出现了 3 次单日涨幅接近或超过 10%涨幅的情形，占整个行情期间出现次数的 50%；Sora 行情末期由电子、通信板块轮动至计算机和传媒，最后五个交易日内，泛 TMT 板块中市值最大的 10 只个股总计出现了 1 次单日涨幅接近或超过 10%涨幅的情形，占整个行情期间出现次数的 12.5%；DeepSeek 行情下，AI 端侧应用主线，即计算机、传媒板块的强势出现向电子、通信扩散的迹象，最后五个交易日内，泛 TMT 板块中市值最大的 10 只个股总计出现了 3 次单日涨幅接近或超过 10%涨幅的情形，占整个行情期间出现次数的 75%。

五是 4 轮行情中交易拥挤度中有 3 次，泛 TMT 板块在接近行情尾声中均出现了极致过热现象。ChatGPT4 行情末尾时，计算机、传媒交易近 16 年拥挤度百分位（下同）接近 100%，电子为 85%，通信为 95%；Windows Copilot 行情末尾时，计算机、传媒、通信交易拥挤度百分位均接近 100%，仅有电子为 75%；Sora 行情末尾时，传媒交易热度接近 100%，计算机、通信在 95%左右，电子接近 90%；DeepSeek 行情末尾时，计算机几乎达到 100%，通信接近 95%，电子高于 90%，传媒接近 90%。

截至 2025 年 8 月 15 日，AI 行情阶段性尾声 5 个预警要素中，只有 1 项还并不完全满足，因此成长科技行情短期或仍有持续性但需注意过热风险。

一是估值百分位上，8 月 15 日电子、计算机、传媒、通信分别为 79%、96%、65%、58%，其中计算机和电子已超过估值百分位天花板。

二是最大涨幅和持续时间上，对等关税出台后至 8 月 15 日，最大涨幅距离历次 AI 重磅催化的涨幅来看均触及上涨区间上限。

三是高位股跳水现象来看，7 月 9 日至 8 月 15 日期间（28 个交易日）高位股跳水次数达到 2.1 次，已经大于 2 次，尾端加速迹象和 Copilot 行情接近，后 14 个交易日跳水次数平均为 1.1 次，占比达到统计时期内次数的 52%。

四是扩散现象来看，本周泛 TMT 板块仍是主要以电子、通信作为上涨主线，前

期主要以传媒、通信作为主线，泛 TMT 内部结构上出现了一定扩散现象，并且统计区间 (2025.4.8-2025.8.15) 后 5 个交易日内出现靠前大市值票涨停或超过 10% 涨幅的次数为 3，占到整个行情期出现次数的 42.9%，有一定大容量票补涨现象。

五是成交拥挤度上，本周四电子、计算机、传媒、通信交易拥挤度百分位最大值分别为 95%、91%、30%、89%，除传媒外，其余三个板块交易出现过热风险，但并不满足需要全部过热的条件。

因此站在当前时点，5 个预警要素中只有 1 个要素不满足，即交易行情极致过热条件并不完全满足，因此基于此判断情形下，本轮成长科技行情可能短期仍未结束，但鉴于大部分预警信号达标情形下，需注意一定过热风险。

2.3 成长科技和业绩支撑弹性方向仍有进攻性

8 月第 2 周市场继续新高，创业板大涨。但行业分化之势越发剧烈，成长科技方向上，AI、机器人、电子继续领涨。反内卷方向上，具备实质性措施落地且景气改善的电力设备涨幅靠前，而其余多数跌幅靠前。金融板块中，情绪指标券商、政策预期升温的地产涨幅居前，但银行吊尾。消费板块整体表现落后。后市判断，市场继续蓄力上涨、不断新高，牛市预期足、风险偏好高、机会突出的大格局进一步夯实。配置思路上，一方面中报季，需重视景气支撑或业绩兑现超预期的基本面机会，另一方面政治局会议胜利召开，前期滞涨且超预期方向也值得关注。此外继续重视事件主题催化。具体而言，当下成长科技弹性最佳、仍有进攻性。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。从成长科技行情阶段性见顶必备 5 要素来，当前并不完全具备，仍有上涨空间。

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。

第三条主线是政治局会议结构性政策超预期的服务消费，房地产也有望延续估值修复机会。中央政治局会议胜利召开，宏观政策总体定调基本符合预期，而结构性政策，在服务消费上超预期。同时考虑到服务消费前期滞涨明显，因此有望迎来一

波轮动机会，重点关注**出行、养老、扶幼**等。而地产下行压力进一步加大，政策仍然有望宽松，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；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。