

2025年07月26日

八月继续震荡偏强，周期和成长占优

定期报告

投资要点

- ◆ **复盘历史，A股8月走势主要受政策和外部事件、基本面、流动性等因素驱动。**（1）2010年以来历年8月上证综指表现偏震荡，15次中有7次上涨，8次下跌。（2）A股8月走势主要受政策和外部事件、基本面等因素驱动。一是政策或外部事件对8月走势有显著影响：首先，积极的政策或外部事件使A股8月表现偏强；其次，政策收紧或外部事件偏负面时A股8月表现可能偏弱，如2012年欧债危机、2015年汇改、2018年和2019年中美贸易摩擦、2022年新冠疫情反复等。二是经济基本面也是影响8月A股走势的核心因素，但中报影响逐渐减弱：首先，经济基本面转好时上证综指多上涨，反之A股8月表现则偏弱；其次，中报业绩对A股8月表现影响已减弱，如2010、2016、2017、2021年中报盈利增速较一季报下滑，但8月上证综指仍上涨。三是流动性对A股8月走势影响有限。
- ◆ **今年8月A股可能延续震荡偏强走势，慢牛趋势不变。**（1）政策持续积极、外部风险有限使得8月风险偏好可能继续回升。一是政策上，反内卷等积极的政策持续出台和落地实施，可能持续提升市场情绪。二是外部事件上，中美关税谈判继续进行，谈判推进下8月外部风险有限。（2）8月经济、盈利仍可能延续修复趋势。一是8月经济可能延续修复趋势。二是8月工业企业盈利和全A盈利增速可能改善。（3）8月流动性可能维持宽松。一是8月宏观流动性仍可能维持宽松。二是8月股市资金可能加速流入：首先，在经济修复预期和人民币汇率升值下今年8月外资可能进一步加速流入；其次，8月市场情绪可能维持高水平，融资有望进一步持续流入；最后，机构偏好的方向表现偏强，可能导致8月新发基金规模进一步上升。
- ◆ **8月风格可能偏均衡，成长和周期可能相对占优。**（1）8月风格偏均衡，成长和周期风格可能相对占优。一是复盘历史，8月金融、成长和消费风格相对占优。二是今年8月成长、周期（包括大金融等）可能相对占优：今年8月受益于政策和流动性宽松的科技、周期，受益于盈利预期回升的周期和消费可能相对偏强。（2）8月哑铃策略（科技+红利的配置）超额收益可能相对有限。一是复盘历史，哑铃策略不占优时主要受经济和盈利预期改善、流动性宽松等因素驱动。二是今年8月哑铃策略超额收益可能相对有限：首先，反内卷政策实施可能导致今年8月经济和盈利预期改善，核心资产表现可能相对占优；其次，在经济修复预期上升、人民币汇率升值背景下，科技成长和部分核心资产表现可能相对占优。
- ◆ **8月行业配置：建议逢低配置周期和科技成长。**（1）8月周期和科技成长可能相对占优。一是复盘历史，PPI同比增速回升后三个月内，政策导向和高景气的行业相对占优。二是当前来看，今年8月周期和科技成长可能相对占优。（2）日历效应上，8月周期和消费表现相对占优。（3）已披露可比口径下，传媒、建材、农林牧渔、交通运输和计算机中报盈利增速占优。（4）8月建议逢低配置：一是受益于反内卷政策和盈利预期可能改善的电新、有色金属、快递、化工、大金融等行业；二是政策和产业趋势向上的计算机（AI应用）、电子（消费电子、半导体）、传媒（AI应用、游戏）、通信（算力）、军工、机器人、创新药等。
- ◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。**

分析师

邓利军

SAC执业证书编号：S0910523080001

denglijun@huajinsec.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsec.cn

相关报告

反内卷下周期行情短期可能持续 2025.7.24

新股板块延续震荡活跃走势，后段活跃周期须警惕博弈难度提升-华金证券新股周报 2025.7.20

当前行情与2014年和2020年的异同 2025.7.19

新股板块再现结构性强势，但需注意本轮活跃周期可能已经步入后段-华金证券新股周报 2025.7.13

中报业绩期对当前A股影响几何？ 2025.7.12



内容目录

一、八月继续震荡偏强	3
(一) A 股 8 月走势主要受政策和外部事件、基本面等因素驱动	3
(二) 今年 8 月 A 股可能延续震荡偏强走势，慢牛趋势不变	4
二、八月行业配置：建议逢低配置周期和科技成长	7
(一) 8 月风格可能偏均衡，成长和周期可能相对占优	7
(二) 8 月周期和科技成长可能相对占优	9
(三) 日历效应上，8 月周期和消费表现相对占优	10
(四) 传媒、建材、农林牧渔等已披露可比口径下中报增速较高	11
(五) 8 月建议逢低配置周期和科技成长	12
三、风险提示	14

图表目录

图 1：2010 年以来 8 月市场表现及影响因素一览	4
图 2：2016 年和 2020 年供给侧改革期间 PPI 同比均明显回升	5
图 3：当前煤炭开采和洗选等产业库存增速处于高位	5
图 4：8 月螺纹钢开工率仍相对较高	6
图 5：IMF 预测美国 GDP 增速可能放缓	6
图 6：70 个大中城市新建商品住宅房屋销售价格指数同比回升	6
图 7：消费者收入和预期信心指数回升	6
图 8：人民币汇率近期有所回升	7
图 9：2025 年 8 月将有 3000 亿元 MLF 到期	7
图 10：基金重仓股行情较好时可能吸引机构资金的流入	7
图 11：8 月外资多流入 A 股	7
图 12：2010-2024 年 8 月金融、消费、成长相对占优	8
图 13：2011-2024 年 8 月 TMT、中证红利、茅指数相对沪深 300 超额收益一览	9
图 14：宏观环境边际改善的区间共有 8 段	10
图 15：宏观环境边际改善时，行业涨跌幅前 10 名	10
图 16：2011-2024 年 8 月涨幅 TOP10 行业一览	11
图 17：已披露可比口径下周期、成长行业中报盈利增速占优(截至 2025/07/25)	12
图 18：风电发电装机容量持续增长	13
图 19：铝、锌、铅、铜现货价拐头向上	13
图 20：5G 移动电话用户数稳步提升	14
图 21：集成电路产量回升	14

