

长风破浪会有时

相关研究报告

<<抉择>>--2025-09-09

<<破云>>--2025-07-29

<<窄门 2>>--2025-07-25

<<窄门 1>>--2025-07-11

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522040001

证券分析师：徐梓铭

E-MAIL: xuzm@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525050001

证券分析师：吴步升

E-MAIL: wubs@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524110002

短期 A 股面临的是交易结构、风偏所带来的波折，但长牛的逻辑依赖于资金长期流入的大趋势，操作上坚定牛市的战略思维，有回调再加仓是更优的选择。

短期内，A 股进入震荡整固期。我们当前的判断主要基于两个维度：一是牛市的推动者科技板块面临筹码结构相对拥挤，风偏下降的情形；二是边际走弱的经济基本面使得市场风格难以切换至低位的消费、顺周期板块。

市场赚钱效应下降，科技板块筹码结构相对拥挤，风偏走弱，需要以时间换空间。统计全 A 指数本轮上涨起点（6 月 23 日）至今（9 月 19 日）各板块贡献度看，指数上涨 18.18%，其中 TMT 板块贡献度 42%，电力设备、机械设备、医药、有色等板块次之，科技是此轮指数上涨的主要贡献者。但当前科技板块面临的不利因素有：1）市场赚钱效应开始下降，市场风险偏好开始整体走弱；本周市场上涨个股比例仅为 32%，已至这轮上涨的低位。2）TMT 筹码结构开始进入相对拥挤阶段，当前 TMT 板块占全 A 成交额比例已至 37%，23 年以来这一数值达 40%后通常会迎来回落，板块迎来阶段性回调。3）创业板指与科创 50 等两大指数出现量价背离的特征；科技作为本轮牛市的主推手，对应在指数上创业板指与科创 50 表现最优，但当前两大指数都呈现顶背离的技术分析特征。4）国庆节前的“日历效应”显示指数胜率不高，下跌概率更高；统计 10 年以来，国庆节前五个交易日的累计涨幅，节前指数下跌概率 60%，上涨概率 40%，国庆节前投资者更倾向于兑现收益以规避节假日的不确定性。

经济数据的边际走弱使得风格难以切换到消费、地产链中顺周期等低位板块。8 月经济数据无论是生产、投资、消费、出口，都较 7 月出现了边际走弱。货币政策上，9 月 LPR 报价维持不变，暂无降息意图。CPI 8 月同比-0.4%，较 7 月走弱；PPI 8 月同比-2.9%，较 7 月降幅收窄。“反内卷”带来的再通胀预期仍未传导到消费端，当前受益的是上游原材料端，映射在行业上有色、化工表现较好。风格切换至消费、地产链中顺周期等板块上需要 PPI、CPI 等数据持续好转走强，当前时机未至。

更长周期上我们认为牛市的进程依旧未完。衡量牛市进程的相关指标（股权风险溢价 ERP、经济的证券化率、居民存款搬家进程指标（8 月非银金融机构存款继续较大幅度上升））显示当前 A 股仍有较大上涨空间。配置上我们维持在《抉择》以及《窄门 2》中的观点。

美国经济状况依旧稳健，预计四季度软着陆和再通胀将重新成为叙事的中心。在关税战和连续不及预期的非农就业报告下，衰退和降息在过去两个季度占据了叙事主导，然而四季度这一叙事或将面临转折：一是就业数据未来预计将上修且回暖，在当前衰退叙事押注过度的背景下，预期的回摆只需要一份不差的就业报告。首先非农就业数据已经与中小企业

增加就业计划连续 3 个月背离，考虑到非农就业数据近期质量不佳，后续上修以及未来数据回暖的可能性极大。其次，非农的时薪和工时并不指向衰退，衰退前期工厂往往先进行工时缩减，后续是薪资调降，最后才是裁员。工时和薪资保持平稳说明了企业经营情况尚可，当下就业疲软或是企业面对关税不确定性下的短期保守行为。最后，职位空缺数持续保持在 700 万以上，属于疫情前较高水平，就业市场的韧性仍然存在。**二是美国经济稳中有升。**二季度在关税战的背景下，最新的美国二季度实际经济增长被上修至 3.3%，创下 2023 年四季度以来最高。此外，高频模型对三季度经济增长的预期持续上修，美联储在最新的预测中也对经济增长和通胀进行上调。随着衰退叙事导致整个美债利率曲线下移，金融市场的宽松预计将使得四季度增长预期进一步上行进而使得叙事向软着陆转移。9 月 FOMC 会议后，美债利率曲线熊陡，美元指数上行或只是软着陆叙事押注的开端。**三是核心通胀粘性较强，四季度再通胀将成为可能。**一方面衡量核心通胀广度压力的扩散指标基本回升至 2021 年的高位，显示通胀压力在各个领域扩散。另一方面超级核心通胀在 2023 年四季度美联储转向宽松后便已结束了下行趋势，并在远高于疫情前的水平上方企稳回升。随着市场对衰退和宽松押注，抵押贷款利率大幅下行，MBA 抵押贷款活动申请指数快速上行，可以预见的是未来美国住房市场带来的再通胀压力将回归。在此前就业数据不佳的背景下，市场持续忽视核心通胀的粘性，一旦后续就业数据回暖，软着陆预期引领市场进一步上涨后，再通胀、紧缩预期、美联储和白宫的独立性之争将成为下一阶段市场交易的重点。