一、八月继续震荡偏强

（一）A股8月走势主要受政策和外部事件、基本面等因素驱动

复盘历史，A股8月走势主要受政策和外部事件、基本面、流动性等因素驱动。（1）2010年以来历年8月上证综指表现偏震荡，15次中有7次上涨，8次下跌。（2）A股8月走势主要受政策和外部事件、基本面等因素驱动。一是政策或外部事件对8月走势有显著影响：首先，积极的政策或外部事件使A股8月表现偏强，如2013年关于金融支持小微企业发展的实施意见发布，2014年国资委启动“四项改革”试点，2016和2017年供给侧改革持续推进，2020年深化“放管服”改革新举措，2021年政治局会议强调做好宏观政策跨周期调节、强化科技创新和产业链供应链韧性，当年8月上证综指均上涨；其次，政策收紧或外部事件偏负面时A股8月表现可能偏弱，如2012年欧债危机蔓延，2015年汇改导致人民币大幅贬值，2018年和2019年中美贸易摩擦，2022年新冠疫情反复等，当前8月上证综指均下跌。二是经济基本面也是影响8月A股走势的核心因素，但中报影响逐渐减弱：首先，经济基本面转好时上证综指多上涨，如2010、2013、2016、2017、2020年PMI、地产销售、社零和出口增速或有不同程度回升，当年8月上证综指均上涨，反之如2011、2012、2015、2018和2019年，PMI、地产销售、社零和出口增速或有不同程度转弱，8月A股也表现偏弱；其次，中报业绩对A股8月表现影响已减弱，如2010、2016、2017、2021年中报盈利增速较一季报下滑，但8月上证综指仍上涨，而2015、2018、2024年中报盈利增速相较一季报改善，但8月上证综指仍下跌。三是流动性对A股8月走势影响有限：首先DR007分位数（2005年起）较高时上证也可能上涨，如2013、2014和2017年；其次海内外货币政策的松紧对市场行情影响同样有限，如2015年央行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率、2019年美联储降息、2022年央行下调SLF利率、2023年央行下调SLF及1年期LPR，但当年8月上证均表现不振。

图 1：2010 年以来 8 月市场表现及影响因素一览

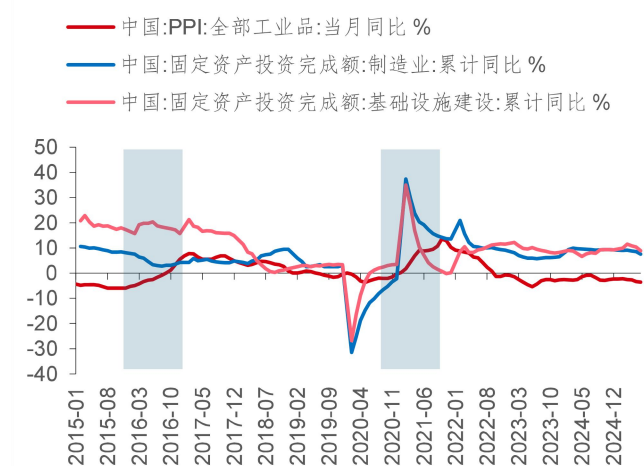
年份	上证涨跌幅 (%)	制造业 PMI (%)	商品房销售面积当月同比 (%)	社零当月同比 (%)	出口金额当月同比 (%)	全 A 归母净利润同比 (%)	DR007 分位数 (%)	政策/外部事件
2010	0.05	51.2→51.7	-15.4→-10.1	17.9→18.4	38.0→34.3	61.4→41.1	14.9→68.7	温家宝总理强调深化改革开放，最大限度解放和发展生产力
2011	-4.97	50.7→50.9	17.8→13.5	17.2→17.0	20.4→24.4	24.2→22.3	97.7→97.0	央行表示将继续实施稳健的货币政策，执行差别化房贷
2012	-2.67	50.1→49.2	13.3→12.9	13.1→13.2	1.0→2.7	-0.4→-1.6	80.9→84.5	欧债危机蔓延
2013	5.25	50.3→51	12.4→10.1	13.2→13.4	5.1→7.1	10.4→11.4	97.2→87.7	关于金融支持小微企业发展的实施意见发布；国务院决定进一步扩大信贷资产证券化试点
2014	0.71	51.7→51.1	-16.3→-12.4	12.2→11.9	14.4→9.4	8.1→9.5	91.5→86.7	国资委启动“四项改革”试点
2015	-12.49	50→49.7	18.9→14.7	10.5→10.8	-9.2→-5.8	3.5→8.6	52.4→53.4	央行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率；“811”汇改
2016	3.56	49.9→50.4	18.7→19.8	10.2→10.6	-6.5→-3.7	-2.0→-4.7	52.9→46.9	供给侧改革持续推进
2017	2.68	51.4→51.7	2.0→4.3	10.4→10.1	6.3→4.9	19.7→16.3	87.9→91.9	《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》印发
2018	-5.25	51.2→51.3	9.9→2.4	8.8→9.0	11.6→9.6	13.3→13.9	62.8→58.7	中美贸易摩擦
2019	-1.58	49.7→49.5	1.2→4.7	7.6→7.5	3.4→1.0	9.4→6.5	64.0→64.9	美联储降息；中美贸易摩擦
2020	2.59	51.1→51	9.5→13.7	-1.1→0.5	6.8→9.1	-24.0→-18.0	42.3→54.1	深化“放管服”改革新举措
2021	4.31	50.4→50.1	-8.5→-15.6	8.5→2.5	18.8→25.1	53.2→43.5	48.0→53.2	政治局会议提出做好宏观政策跨周期调节，强化科技创新和产业链供应链韧性
2022	-1.57	49→49.4	-28.9→-22.6	2.7→5.4	16.4→5.9	3.5→3.3	16.0→15.6	央行下调常备借贷便利 (SLF) 利率；新冠疫情反复
2023	-5.20	49.3→49.7	-23.8→-24.0	2.5→4.6	-14.3→-8.6	1.3→4.5	27.1→41.1	央行下调 SLF 及 1 年期 LPR；印花税法实施减半征收等活跃资本市场政策出台
2024	-3.28	49.4→49.1	-11.6→-12.6	2.7→2.1	6.9→8.6	-4.9→-3.3	23.5→21.0	国务院公布《国务院关于进一步促进服务消费高质量发展的意见》

资料来源：华金证券研究所，wind（注：全 A 盈利数据取一季报和中报数据进行比较，月频数据取 7、8 月数据比较，日频数据取 7、8 月最后一个交易日数据比较；分位数计算从 2005 年起；标红年份为强政策支撑年份）

（二）今年 8 月 A 股可能延续震荡偏强走势，慢牛趋势不变

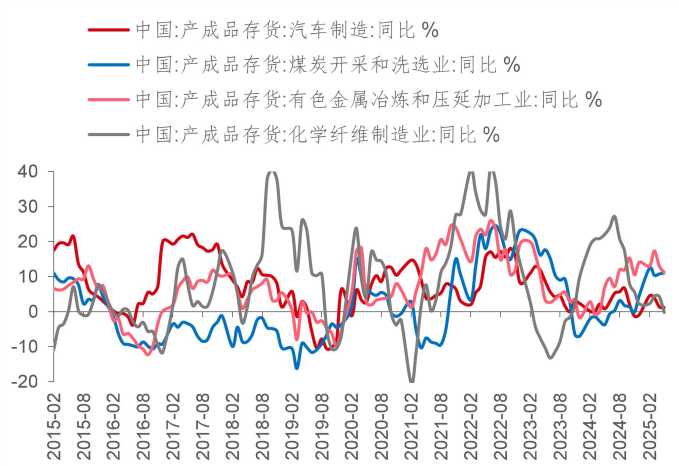
政策持续积极、外部风险有限使得 8 月风险偏好可能继续回升。（1）政策上，反内卷等积极的政策持续出台和落地实施，可能持续提升市场情绪。一是历史经验来看，2016 年和 2020 年着力实施供给侧改革的背景下，PPI 同比增速均开启回升周期，持续时间约为 1-1.5 年。二是当前来看，反内卷政策可能提升相关行业产品价格和盈利预期，而根据我们在中期策略《行稳致远—A 股下半年策略展望》中所述，PPI 同比与盈利周期基本同步，因此积极的政策可能提升 8 月经济和盈利预期。（2）外部事件上，中美关税谈判继续进行，8 月外部风险可能有限。近日，经中美双方商定，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰将于 7 月 27 日至 30 日赴瑞典与美方举行经贸会谈，美国财政部长贝森特称，此次美中谈判旨在延长“关税休战”并扩大讨论范围，中美双方将继续就彼此关心的经贸问题开展磋商，谈判推进下 8 月外部风险有限。

图 2：2016 年和 2020 年供给侧改革期间 PPI 同比均明显回升



资料来源：华金证券研究所，wind

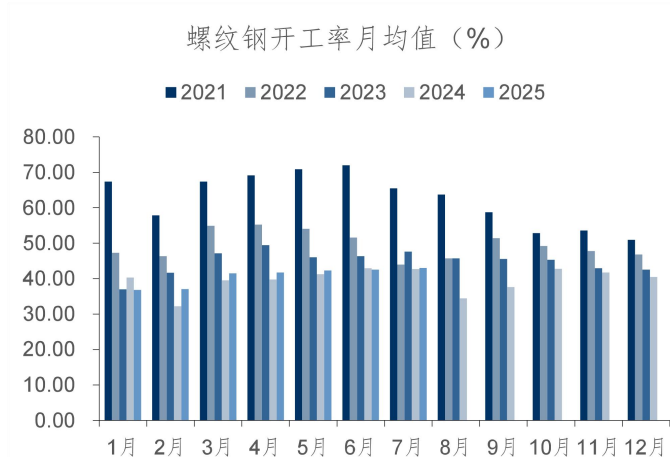
图 3：当前煤炭开采和洗选等产业库存增速处于高位



资料来源：华金证券研究所，wind

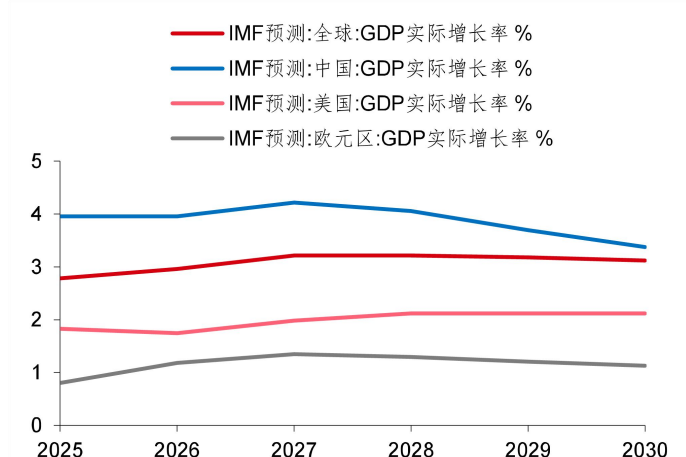
8 月经济、盈利仍可能延续修复趋势。(1) 8 月经济可能延续修复趋势。一是季节效应和“两新”政策等进一步实施下 8 月消费增速可能继续回升：首先，暑期旅游旺季来临，携程租车数据显示，2025 年暑期国内租车订单量预计同比增长 40%，出境自驾游增幅达 60%，出行热度较强下文旅消费、新型消费需求可能进一步上升；其次，促消费政策持续落地，如近期北京发布《北京市深化改革提振消费专项行动方案》，重庆市政府印发《重庆市提振消费若干措施》，同时设备更新和以旧换新政策仍在加力实施，政策端有望对社零增速形成支撑。二是反内卷政策实施下制造业投资增速可能维持较高水平，同时稳增长政策持续实施下 8 月基建投资增速也可能维持高水平，但地产投资可能继续偏弱：首先，“两新”任务仍在推进，叠加“反内卷”政策的进一步落地制造业投资可能回升，并且高技术制造业等优势产业投资增速可能继续带动整体改善；其次，8 月仍为基建项目开工旺季，螺纹钢开工率仍季节性偏高，同时雅江万亿水电工程落地，后续基建投资增速可能受其提振；最后，房屋新开工面积增速有所改善但尚未确定性回升，房价增速也在低位修复阶段，地产投资增速 8 月可能继续仍偏弱。三是外需偏弱以及抢出口效应消退后 8 月出口增速可能有回落压力：首先，中美谈判仍在继续，8 月关税不确定性较强，海外订货可能偏谨慎，抢出口效应可能减弱；其次，海外经济修复预期偏弱，美国 6 月制造业 PMI 仍处于收缩区间，同时关税叠加“大而美”税改法案的冲击加深了海外经济运行的不确定性，外需偏弱下出口增速可能承压。(2) 8 月工业企业盈利和全 A 盈利增速可能改善。一是工业企业盈利方面，若本轮“反内卷”政策正式落地实施，可能带动 PPI 增速回升，企业盈利修复预期可能上升。二是企业盈利上，中报业绩持续公布，全 A 中报盈利增速可能继续改善。中报预告来看，A 股中报盈利增速回升趋势延续：截至 2025/7/25，当前全部 A 股已披露盈利预告（1566 家）运用整体法在可比口径下，同比增长 44.42%，相比 2024H1 实际盈利同比的-3.32%显示盈利处于修复趋势中。