此外，相较于美国，欧元区的财政叙事面临更大的挑战，两相叠加之下，美国“例外论”预计将重回投资者视野，美元指数将迎来反弹，美股仍是大类资产中最佳选择。美元指数迎来反弹除了上述的四季度对美国过度悲观的预期将迎来修正外，欧元区自身的弱势也是一大原因。**一是今年初有关德国将重整欧洲财政的叙事使得欧元走势背离基本面。**6 月份以来，欧元区的经济数据更弱于美国，但市场更聚焦于美国的就业放缓和欧洲的财政叙事，对欧洲疲软的数据较为忽视。从 5Y5Y 远期互换利率来看，市场对美欧的中性利率定价并无太大的变化，但美元已单边下行，汇率定价与利率已大幅且长期背离。**二是欧元大幅升值导致出口竞争力下降。**欧元区有效汇率已来到有数据以来最高（1998 年以来），出口订单信心指数大幅下行。**三是交易结构上看，欧元投机性多头已来到历史极限水平区间，而空头已“磨刀霍霍”近一个季度连续加仓。**自欧元区逐步走出欧债危机的负面影响后，25 万张左右的投机性多单就已属于极高水平，目前欧元投机性多头已有从高位开始撤退的迹象，但数量仍在 25 万张以上，空头在连续加仓后仍处于较低水平，交易结构上欧元多平空加还有较大空间。

风险提示：1. 贸易冲突加剧；2. 国内政策不及预期；3. 地缘风险超预期。

目录

一、	短期有扰动，长牛趋势不改	5
二、	四季度美国“例外论”预计将回归，美股仍是大类资产中最佳选择	9
三、	风险提示	16

图表目录

图表 1: 本轮指数上涨 TMT 是主要贡献者	6
图表 2: 上涨个股比例下降至低位	6
图表 3: TMT 板块成交额占比至较拥挤区间	6
图表 4: 创业板指量价背离	7
图表 5: 科创 50 量价背离	7
图表 6: 国庆节前上涨概率较低	7
图表 7: 8 月生产下滑	7
图表 8: 固定资产投资以及地产投资 8 月延续下滑	8
图表 9: 8 月出口、社零走弱	8
图表 10: 8 月 CPI 下滑, PPI 降幅收窄	8
图表 11: 8 月非银金融机构存款继续大幅上升	8
图表 12: 非农数据与中小企业增加就业计划连续 3 个月背离	10
图表 13: 非农时薪和工时并不指向衰退	10
图表 14: 职位空缺数在疫情前的高水平处企稳	11
图表 15: 美国二季度实际 GDP 增长上修后达 2023 年四季度以来最高值	11
图表 16: GDPNOW 模型对美国三季度 GDP 经济增长持续上修	12
图表 17: 随着美国抵押贷款利率下降, 贷款申请活动指数陡升	12
图表 18: 核心 PCE 扩散指数升值 2021 年高位	13
图表 19: 超级核心通胀早已结束下行趋势	13
图表 20: 欧元/美元走势 6 月以来与基本面持续背离	14
图表 21: 市场对美欧的中性利率定价近期并无明显变化	15
图表 22: 欧元有效汇率升值历史新高打击欧元区出口竞争力	15
图表 23: 欧元投机性多单已达历史极高区间, 空单数量则在低位持续增加	16

一、短期有扰动，长牛趋势不改

短期A股面临的是交易结构、风偏所带来的波折，但长牛的逻辑依赖于资金长期流入的大趋势，操作上坚定牛市的战略思维，有回调再加仓是更优的选择。

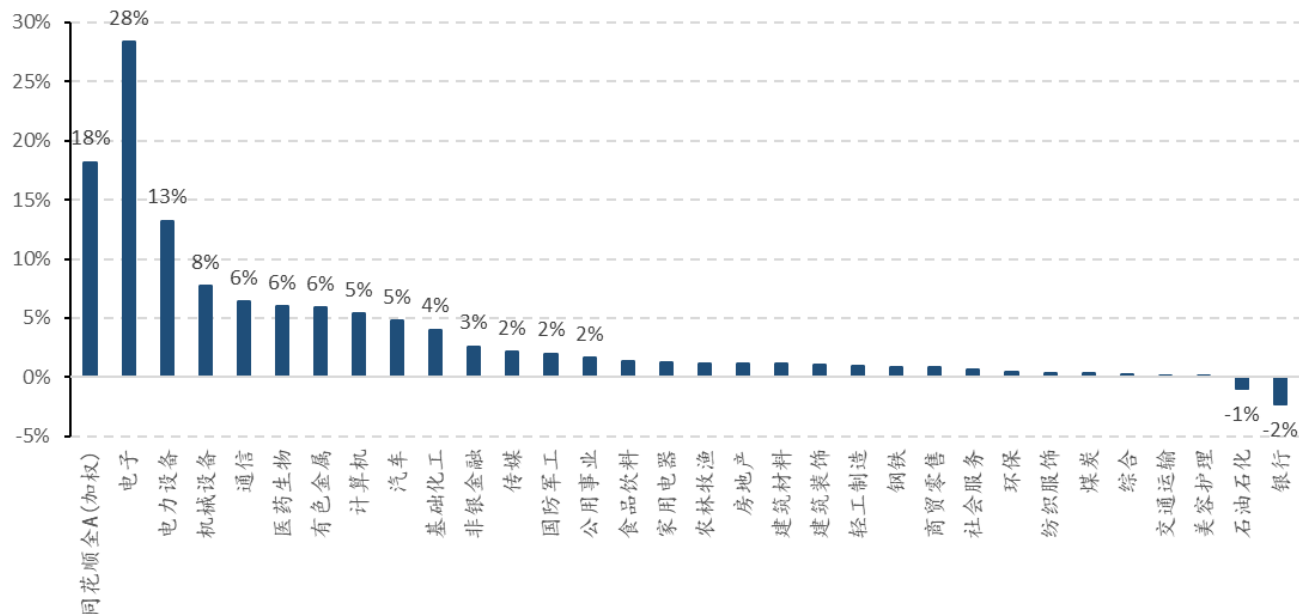
短期内，A股进入震荡整固期。我们当前的判断主要基于两个维度：一是牛市的推动者科技板块面临筹码结构相对拥挤，风偏下降的行情；二是边际走弱的经济基本面使得市场风格难以切换至低位的消费、顺周期板块。

市场赚钱效应下降，科技板块筹码结构相对拥挤，风偏走弱，需要以时间换空间。统计全A指数本轮上涨起点（6月23日）至今（9月19日）各板块贡献度看，指数上涨18.18%，其中TMT板块贡献度42%，电力设备、机械设备、医药、有色等板块次之，科技是此轮指数上涨的主要贡献者。但当前科技板块面临的不利因素有：1）市场赚钱效应开始下降，市场风险偏好开始整体走弱；本周市场上涨个股比例仅为32%，已至这轮上涨的低位。2）TMT筹码结构开始进入相对拥挤阶段，当前TMT板块占全A成交额比例已至37%，23年以来这一数值达40%后通常会迎来回落，板块迎来阶段性回调。3）创业板指与科创50等两大指数出现量价背离的特征；科技作为本轮牛市的主推手，对应指数上创业板指与科创50表现最优，但当前两大指数都呈现顶背离的技术分析特征。4）国庆节前的“日历效应”显示指数胜率不高，下跌概率更高；统计10年以来，国庆节前五个交易日的累计涨幅，节前指数下跌概率60%，上涨概率40%，国庆节前投资者更倾向于兑现收益以规避节假日的不确定性。

经济数据的边际走弱使得风格难以切换到消费、地产链中的顺周期等低位板块。8月经济数据无论是生产、投资、消费、出口，都较7月出现了边际走弱。货币政策上，9月LPR报价维持不变，暂无降息意图。CPI 8月同比-0.4%，较7月走弱；PPI 8月同比-2.9%，较7月降幅收窄。“反内卷”带来的再通胀预期仍未传导到消费端，当前受益的是上游原材料端，映射在行业上有色、化工表现较好。风格切换至消费、地产链中的顺周期等板块上需要PPI、CPI等数据持续好转走强，当前时机未至。

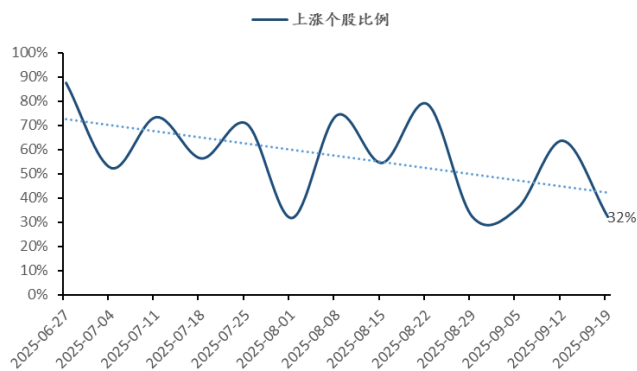
更长周期上我们认为牛市的进程依旧未完，衡量牛市进程的相关指标（股权风险溢价ERP、经济的证券化率、居民存款搬家进程指标（8月非银金融机构存款继续较大幅度上升））显示当前A股仍有较大上涨空间。配置上我们维持在《抉择》以及《窄门2》中的观点。

图表1：本轮指数上涨 TMT 是主要贡献者



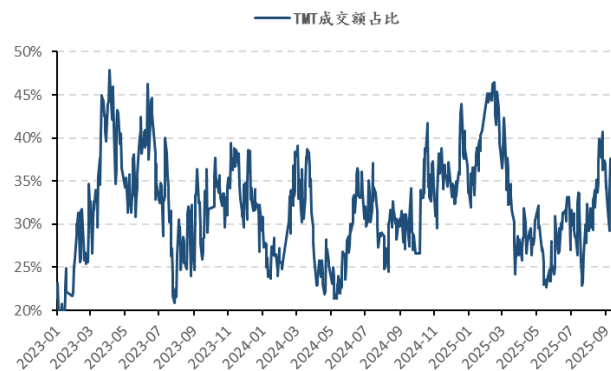
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表2：上涨个股比例下降至低位