图 4：8 月螺纹钢开工率仍相对较高



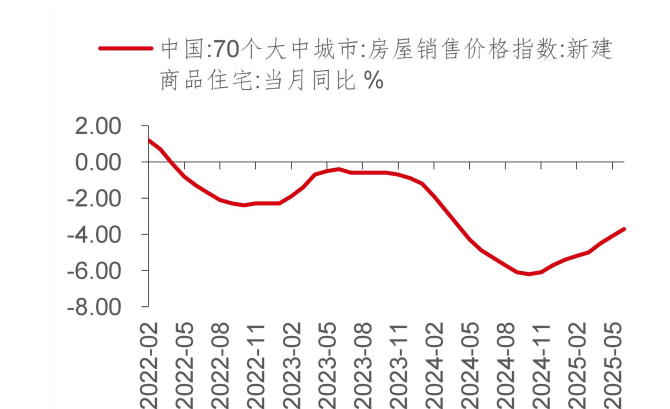
资料来源：华金证券研究所，wind（注：2025 年 7 月数据截至 7 月 23 日）

图 5：IMF 预测美国 GDP 增速可能放缓



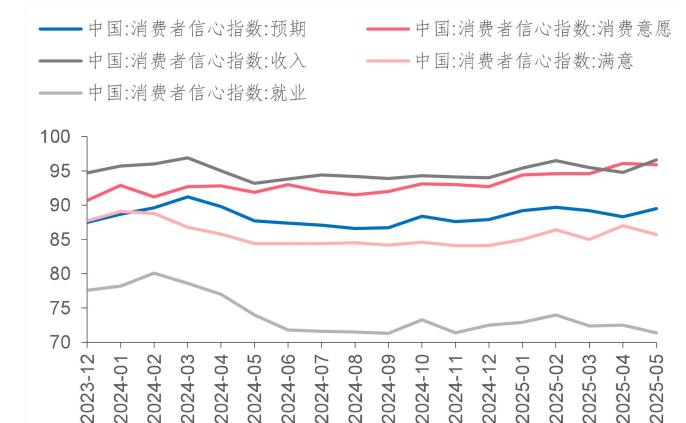
资料来源：华金证券研究所，wind

图 6：70 个大中城市新建商品住宅房屋销售价格指数同比回升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 7：消费者收入和预期信心指数回升

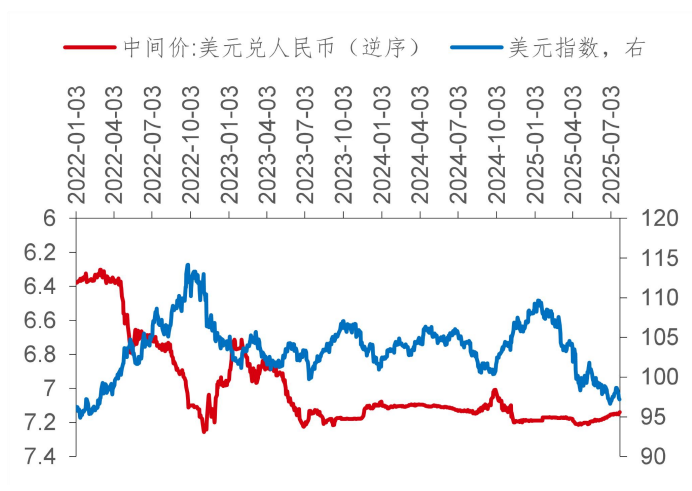


资料来源：华金证券研究所，wind

8 月流动性可能维持宽松。（1）8 月宏观流动性仍可能维持宽松。一是海外方面：首先，近期美联储召开历史上首次银行资本监管公开会议，表明监管重心转向支持增长，同时美国里士满联邦储备银行最新发布的制造业调查显示，第五联储辖区的制造业活动在七月份进一步恶化，综合制造业指数连续第五个月处于负值区间，显示需求继续下滑，同时制造业企业在人员招聘方面更加谨慎，美国经济和通胀缓慢回落的趋势短期可能持续，美联储 9 月降息仍是大概率；其次，美元指数受关税暂缓截止日期临近、政策不确定性等因素影响继续下滑，8 月美元指数可能继续维持低位震荡，海外对国内宽松的掣肘有限。二是国内方面，7 月 18 日央行通过公开市场操作投放流动性超过 1.3 万亿，同时 8 月国内将有 3000 亿元 MLF 到期，在保增长压力下央行有望进一步加大流动性投放力度。（2）8 月股市资金可能加速流入。一是外资来看，2015 至 2024 年的十年期间，外资净流入 7 次，净流入均值分别 31.2 亿元，在当前经济修复预期和人民币汇率升值下今年 8 月外资可能进一步加速流入 A 股。二是融资上，在反内卷政策和流动性宽松、中美缓和等因素推动下 A 股市场情绪明显回升，7 月以来（截至 7/24）融资净流入规模已超过 900 亿元，在政策和流动性继续宽松等因素推动下今年 8 月市场情绪可能维持高水平，融资有望进一步持续流入。三是新发基金来看，历史上机构重仓股表现与新发基金密切相关，2020 和 2021

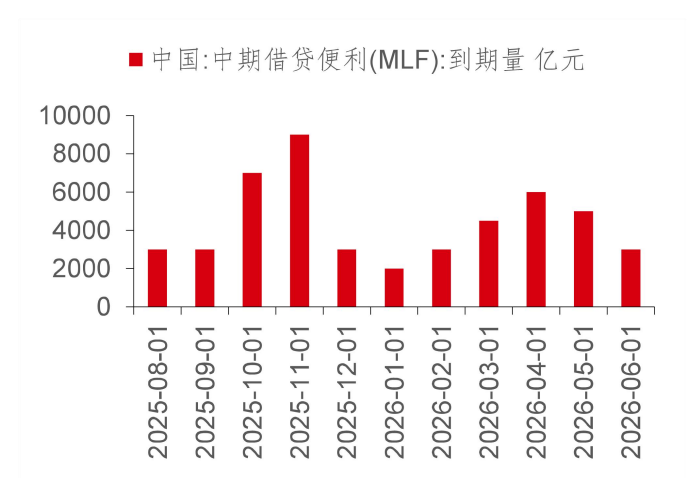
年全年偏股型新发基金每年成立规模均在 2 万亿份以上，而短期大金融、大盘成长等机构偏好的方向表现偏强，可能导致 8 月新发基金规模进一步上升。