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表3：TMT 板块成交额占比至较拥挤区间



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表4：创业板指量价背离



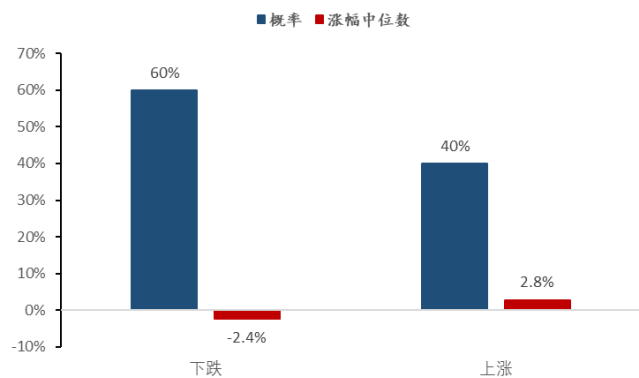
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表5：科创50量价背离



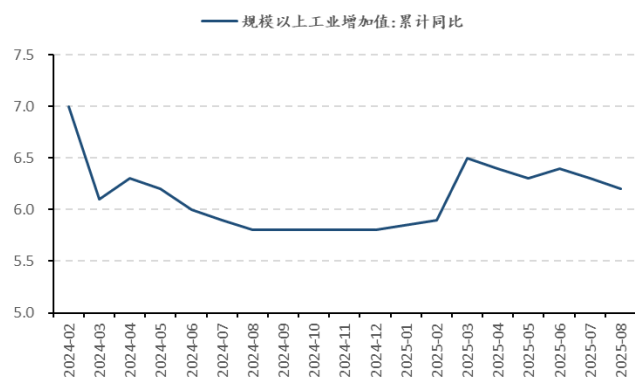
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表6：国庆节前上涨概率较低



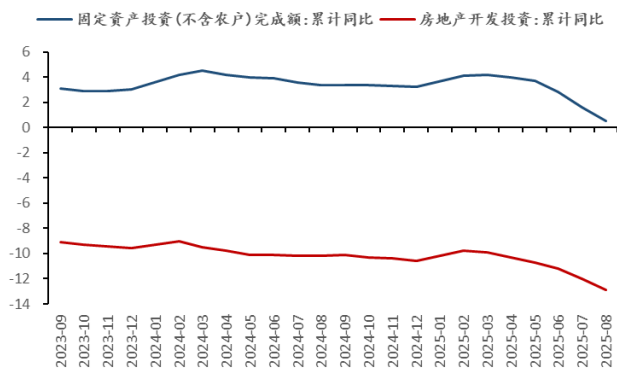
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表7：8月生产下滑



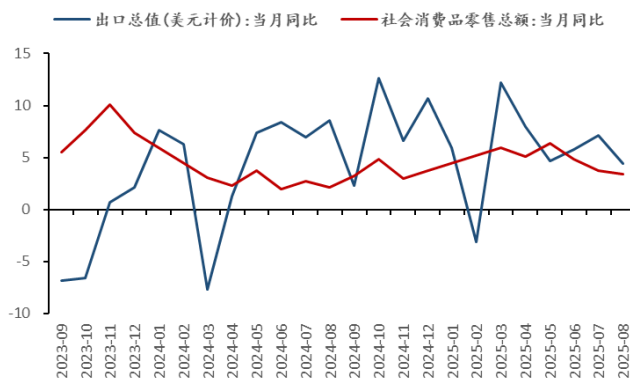
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表8：固定投资以及地产投资 8 月延续下滑



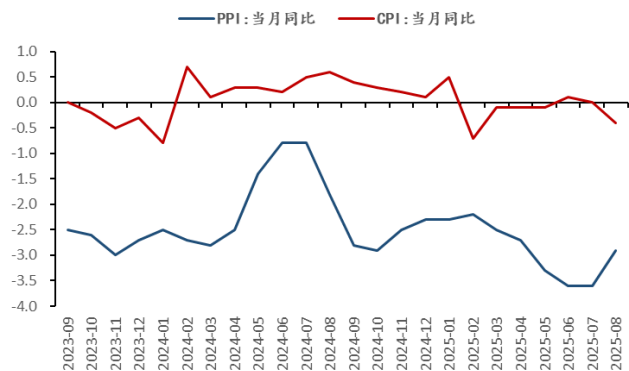
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表9：8 月出口、社零走弱



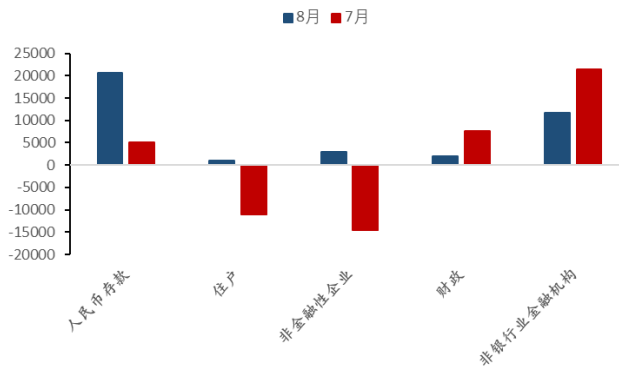
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表10：8 月 CPI 下滑，PPI 降幅收窄



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表11：8 月非银金融机构存款继续大幅上升

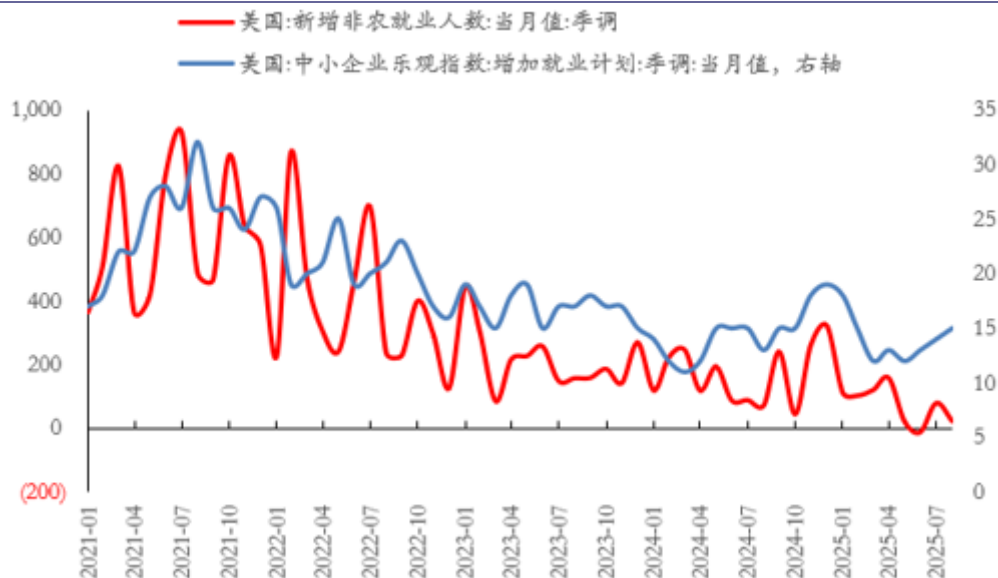


资料来源：iFind，太平洋证券整理

二、 四季度美国“例外论”预计将回归，美股仍是大类资产中最佳选择

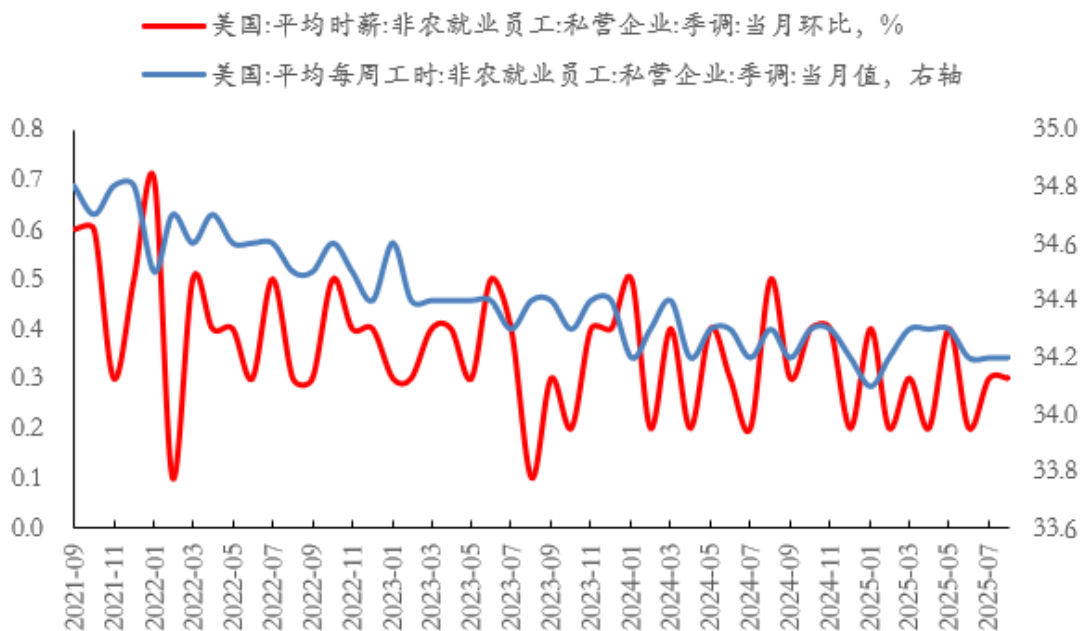
美国经济状况依旧稳健，预计四季度软着陆和再通胀将重新成为叙事的中心。在关税战和连续不及预期的非农就业报告下，衰退和降息在过去两个季度占据了叙事主导，然而四季度这一叙事或将面临转折：一是就业数据未来预计将上修且回暖，在当前衰退叙事押注过度的背景下，预期的回摆只需要一份不差的就业报告。首先非农就业数据已经与中小企业增加就业计划连续3个月背离，考虑到非农就业数据近期质量不佳，后续上修以及未来数据回暖的可能性极大。其次，非农的时薪和工时并不指向衰退，衰退前期工厂往往先进行工时缩减，后续是薪资调降，最后才是裁员。工时和薪资保持平稳说明了企业经营情况尚可，当下就业疲软或是企业面对关税不确定性下的短期保守行为。最后，职位空缺数持续保持在700万以上，属于疫情前较高水平，就业市场的韧性仍然存在。二是美国经济稳中有升。二季度在关税战的背景下，最新的美国二季度实际经济增长被上修至3.3%，创下2023年四季度以来最高。此外，高频模型对三季度经济增长的预期持续上修，美联储在最新的预测中也对经济增长和通胀进行上调。随着衰退叙事导致整个美债利率曲线下移，金融市场的宽松预计将使得四季度增长预期进一步上行进而使得叙事向软着陆转移。9月FOMC会议后，美债利率曲线熊陡，美元指数上行或只是软着陆叙事押注的开端。三是核心通胀粘性较强，四季度再通胀将成为可能。一方面衡量核心通胀广度压力的扩散指标基本回升至2021年的高位，显示通胀压力在各个领域扩散。另一方面超级核心通胀在2023年四季度美联储转向宽松后便已结束了下行趋势，并在远高于疫情前的水平上方企稳回升。随着市场对衰退和宽松押注，抵押贷款利率大幅下行，MBA抵押贷款活动申请指数快速上行，可以预见的是未来美国住房市场带来的再通胀压力将回归。在此前就业数据不佳的背景下，市场持续忽视核心通胀的粘性，一旦后续就业数据回暖，软着陆预期引领市场进一步上涨后，再通胀、紧缩预期、美联储和白宫的独立性之争将成为下一阶段市场交易的重点。