图 8：人民币汇率近期有所回升



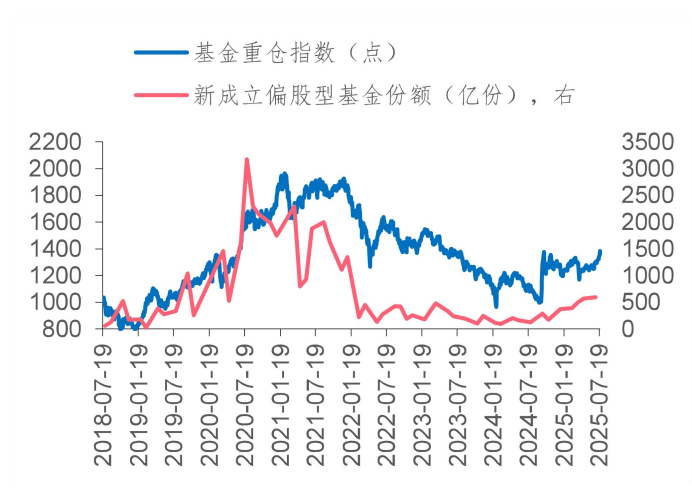
资料来源：华金证券研究所，wind

图 9：2025 年 8 月将有 3000 亿元 MLF 到期



资料来源：华金证券研究所，wind

图 10：基金重仓股行情较好时可能吸引机构资金的流入



资料来源：华金证券研究所，wind

图 11：8 月外资多流入 A 股

年份	外资净流入 (亿元)	融资净流入 (亿元)	新成立偏股型 基金份额 (亿份)
2015	214.32	-2793.40	245.21
2016	149.17	359.60	571.42
2017	270.28	454.50	242.53
2018	354.53	-340.60	130.86
2019	132.06	159.91	160.83
2020	-20.29	537.19	2292.25
2021	269.05	592.80	2000.53
2022	127.13	-169.67	428.36
2023	-896.83	-89.49	189.45
2024	-287.27	-322.81	107.18

资料来源：华金证券研究所，wind（注：2024 年 8 月外资数据统计截至 8/16）

二、八月行业配置：建议逢低配置周期和科技成长

（一）8 月风格可能偏均衡，成长和周期可能相对占优

8 月风格可能偏均衡，成长和周期风格可能相对占优。（1）复盘历史，8 月金融、成长和消费风格相对占优：一是 2010 年以来 15 年中，金融有 9 年、成长有 9 年、消费有 10 年在 8 月相对沪深 300 有超额收益；二是 8 月金融占优主要受宏观政策积极、市场情绪偏弱等驱动，成长占优主要受产业趋势上行、政策支持、流动性宽松等因素驱动，消费风格占优主要受 8 月消费旺季和政策支持驱动：金融风格上，2018 年由于逆周期调节政策、贸易摩擦加剧，2021 年由于绿

色金融政策、疫情反复，2022 年由于退税减税降费、地缘政治冲突持续，金融由于具有稳定性而占优；成长风格上，2010 年 3G 技术，2012 年智能手机，2014 年 4G 技术产业趋势上行，政府出台一系列支持科技创新相关政策，且当时流动性相对宽松下，成长风格 8 月表现占优；消费风格上，2010 年由于推进家电、汽车下乡，2014 年由于促进市场公平竞争政策、2019 年由于促消费政策，叠加 8 月旺季下消费风格 8 月占优。（2）今年 8 月，成长、周期（包括大金融等）可能相对占优：首先，今年 8 月政策积极和流动性偏宽松且市场情绪偏积极，因此受益于科技创新政策和流动性宽松的科技成长、受益于反内卷政策的周期、受益于市场情绪回升的券商等可能相对偏强；其次，今年 8 月在反内卷政策实施下经济和盈利可能改善，因此受益于盈利预期回升的周期和消费可能相对偏强。

图 12：2010-2024 年 8 月金融、消费、成长相对占优

相对沪深300 超额收益 (%)	金融	周期	消费	成长	稳定
2010	-5.3%	4.8%	9.7%	8.8%	-0.2%
2011	2.1%	-1.8%	2.4%	0.5%	-1.5%
2012	-0.2%	2.9%	2.9%	6.4%	3.6%
2013	1.2%	1.9%	-0.9%	-0.8%	3.5%
2014	-1.7%	4.9%	3.1%	7.5%	3.6%
2015	-1.1%	-3.7%	-3.0%	-9.1%	1.8%
2016	3.0%	-0.3%	0.0%	1.2%	1.8%
2017	-0.1%	0.9%	0.7%	3.2%	-0.6%
2018	3.7%	-2.2%	-4.6%	-2.3%	-1.0%
2019	-3.6%	-1.8%	5.4%	1.8%	-3.2%
2020	0.1%	1.5%	1.1%	-2.9%	-0.2%
2021	4.9%	13.8%	-4.3%	0.9%	8.3%
2022	4.5%	-2.6%	1.6%	-3.3%	3.2%
2023	0.4%	-0.1%	1.2%	0.4%	-0.6%
2024	0.8%	-1.2%	1.4%	-2.8%	-2.3%
超额收益次数	9	7	10	9	7

资料来源：华金证券研究所，wind

8 月哑铃策略（科技+红利的配置）超额收益可能相对有限。一是复盘历史，首先，2011 年以来的 14 年中 TMT 有 9 年、中证红利有 7 年、茅指数有 7 年相对沪深 300 有超额收益；其次，哑铃策略不占优（茅指数涨幅超过 TMT 和红利指数）时主要受经济和盈利预期改善、流动性宽松等因素驱动，如 2013 年 8 月经济企稳向好，出口、工业企业利润增速均回升，茅指数相对中证红利走强；2015 年 8 月央行降息，流动性相对宽松，TMT 和中证红利超额收益均为负；2019 年 8 月核心资产大幅走强，茅指数超额收益达到 7.3%，TMT 超额收益较茅指数低 4.8%且受红利拖累（超额收益为-2.6%），哑铃策略表现较弱。二是今年 8 月哑铃策略超额收益可能相对有限：首先，反内卷政策实施可能导致今年 8 月经济和盈利预期改善，核心资产表现可能相对占优；

其次，在经济修复预期上升、人民币汇率升值背景下，国内流动性大概率维持宽松，叠加科技创新、军工、创新等支持政策和人工智能产业趋势上行，科技成长和部分核心资产表现可能相对占优。

图 13：2011-2024 年 8 月 TMT、中证红利、茅指数相对沪深 300 超额收益一览

相对沪深300 超额收益 (%)	TMT指数	中证红利	茅指数
2011	2.5%	-0.9%	1.0%
2012	12.8%	1.0%	5.4%
2013	3.1%	-0.1%	3.1%
2014	9.5%	1.0%	3.7%
2015	-2.2%	-1.1%	-0.4%
2016	0.4%	-0.1%	-2.9%
2017	4.9%	-1.1%	2.8%
2018	-1.4%	-0.4%	1.0%
2019	2.5%	-2.6%	7.3%
2020	-0.5%	0.6%	-2.4%
2021	-0.1%	11.0%	-6.5%
2022	0.0%	4.0%	-1.1%
2023	5.3%	2.1%	-1.2%
2024	-0.3%	0.2%	-1.3%
超额收益次数	9	7	7

资料来源：华金证券研究所，wind

（二）8 月周期和科技成长可能相对占优

短期低估值蓝筹和成长可能相对占优。一是复盘历史，PPI 同比增速回升后的三个月内（2000 年以来 PPI 当月同比改善的拐点有 8 次，分别是 2002 年 2 月、2003 年 10 月、2007 年 7 月、2009 年 7 月、2012 年 9 月、2015 年 9 月、2020 年 5 月、2023 年 6 月），政策导向和高景气的行业占优：首先，政策支持的行业相对占优，如 2002/2-2002/4 的军工和房地产，2009/7-2009/9 的汽车、2012/9-2012/11 的房地产和家电，2023/6-2023/8 的房地产、汽车和家电；其次，高景气的行业相对占优。如 2002/2-2002/4 的美容护理，2003/10-2003/12 的钢铁、煤炭和有色金属，2007/7-2007/9 的煤炭、有色和非银，2009/7-2009/9 的美容护理和医药，2012/9-2012/11 的汽车，2015/9-2015/11 的计算机和电子，2020/5-2020/7 的社服、医药和美容护理。二是当前来看，低估值蓝筹和科技成长可能相对占优：首先，政策支持的行业相对占优，当前政策支持的行业主要集中在科技成长和“反内卷”相关的电力设备、汽车、钢铁、煤炭、化工、农林牧渔等周期行业上；其次，当前景气度向上的行业主要集中在人工智能和机器人相关的 TMT、机械等科技行业以及有色金属、化工等涨价相关的周期行业上。

图 14：宏观环境边际改善的区间共有 8 段



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 15：宏观环境边际改善时，行业涨跌幅前 10 名

行业涨跌幅 (%)							
2002/2/1		2003/10/1		2007/7/1		2009/7/1	
2002/4/30		2003/12/31		2007/9/30		2009/9/30	
国防军工	23.2	钢铁	24.2	煤炭	107.0	美容护理	16.5
美容护理	22.2	煤炭	17.5	有色金属	92.4	汽车	11.9
房地产	20.5	有色金属	16.7	非银金融	70.7	医药生物	10.1
电力设备	19.4	石油石化	15.8	钢铁	61.5	国防军工	8.6
农林牧渔	18.1	公用事业	14.6	国防军工	53.6	食品饮料	8.3
商贸零售	17.1	通信	8.1	交通运输	46.7	家用电器	7.0
汽车	16.9	交通运输	8.1	汽车	43.4	基础化工	4.1
社会服务	16.8	银行	7.9	房地产	43.3	轻工制造	3.9
非银金融	16.7	基础化工	5.6	轻工制造	43.2	电力设备	3.7
建筑材料	16.5	汽车	3.7	银行	42.3	通信	2.6
2012/9/1		2015/9/1		2020/5/1		2023/6/1	
2012/11/30		2015/11/30		2020/7/31		2023/8/31	
房地产	4.1	计算机	35.1	社会服务	89.1	房地产	6.9
家用电器	3.8	综合	26.5	医药生物	41.9	汽车	6.8
汽车	2.2	电子	26.4	美容护理	41.0	家用电器	6.3
建筑材料	2.0	传媒	24.3	食品饮料	38.9	非银金融	5.3
建筑装饰	0.6	通信	21.7	电力设备	33.2	建筑材料	4.1
银行	0.1	环保	21.7	国防军工	32.1	食品饮料	3.4
钢铁	-2.1	非银金融	20.2	有色金属	31.1	轻工制造	3.3
美容护理	-2.6	基础化工	20.1	电子	30.0	纺织服饰	1.3
石油石化	-3.4	汽车	19.6	商贸零售	29.7	钢铁	0.8
公用事业	-5.0	电力设备	19.4	传媒	28.2	石油石化	0.6

资料来源：wind, 华金证券研究所

（三）日历效应上，8 月周期和消费表现相对占优

日历效应上，8月周期和消费表现相对占优。2010年以来的15年中，8月涨幅第一的有8次周期（包括农林牧渔和银行）（2010、2017、2018、2020、2021、2022、2023、2024）、4次消费（包括医药）（2011、2013、2014、2019）、1次电子（2012）。