图表12：非农数据与中小企业增加就业计划连续3个月背离



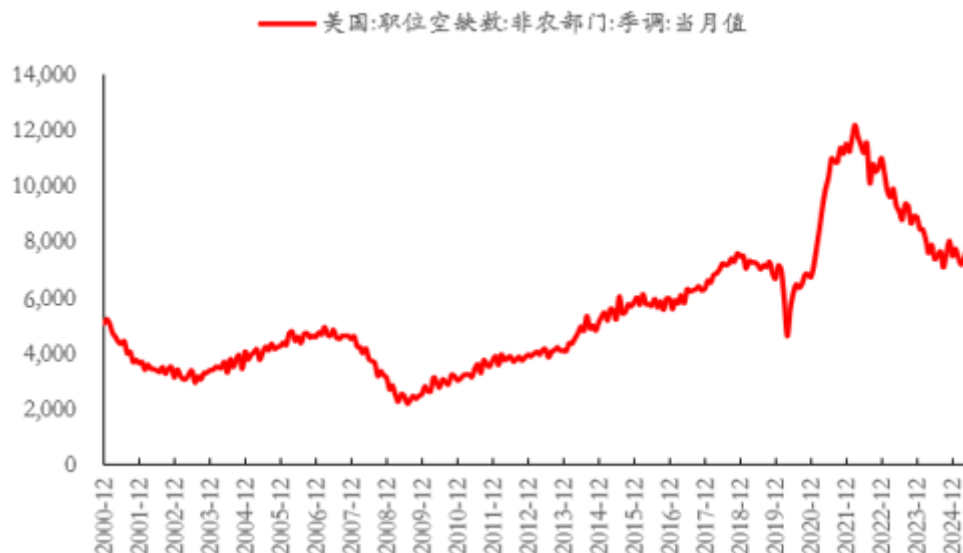
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表13：非农时薪和工时并不指向衰退



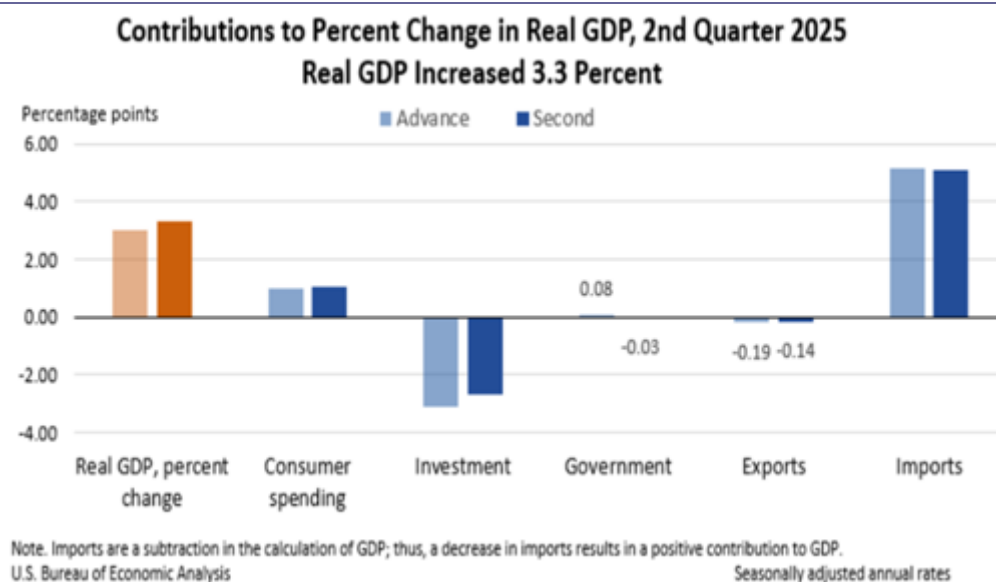
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表14：职位空缺数在疫情前的高水平处企稳



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表15：美国二季度实际 GDP 增长上修后达 2023 年四季度以来最高值



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表16: GDPNOW 模型对美国三季度 GDP 经济增长持续上修



资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表17: 随着美国抵押贷款利率下降, 贷款申请活动指数陡升



资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表18：核心 PCE 扩散指数升值 2021 年高位



资料来源：iFind, 太平洋证券整理

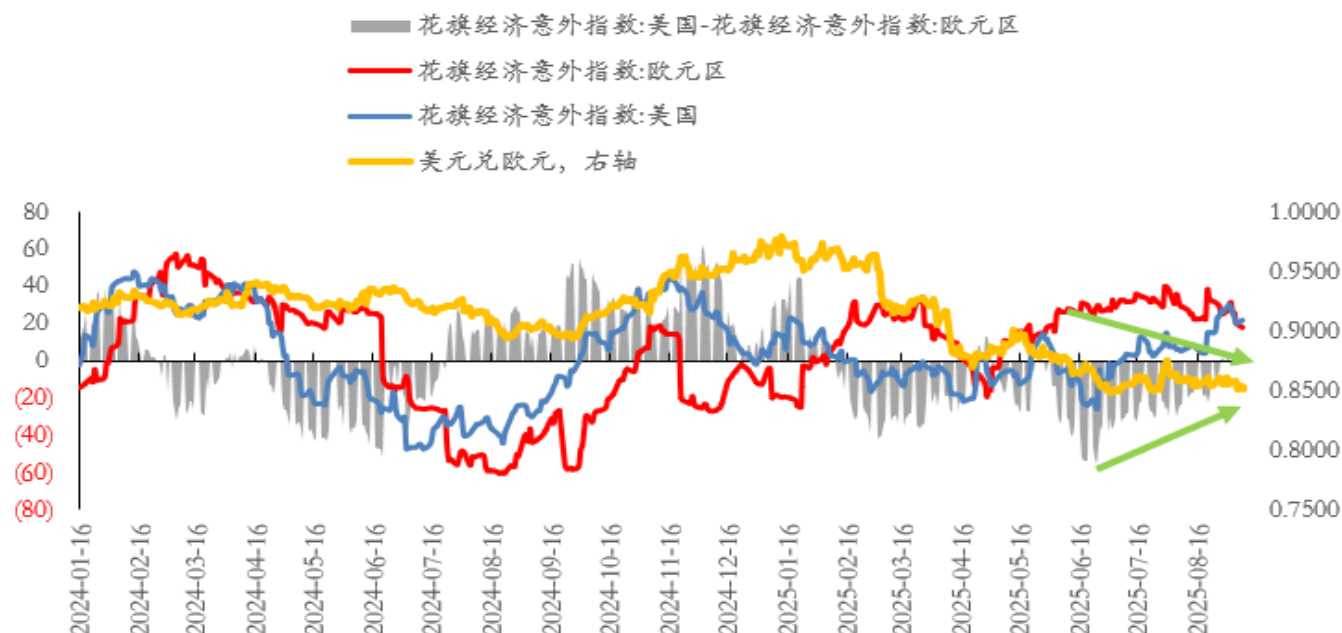
图表19：超级核心通胀早已结束下行趋势



资料来源：iFind, 太平洋证券整理

此外，相较于美国，欧元区的财政叙事面临更大的挑战，两相叠加之下，美国“例外论”预计将重回投资者视野，美元指数将迎来反弹，美股仍是大类资产中最佳选择。美元指数迎来反弹除了上述的四季度对美国过度悲观的预期将迎来修正外，欧元区自身的弱势也是一大原因。一是今年初有关德国将重整欧洲财政的叙事使得欧元走势背离基本面。6月份以来，欧元区的经济数据更弱于美国，但市场更聚焦于美国的就业放缓和欧洲的财政叙事，对欧洲疲软的数据较为忽视。从5Y5Y远期互换利率来看，市场对美欧的中性利率定价并无太大的变化，但美元已单边下行，汇率定价与利率已大幅且长期背离。二是欧元大幅升值导致出口竞争力下降。欧元区有效汇率已来到有数据以来最高（1998年以来），出口订单信心指数大幅下行。三是交易结构上看，欧元投机性多头已来到历史极限水平区间，而空头已“磨刀霍霍”近一个季度连续加仓。自欧元区逐步走出欧债危机的负面影响后，25万张左右的投机性多单就已属于极高水平，目前欧元投机性多头已有从高位开始撤退的迹象，但数量仍在25万张以上，空头在连续加仓后仍处于较低水平，交易结构上欧元多平空加还有较大空间。

图表20：欧元/美元走势6月以来与基本面持续背离



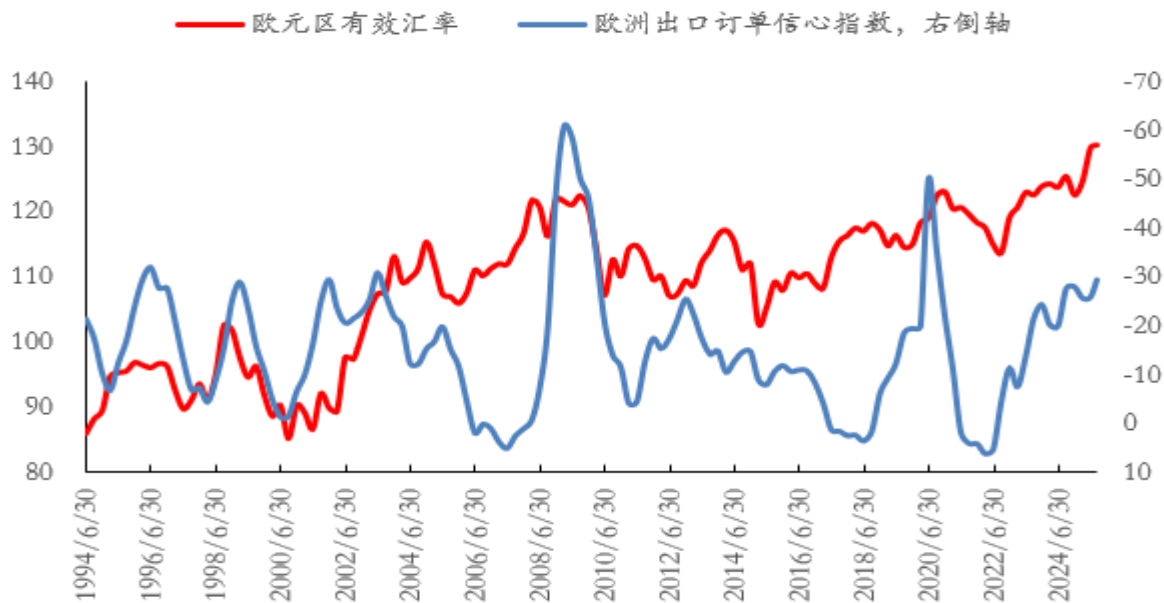
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表21：市场对美欧的中性利率定价近期并无明显变化



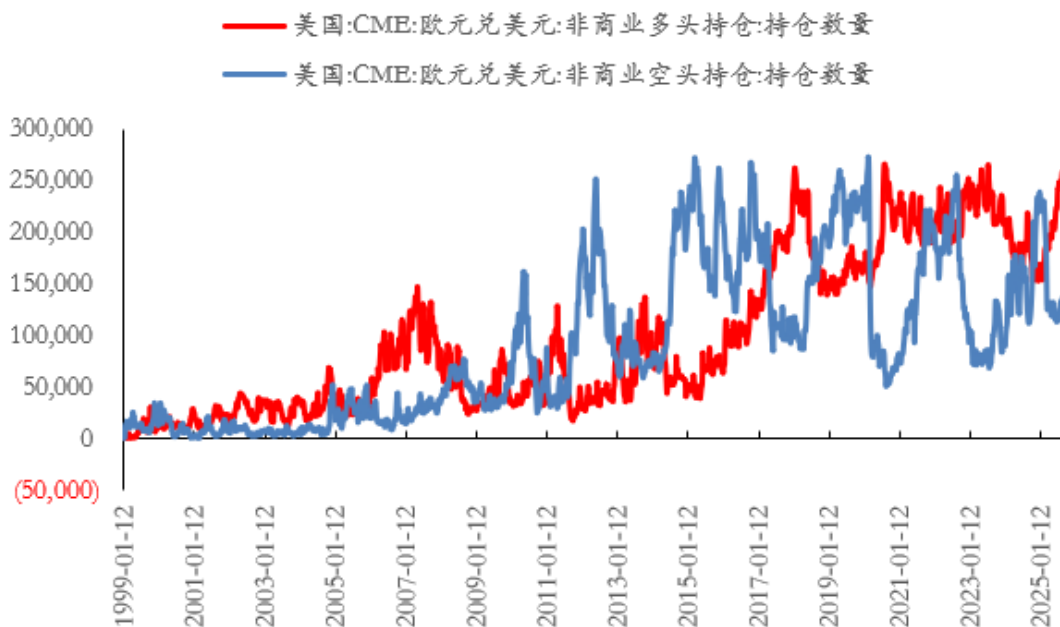
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表22：欧元有效汇率升值历史新高打击欧元区出口竞争力



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表23：欧元投机性多单已达历史极高区间，空单数量则在低位持续增加



资料来源：iFind，太平洋证券整理

三、 风险提示

1. 贸易冲突加剧；
2. 国内政策不及预期；
3. 地缘风险超预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。