图 16：2011-2024 年 8 月涨幅 TOP10 行业一览

TOP10行业涨跌幅（%）										
排名	2010年8月		2011年8月		2012年8月		2013年8月		2014年8月	
1	农林牧渔	13.3	社会服务	2.5	电子	8.2	商贸零售	17.0	社会服务	8.8
2	医药生物	12.7	美容护理	-0.5	计算机	5.7	社会服务	13.3	环保	8.6
3	社会服务	12.7	银行	-0.5	传媒	3.6	美容护理	11.9	综合	8.1
4	商贸零售	12.3	传媒	-0.6	通信	2.0	纺织服饰	10.0	传媒	7.5
5	电子	11.9	农林牧渔	-0.9	医药生物	1.7	汽车	9.9	计算机	6.8
6	食品饮料	11.6	纺织服饰	-1.4	基础化工	1.7	有色金属	9.6	纺织服饰	6.4
7	有色金属	11.4	计算机	-1.6	轻工制造	1.7	综合	9.3	公用事业	6.1
8	国防军工	11.0	环保	-2.0	环保	1.1	轻工制造	9.0	钢铁	5.9
9	电力设备	9.9	房地产	-2.2	石油石化	0.9	计算机	9.0	机械设备	5.3
10	美容护理	9.6	商贸零售	-2.4	综合	0.8	煤炭	8.7	石油石化	5.0
排名	2015年8月		2016年8月		2017年8月		2018年8月		2019年8月	
1	综合	-7.6	综合	10.3	钢铁	7.1	银行	-1.0	医药生物	6.6
2	建筑材料	-8.0	建筑装饰	9.8	美容护理	6.8	石油石化	-1.0	国防军工	4.6
3	交通运输	-8.3	环保	9.6	非银金融	6.4	非银金融	-2.9	电子	4.4
4	美容护理	-8.5	钢铁	7.8	环保	5.5	煤炭	-3.0	计算机	3.1
5	轻工制造	-9.5	建筑材料	7.4	通信	5.2	计算机	-3.1	美容护理	3.0
6	公用事业	-9.7	煤炭	6.1	有色金属	4.9	房地产	-5.0	有色金属	2.1
7	商贸零售	-9.8	非银金融	5.6	农林牧渔	4.7	国防军工	-6.0	社会服务	2.0
8	食品饮料	-10.0	商贸零售	5.2	电子	4.3	建筑装饰	-6.2	农林牧渔	0.8
9	纺织服饰	-10.7	公用事业	4.9	综合	3.8	基础化工	-6.7	传媒	0.3
10	汽车	-12.1	传媒	4.9	国防军工	3.5	建筑材料	-6.8	综合	-1.2
排名	2020年8月		2021年8月		2022年8月		2023年8月		2024年8月	
1	石油石化	7.4	有色金属	18.0	石油石化	4.1	煤炭	-2.1	煤炭	-0.9
2	国防军工	7.0	钢铁	17.6	综合	2.4	石油石化	-3.3	传媒	-1.6
3	环保	6.3	国防军工	16.4	非银金融	2.2	计算机	-3.7	银行	-1.7
4	交通运输	5.3	基础化工	12.5	传媒	1.1	环保	-3.9	非银金融	-1.9
5	农林牧渔	5.0	环保	11.7	交通运输	1.1	国防军工	-3.9	家用电器	-1.9
6	汽车	5.0	公用事业	11.6	轻工制造	0.8	通信	-3.9	食品饮料	-2.4
7	机械设备	4.9	综合	10.6	食品饮料	0.7	公用事业	-4.5	综合	-2.5
8	轻工制造	4.8	建筑装饰	9.2	农林牧渔	0.5	医药生物	-4.8	纺织服饰	-2.7
9	银行	4.8	机械设备	9.1	公用事业	-0.5	美容护理	-4.9	社会服务	-2.9
10	基础化工	4.1	建筑材料	9.0	社会服务	-1.0	电子	-5.0	医药生物	-3.3

资料来源：华金证券研究所，wind

（四）传媒、建材、农林牧渔等已披露可比口径下中报增速较高

已披露可比口径下，传媒、建材、农林牧渔、交运和计算机中报盈利增速占优。截至2025/07/25，我们使用整体法对A股各行业2025H1已披露业绩预告的公司（取盈利上下限均值）对比2024H1进行测算，统计后我们发现：一是排名前五名的行业为传媒、建材、农林牧渔、交通运输和计算机，增长率分别为562.6%、253.7%、215.4%、163.1%、141.9%；二是排名后五名的行业为轻工制造、石油石化、房地产、国防军工和煤炭，分为-242.2%、-158.1%、-101.5%、-39.4%、-36.8%。

图 17：已披露可比口径下周期、成长行业中报盈利增速占优(截至 2025/07/25)

中信一级行业	披露率(%)	可比口径盈利同比(%)	Wind一致预测净利润同比(%)
房地产	69.8	-101.5	40.5
煤炭	63.9	-36.8	-16.9
非银行金融	57.1	87.0	5.5
建材	51.7	253.7	93.8
综合金融	50.0	-8.6	23.9
农林牧渔	49.5	215.4	19.9
钢铁	49.1	76.1	732.0
消费者服务	48.2	-14.6	23.1
综合	45.8	7.0	10.0
有色金属	45.2	79.7	41.0
纺织服装	41.0	27.6	28.5
商贸零售	37.9	-27.0	46.0
通信	35.8	74.7	12.3
传媒	35.5	562.6	119.1
轻工制造	33.3	-242.2	42.8
食品饮料	32.8	-13.7	9.3
石油石化	32.7	-158.1	5.7
汽车	31.6	-24.8	43.6
建筑	30.7	62.3	7.5
国防军工	28.5	-39.4	108.7
基础化工	28.4	30.2	49.2
电力设备及新能源	25.9	21.2	111.6
交通运输	25.0	163.1	3.9
电子	23.7	44.3	66.3
电力及公用事业	23.5	21.0	9.8
家电	22.6	67.0	13.4
计算机	21.3	141.9	150.0
医药	19.6	47.9	29.7
机械	16.7	72.0	39.0
银行	9.5	12.3	0.7

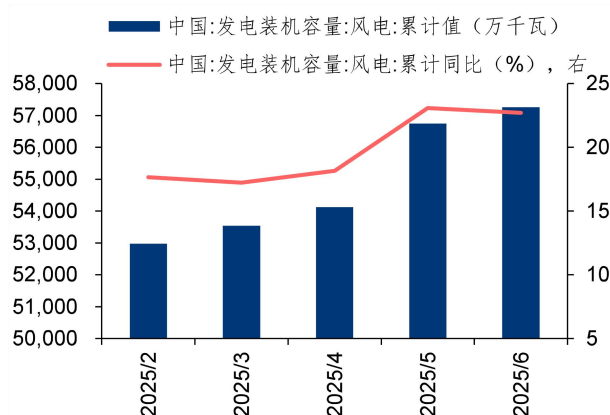
资料来源：wind, 华金证券研究所（注：数据统计截至 2025/7/25）

（五）8 月建议逢低配置周期和科技成长

8 月建议均衡配置受益于反内卷政策和盈利预期可能改善的电新、有色金属、快递、化工、大金融等行业。（1）电新：一是风电发电装机容量持续增长，6 月发电装机容量累计值为 57260 万千瓦，累计同比增长 22.7%；二是 7 月 16 日，国务院常务会议明确提出要着眼于推动新能源汽车产业高质量发展，切实规范新能源汽车产业竞争秩序，7 月 17 日，中央第四督导组对“综合整治新能源汽车行业非理性竞争问题”进行专题调研座谈。（2）有色金属：一是铝、锌、铅、铜现货价自 7 月 15 日以来均呈上涨趋势；二是 7 月 22 日，中国有色金属工业协会召开座谈会，工信部原材料工业司肯定行业上半年成绩，强调支持产能置换、资源保障等工作。（3）快递：国家邮政局会议上强调，按照“五统一、一开放”基本要求，进一步加强行业监管，完善邮政快递领域市场制度规则，旗帜鲜明反对“内卷式”竞争。（4）化工：6-7 月，万凯新材、逸盛石化、华润材料等多家企业规划减产，预计共减产约 256 万吨。（5）大金融：7 月 23 日，人民银行行为

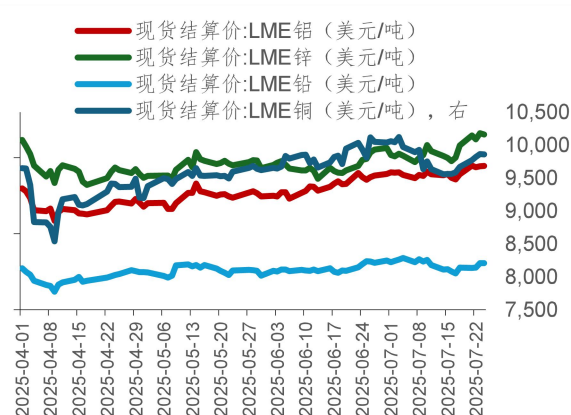
维护银行体系流动性合理充裕，以利率招标方式开展 1505 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.40%，有效对冲市场资金到期压力，稳定短期资金面。

图 18：风电发电装机容量持续增长



资料来源：华金证券研究所，wind

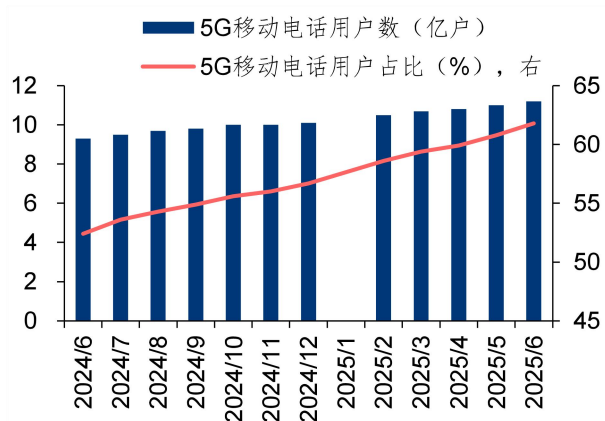
图 19：铝、锌、铅、铜现货价拐头向上



资料来源：华金证券研究所，wind

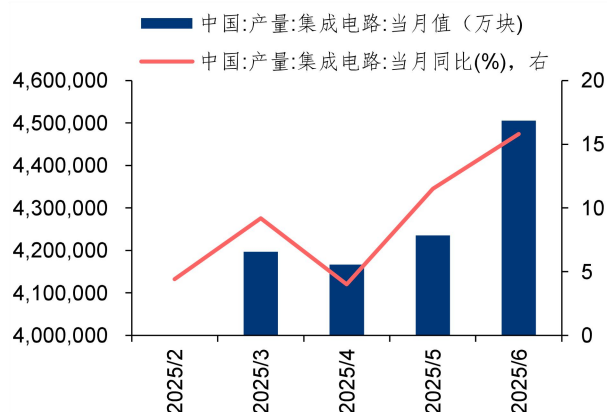
8 月建议继续均衡配置政策和产业趋势向上的计算机（AI 应用）、电子（消费电子、半导体）、传媒（AI 应用、游戏）、通信（算力）、军工、机器人、创新药等。（1）计算机：一是今年 8 月，OpenAI 将正式发布下一代大模型 GPT-5，开源模型也即将上线，赶在 GPT-5 前夕，是一款类似 o3 mini 的开源语言模型；二是 7 月 25-27 日，第二届中国计算机学会分布式计算大会在兰州举行，主题为“算力网：新质生产力背景下的分布式系统”。会议设置 12 场主旨报告及 23 场技术论坛，吸引 1200 余名专家学者参会。（2）电子：一是中国集成电路产量在六月达到 450.6 亿块，同比增长 15.8%；二是 7 月 22 日，XREAL One Pro AR 眼镜在京东、天猫平台开启预售，首日预约量超 2.6 万人，该产品以“佩戴无感，体验超感”为核心，推动 AR 技术从极客圈层向大众消费市场渗透，引领消费电子升级趋势。（3）传媒：7 月 23 日，BIRTV2025 在北京举办，以“全媒体超高清强智能”为主题，吸引全球 500 余家展商参展，中央广播电视总台发布央视视听媒体大模型 2.0 及超高清 NVI 融媒体制作平台，推动传媒行业技术革新。（4）通信：一是截止 6 月末，5G 移动电话用户达 11.18 亿户，占移动电话用户的 61.8%，移动电话用户数同比增长 20.4%；二是 2025 中国联通合作伙伴大会在上海举行，在大会期间，中国联通发布多项技术成果、行动计划和最新赋能产品，与合作伙伴并肩前行，共绘发展图景。（5）军工：7 月 21 日，在中国兵器工业集团举办的军贸陆域无人人与反无人作战体系主题开放日上，其最新研制的激光反无系统与异构集群无人机编队首次公开进行实装动态演示，带来一场充满未来感的实战对抗。（6）机器人：7 月 22 日，智元机器人官网正式上架智元 D1 Ultra，专为特种及行业应用设计，最高奔跑速度 3.7m/s，支持 16cm 楼梯连续攀爬，定位为“行业级小型四足机器人标杆”。（7）创新药：征祥医药与济川药业共同宣布 1 类创新药济可舒（玛硒洛沙韦片）正式获得中国国家药品监督管理局批准上市，适用于成人单纯性流感患者的治疗。

图 20: 5G 移动电话用户数稳步提升



资料来源：华金证券研究所，工信部

图 21: 集成电路产量回升



资料来源：华金证券研究所，wind

三、风险提示

- 1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。
- 2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- 3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn