



华发集团控股公司

证券研究报告
策略研究

慢牛进行时——A股四季度策略展望

华金证券研究所策略组

分析师: 邓利军 S0910523080001

2025年9月

本报告仅供华金证券客户中的专业投资者参考
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



核心观点

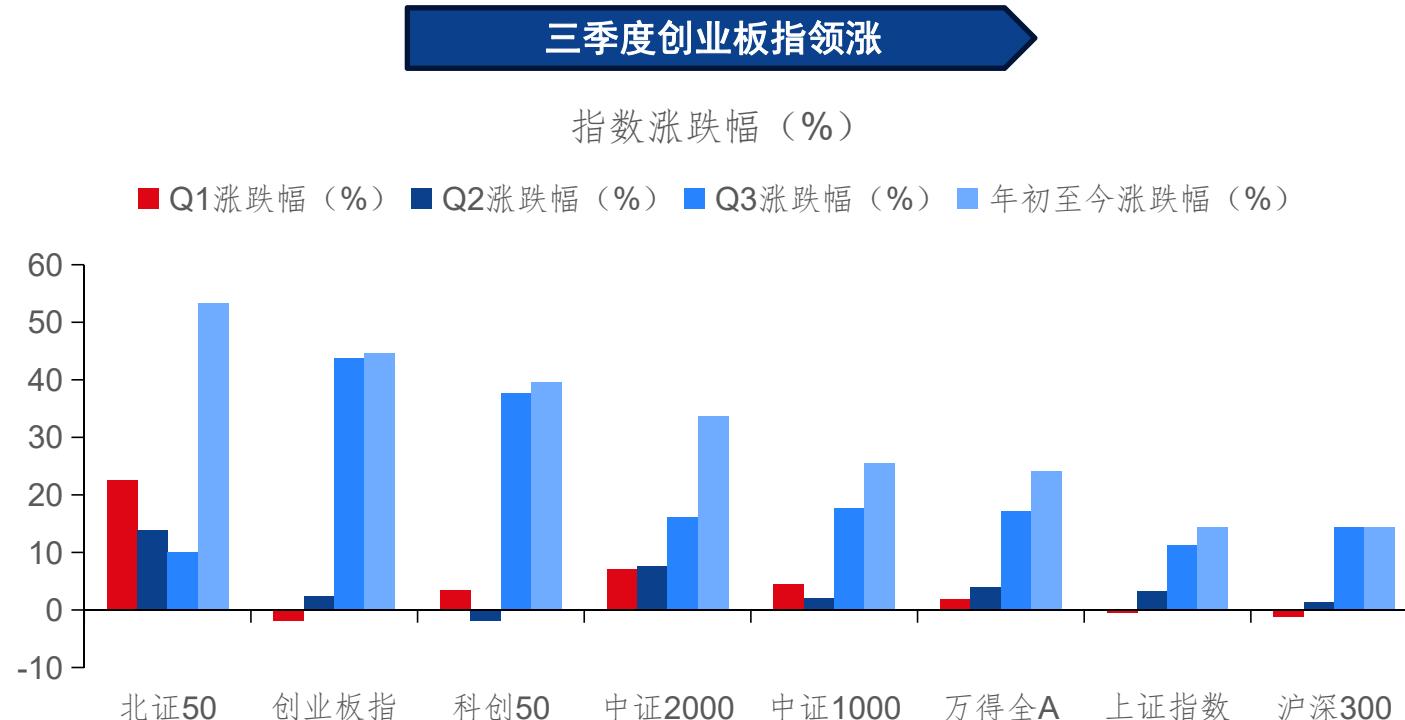
- ◆ **一、回顾与展望：**三季度A股呈现牛市行情，科技领涨；四季度A股可能延续慢牛趋势，但波动加大。
- ◆ **二、四季度市场主线：**四季度A股可能处于盈利结构性回升、信用继续修复的环境中，可能延续震荡偏强的慢牛趋势。
 - (1) 宏观环境：出口仍维持一定韧性，制造业和基建投资维持一定的增速，消费可能低位有所回升；美联储大概率继续降息。
 - (2) 市场主线：四季度受科技和周期等盈利可能结构性回升，信用可能继续修复，历史上A股表现可能震荡偏强。
 - (3) 盈利结构性回升、信用可能继续修复下，大盘和中小盘风格占优，产业趋势上行和政策导向的行业表现相对占优，当前指向科技和部分周期、消费。
- ◆ **三、四季度市场趋势：延续震荡偏强的慢牛趋势。**
 - (1) 四季度盈利继续维持低位修复态势。
 - (2) 四季度外资、融资、新发基金等可能继续流入，但IPO、减持等也可能上升。
 - (3) 股市估值已中性偏高，四季度政策依然偏积极，可能继续支撑风险偏好。
- ◆ **四、四季度行业配置：**四季度科技成长仍是主线，核心资产和周期也有配置机会。
 - (1) 四季度风格偏均衡，大盘和小微盘占优。一是历史上盈利结构性回升、信用回升时大盘和微盘成长相对占优。二是盈利结构性回升、信用回升时，高景气和政策导向的行业相对占优，整体风格偏均衡。
 - (2) 四季度科技仍是配置主线，核心资产和周期也有重要配置机会。
 - (3) 四季度建议关注TMT、机械、电新、医药、军工、有色金属、化工、非银金融等行业。
- ◆ **五、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、模型失效风险。

01.

回顾与展望：三季度科技领涨，四季度慢牛可能延续

1.1 回顾与展望：三季度牛市行情，科技领涨

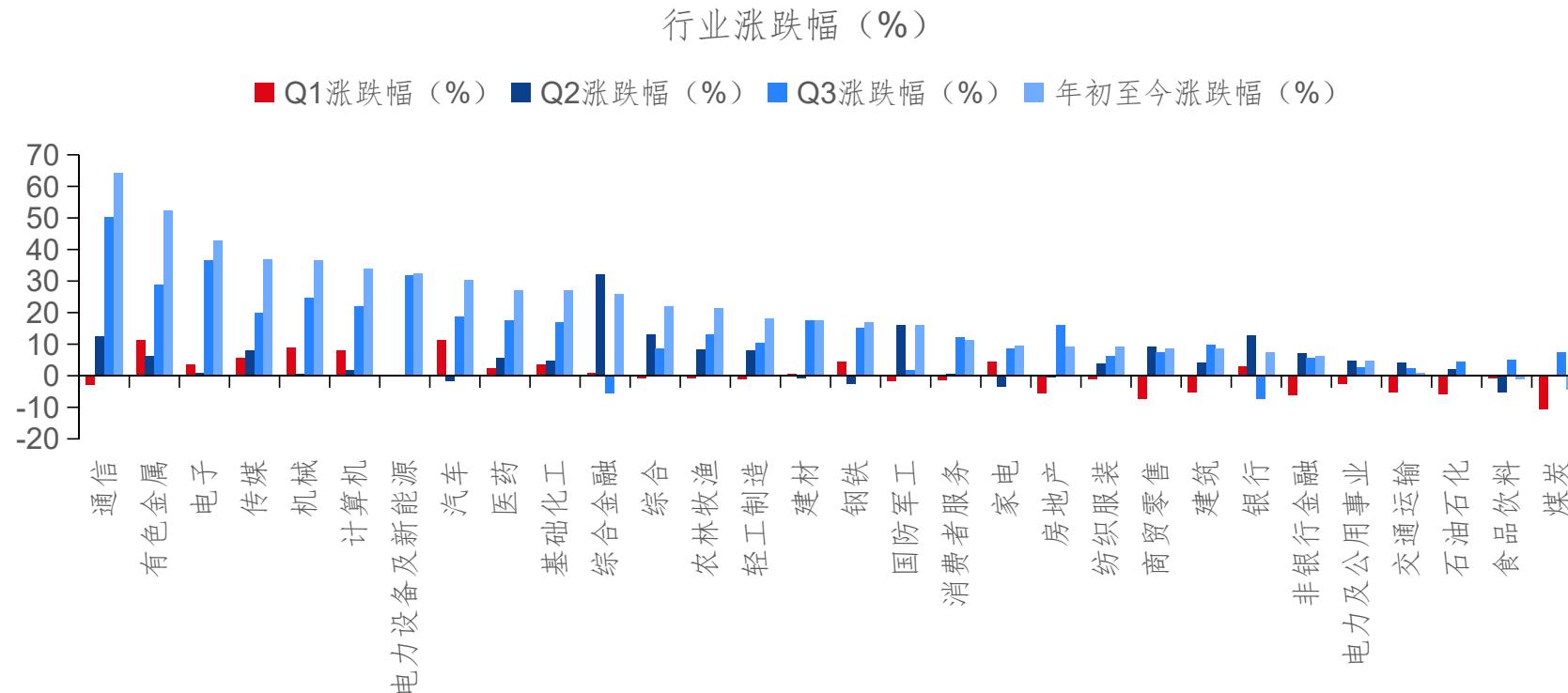
- ◆ 三季度A股呈现牛市行情：6月中下旬以来A股持续震荡上行，突破去年10月高点，上证综指接近4000点，主要是流动性宽松、重大事件提升风险偏好等分母端因素驱动。
- ◆ 三季度科技成长板块表现较强，尤其是科技中的龙头股领涨，如创业板指和科创50指数涨幅均超过30%，北证50指数等小盘成长涨幅相对较小。



1.2 回顾与展望：四季度慢牛延续，波动可能加剧

- 三季度和AI硬件相关的通信、电子，和涨价相关的有色金属、化工，以及科技中的传媒、计算机、机械（机器人）等板块表现较强，领涨。
- 展望四季度，盈利筑顶周期可能拉长，处于结构性回升中，信用可能低位回升，A股可能延续慢牛趋势，但波动加大。

三季度科技成长表现较强



02.

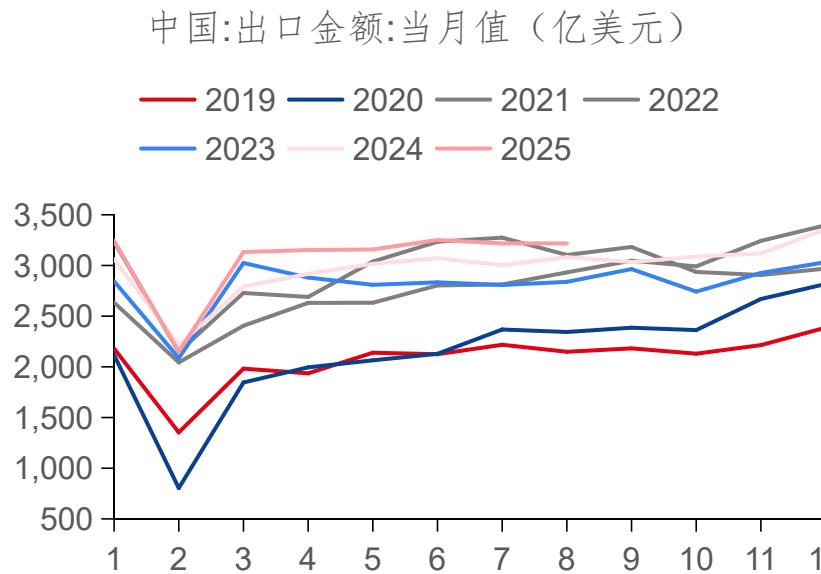
四季度市场主线：盈利结构性回升，信用可能继续修复

2.1 宏观环境：四季度出口增速仍维持一定韧性

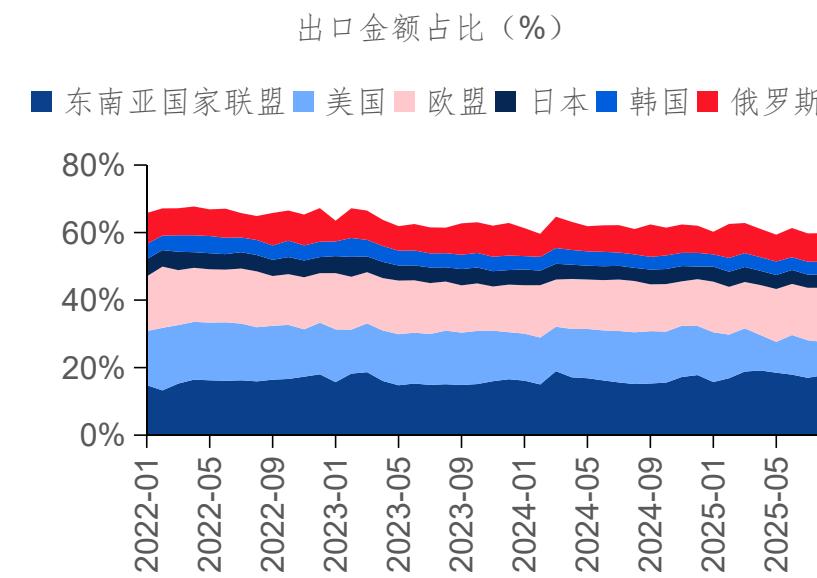
◆ 四季度出口仍可能维持一定韧性。

- (1) 四季度出口增速仍可能有一定韧性。一是8月关税延期正式落地后海外订单可能逐步修复。二是季节性效应上，近三个月出口额仍处于历史同期较高水平，基数效应9月起回落，预计四季度出口同比增速仍有一定韧性。
- (2) 从出口区域结构上看，对东盟、欧盟及部分新兴经济体的出口上升对整体出口形成有效支撑。
- (3) 从出口产品结构上看，高技术产品出口增长较快：船舶、集成电路等高技术产品出口同比增速较高。

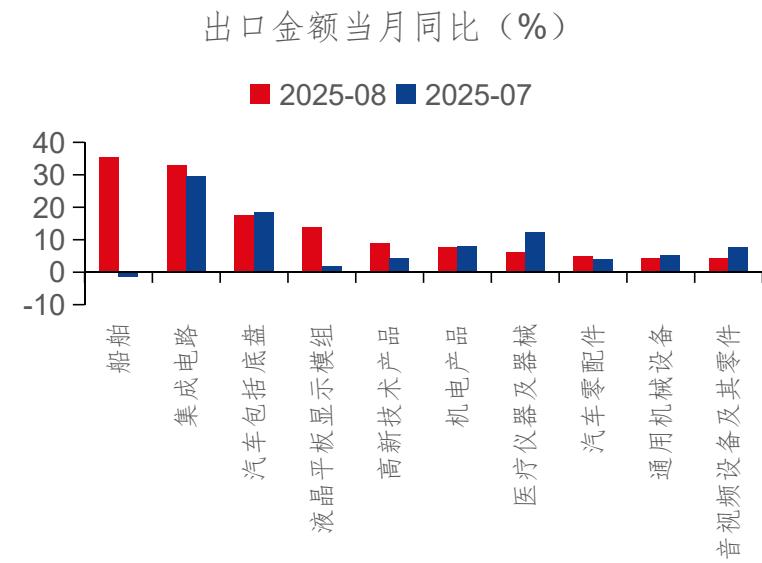
出口金额处于季节性高位



对美出口延续下行，对欧盟、东盟出口偏强



集成电路、船舶等同比出口增速靠前

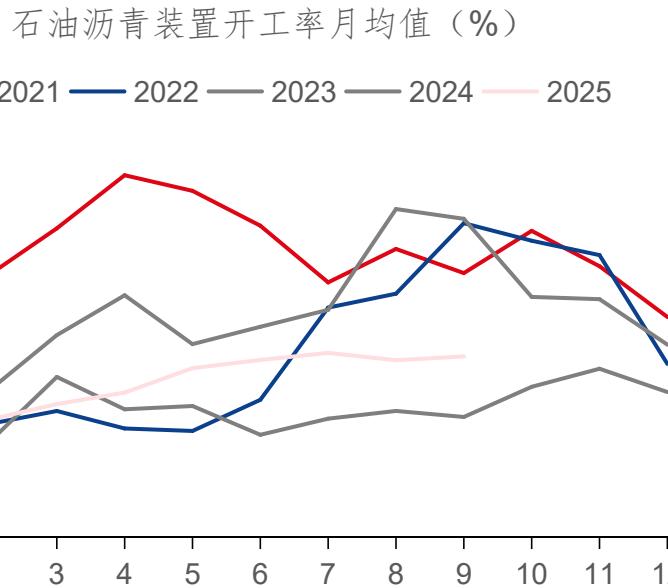


2.1 宏观环境：四季度基建投资可能维持高位，地产投资偏弱

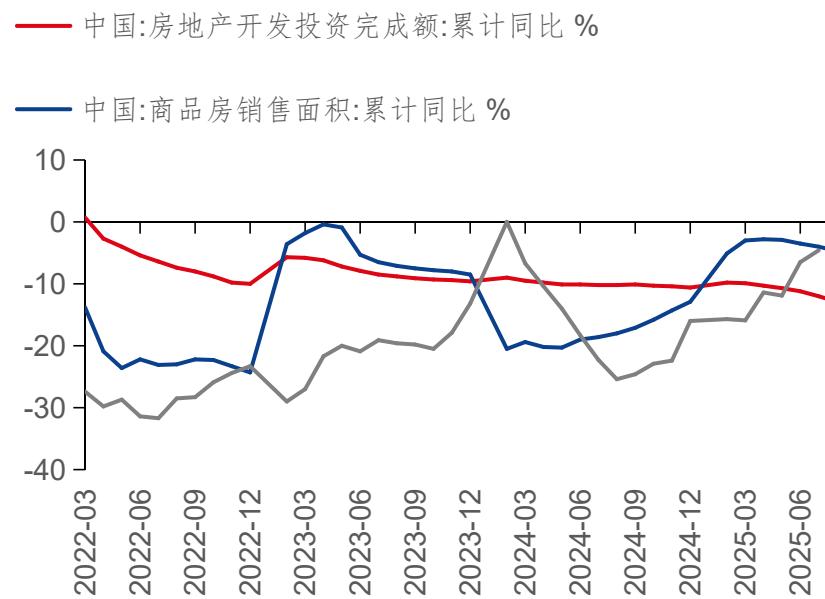
◆ 预计四季度基建投资增速可能维持高位，但地产投资仍偏弱。

- (1) 四季度基建投资增速可能维持高位：在专项债发行提速与项目落地加速的支撑下，实物工作量有望在四季度持续释放，基建投资有望维持一定的增速。
- (2) 四季度房地产投资增速可能维持偏弱：销售低迷与土地市场疲软持续压制房企投资意愿与地方政府财力，地产下行仍是压制投资需求的核心因素。

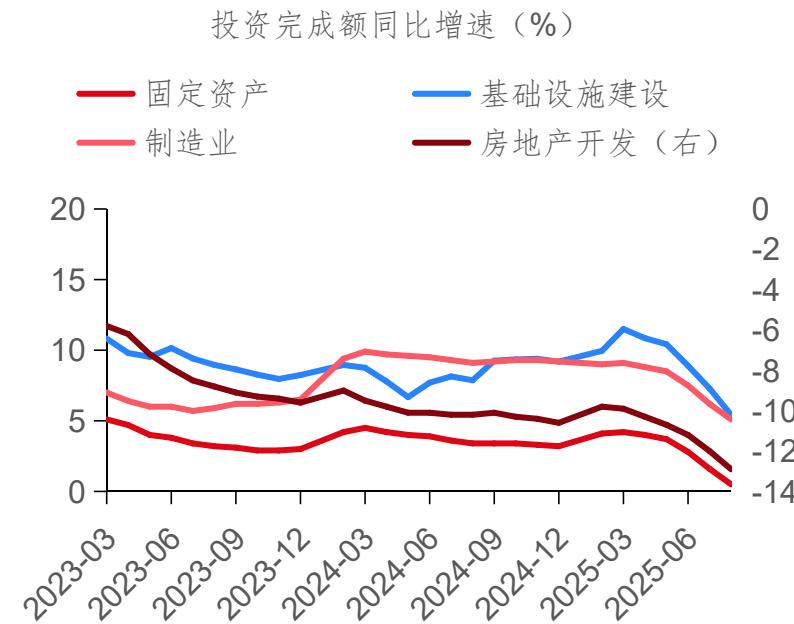
石油沥青装置开工率走弱



25年以来房地产投资同比增速持续走弱



各领域投资需求一致放缓

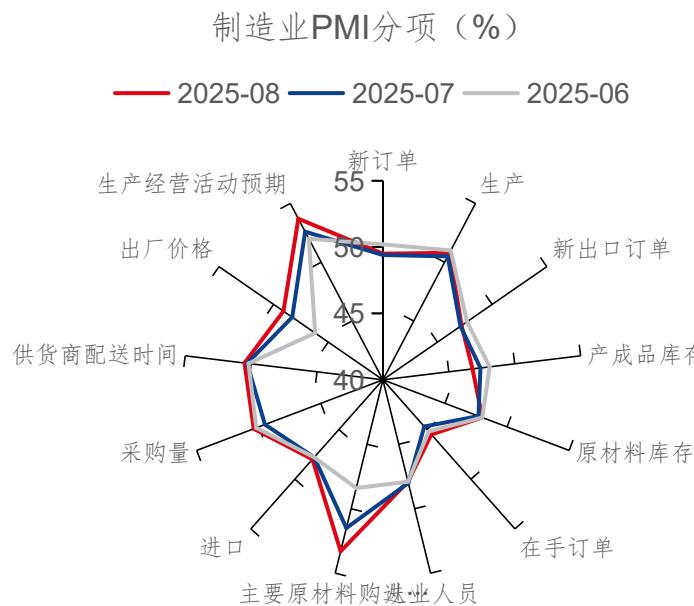


2.1 宏观环境：四季度制造业投资可能继续结构性改善

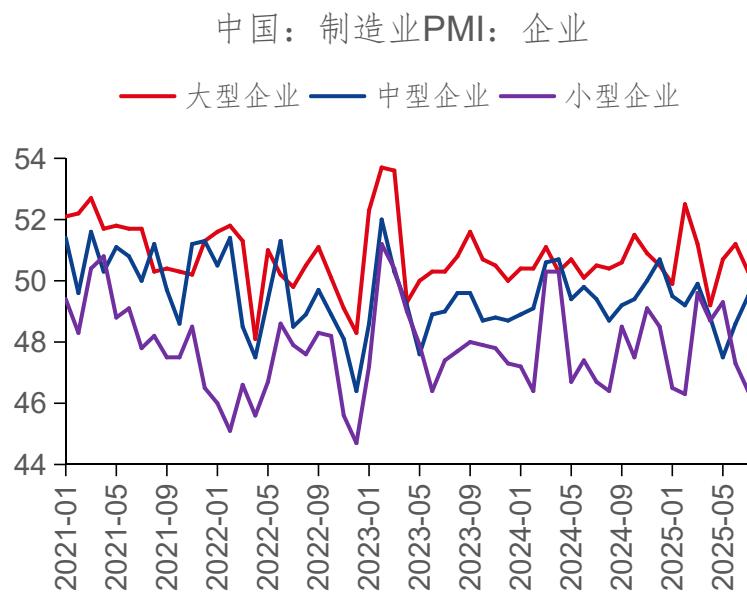
◆ 预计四季度制造业投资可能继续结构性改善。

- (1) 8月制造业PMI呈现结构性回升：一是主要原材料购进价格指数及出厂价格指数大幅上升，而出厂价格回升不明显，表明中下游企业的利润空间可能受到挤压；二是大型企业及高技术制造业景气持续较高，但中小制造业企业景气度持续偏弱；三是基础原材料行业PMI5月以来持续小幅回升，可能是因为反内卷政策导致部分原材料价格回升，下游企业可能补库。
- (2) 展望四季度，制造业景气度预计延续结构性复苏：一是高新技术行业订单和盈利回升可能导致相关的投资增速继续改善；二是基础原材料行业投资增速也可能随着价格回升而回升；三是设备更新等政策持续实施可能继续支撑制造业投资增速。

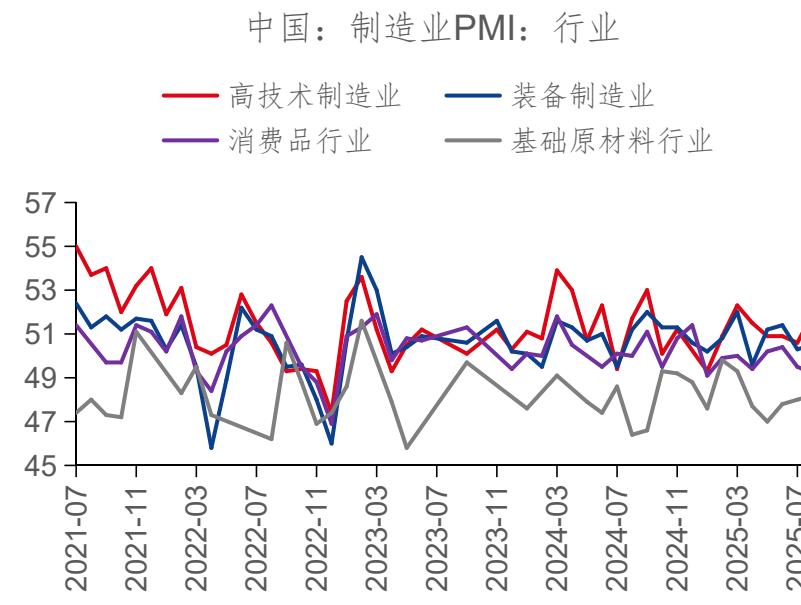
8月制造业PMI各分项部分回升



大型企业PMI景气水平回升



高技术制造业维持景气，基础原材料行业小幅回升

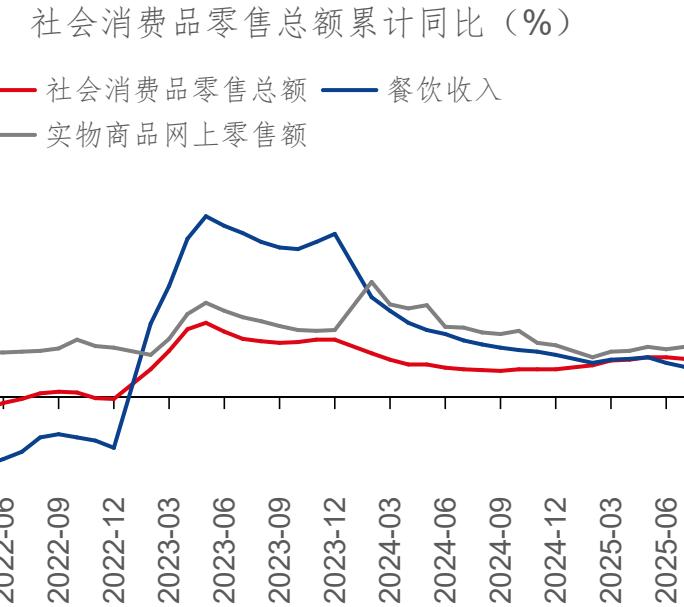


2.1 宏观环境：四季度消费增速可能低位季节性回升

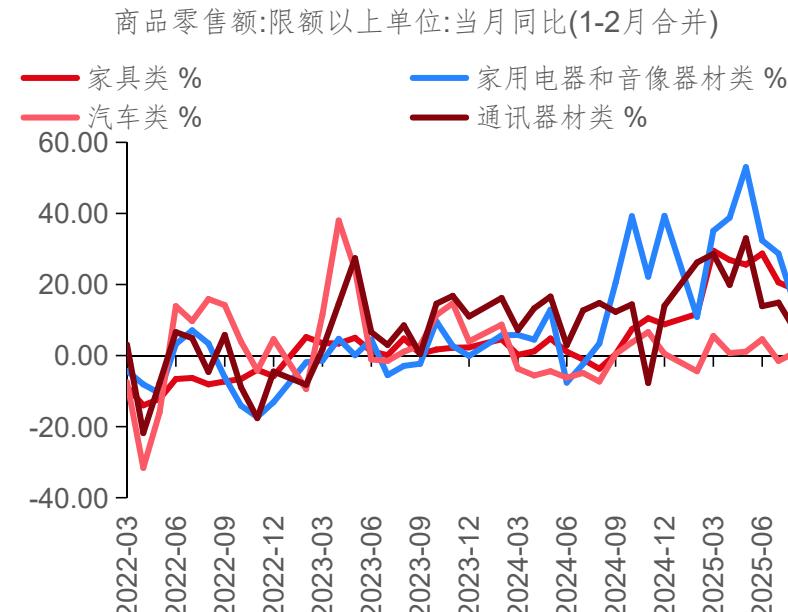
◆ 四季度消费增速可能低位季节性回升。

- (1) 消费政策与季节性旺季可能导致四季度消费增速低位回升：一是四中全会后反内卷和提振消费等政策落实可能加速；二是“金九银十”和年底消费旺季来临，四季度消费有望低位回升。
- (2) 结构上看服务消费和部分商品消费有望维持较高的增长。一是服务消费有望延续高增长：在促消费政策持续倾斜、居民消费结构性转变的背景下，服务类消费四季度可能仍将保持较高增长。二是四季度家电、家具等商品消费有望继续受益于以旧换新政策而维持较高的增长。
- (3) 领先指标来看，消费者信心指数持续企稳有所回升，有望对后续消费增速形成一定的支撑。

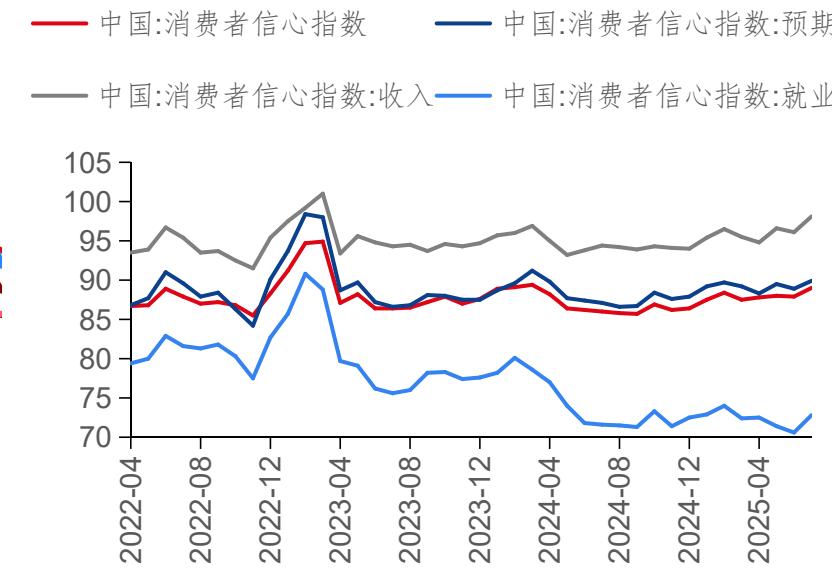
社零增速仍具韧性



家电和音像器材、家具等销售增速较高



消费者信心指数回升

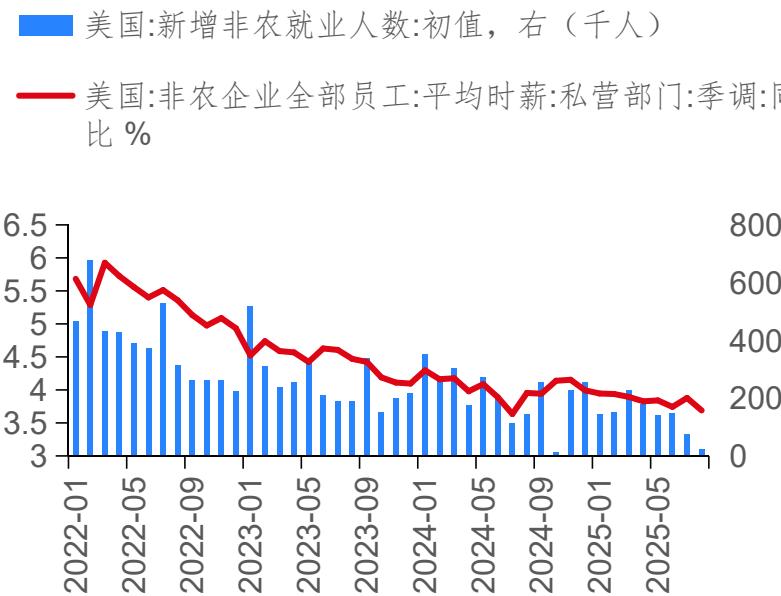


2.1 宏观环境：美联储四季度大概率继续降息

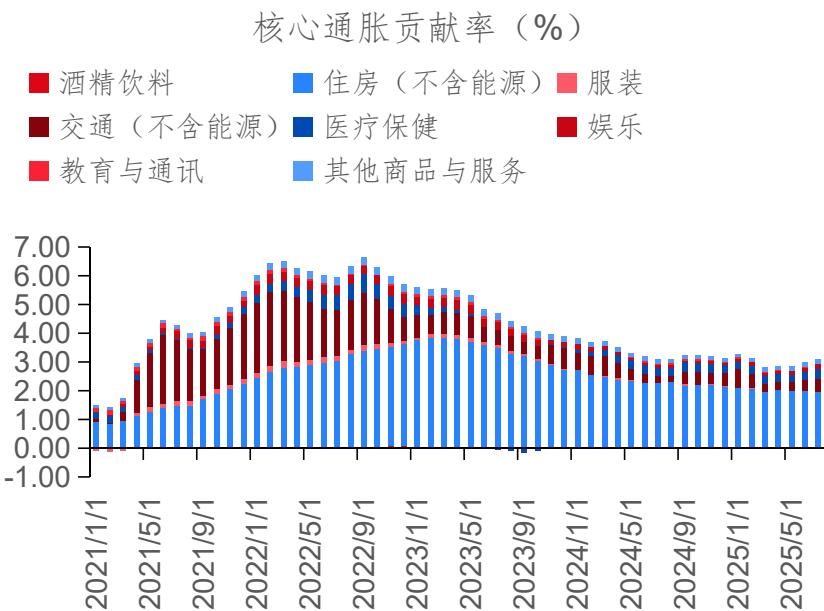
◆ 美联储四季度继续降息是大概率。

(1) 短期就业疲软同时通胀压力仍未完全显现导致美联储短期大概率降息。一是美国就业数据持续疲软：8月新增非农就业人数仅为2.2万人，失业率上升至4.3%的高位，同时时薪同比增速下滑至3.7%，短期降息的迫切性上升。二是美国通胀压力短期未完全显现：首先，交通和医疗保健对核心通胀的贡献率逐步上升；其次，住房对通胀的贡献率呈下降趋势，主要受消费者对高抵押贷款利率的担忧影响，自住房屋空置率有所上升，房价仍呈下降趋势；最后，关税对通胀的冲击尚未完全体现。

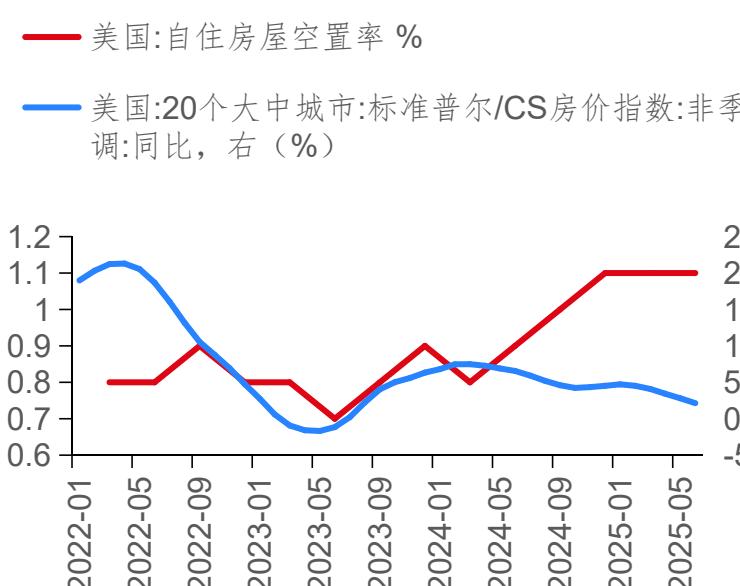
非农时薪增速下滑



医疗保健通胀贡献率逐步上升



美国自住房屋空置率上升



2.1 宏观环境：美联储四季度大概率继续降息

◆ 美联储四季度继续降息是大概率。

(2) 美国债务风险短期难对降息节奏产生影响。一是历史经验来看，联邦基金目标利率与美国十债收益率的走势基本同步。二是当前美国未偿还的国债占GDP之比已超过120%，高企的债务比率可能导致美元的信用受损，叠加美国经济放缓，美债收益率可能回落，进一步打开降息窗口；三是长期来看，美联储通过购买国债等“货币化”债务下，通胀风险可能上升。

CME预测年内仍有2次降息

| MEETING DATE | CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES | | | | | | | | | |
|--------------|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 175-200 | 200-225 | 225-250 | 250-275 | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 |
| 2025/10/29 | | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 89.8% | 10.2% |
| 2025/12/10 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 83.6% | 15.7% | 0.7% |
| 2026/1/28 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 42.6% | 49.0% | 8.1% | 0.3% |
| 2026/3/18 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 24.3% | 46.2% | 25.7% | 3.7% | 0.1% |
| 2026/4/29 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 7.0% | 30.6% | 40.3% | 19.3% | 2.6% | 0.1% |
| 2026/6/17 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 4.4% | 21.7% | 36.6% | 27.3% | 9.0% | 1.1% | 0.0% |
| 2026/7/29 | 0.0% | 0.0% | 1.3% | 9.5% | 26.2% | 33.8% | 21.8% | 6.6% | 0.8% | 0.0% |
| 2026/9/16 | 0.0% | 0.5% | 4.3% | 15.5% | 28.9% | 29.5% | 16.3% | 4.5% | 0.5% | 0.0% |
| 2026/10/28 | 0.1% | 0.9% | 5.6% | 17.1% | 29.0% | 27.9% | 14.9% | 4.0% | 0.4% | 0.0% |
| 2026/12/9 | 0.2% | 1.6% | 7.2% | 18.8% | 28.8% | 26.1% | 13.4% | 3.5% | 0.4% | 0.0% |
| 2027/1/27 | 0.3% | 2.1% | 8.3% | 19.7% | 28.6% | 24.9% | 12.5% | 3.2% | 0.3% | 0.0% |
| 2027/3/17 | 0.3% | 2.1% | 8.3% | 19.6% | 28.5% | 25.0% | 12.5% | 3.3% | 0.4% | 0.0% |
| 2027/4/28 | 0.3% | 1.9% | 7.7% | 18.6% | 27.7% | 25.3% | 13.7% | 4.2% | 0.6% | 0.0% |
| 2027/6/9 | 0.2% | 1.7% | 6.9% | 17.2% | 26.5% | 25.6% | 15.2% | 5.4% | 1.1% | 0.1% |
| 2027/7/28 | 0.2% | 1.2% | 5.1% | 13.6% | 23.2% | 25.9% | 18.9% | 8.8% | 2.6% | 0.5% |
| 2027/9/15 | 0.2% | 1.2% | 5.1% | 13.5% | 23.1% | 25.9% | 18.9% | 8.9% | 2.7% | 0.5% |
| 2027/10/27 | 0.2% | 1.1% | 4.7% | 12.7% | 22.3% | 25.7% | 19.6% | 9.8% | 3.2% | 0.7% |

十债收益率和联邦基金目标利率趋势基本同步

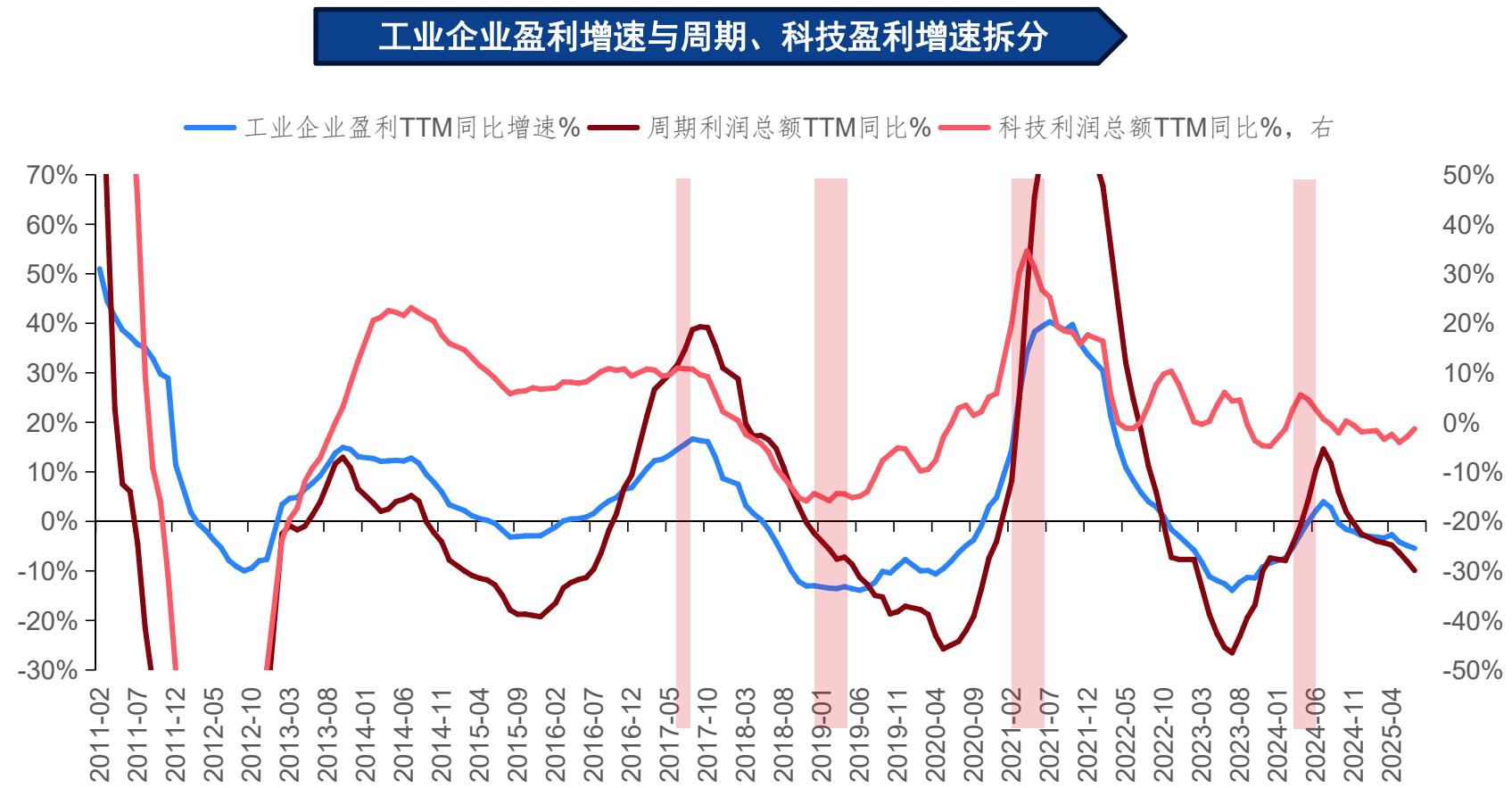


美国未偿还国债总额占GDP比重持续上升



2.2 市场主线：盈利结构性回升，信用可能继续修复

- ◆ **中国经济转型导致A股盈利结构性回升趋势明显。** (1) 反内卷和发展新质生产力正在导致工业企业内部的盈利结构发生转变。首先，反内卷政策的本质是“纠偏”而非“刺激”，核心在于重塑产业竞争逻辑；其次，发展新质生产力依赖于科技创新而非传统的资源要素投入，旨在直接创造新的盈利增长点。 (2) 周期类工业企业盈利增速与整体盈利增速契合度更高；但科技类工业企业盈利增速具备前瞻属性，2015年以来其顶和底多领先于整体盈利增速的顶和底。



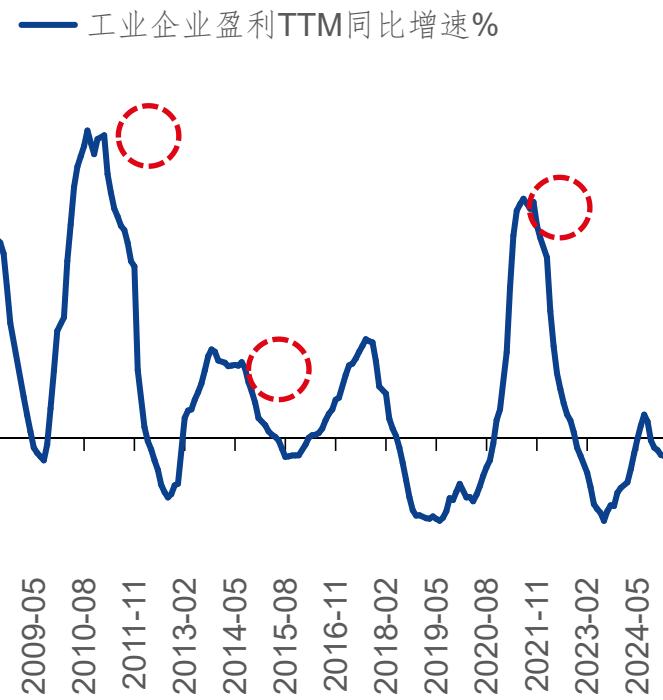
2.2 市场主线：盈利结构性回升，信用可能继续修复

◆ 盈利筑顶期拉长，结构性回升。

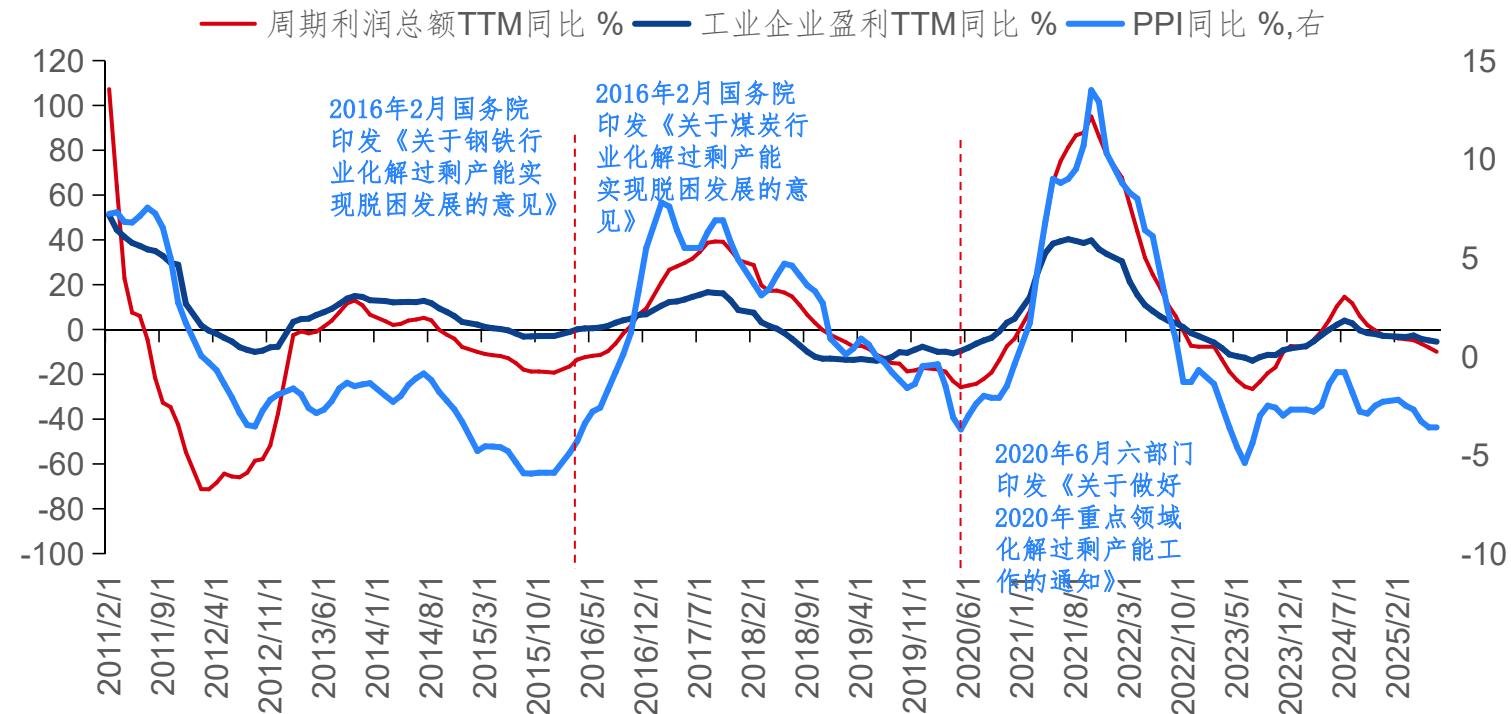
(1) 四季度财政政策可能季节性发力对盈利有提振。一是财政发力对盈利周期有提振，如2008年11月“四万亿”政策，2012年4月加大对小微企业财税支持，2020年3月抗疫特别国债明确发行，2022年5月稳经济33条措施落地等。

(2) 四季度反内卷政策实施可能使PPI回升。二是“反内卷”政策的实施对周期盈利和PPI同比回升的影响更明显，2016年供给侧改革针对上游资源品的去库及2020年通过“双碳”等手段去产能等，均大多直接作用于周期制造业上。

财政发力可能导致盈利筑顶



反内卷政策可能对周期盈利增速和PPI同比有明显提振

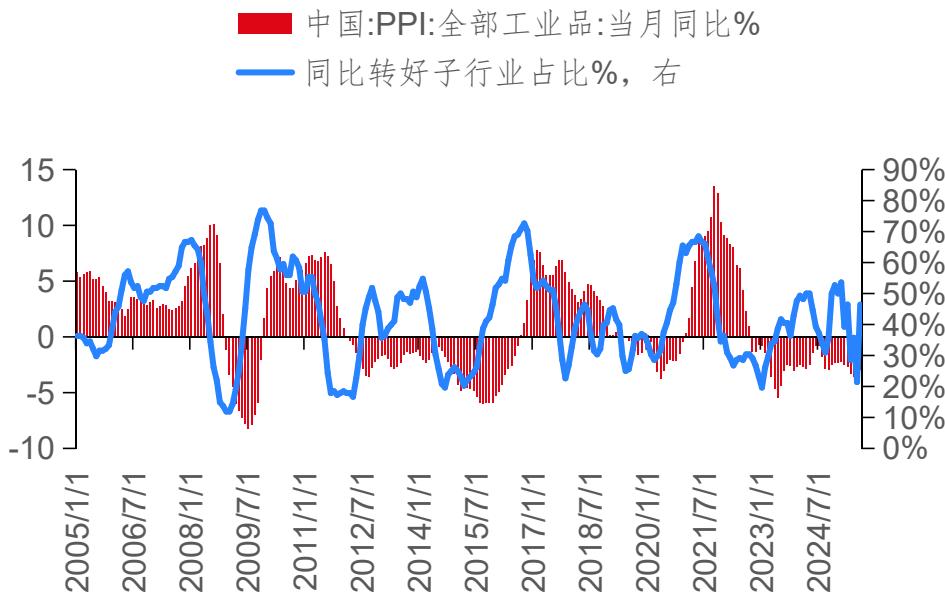


2.2 市场主线：A股结构性盈利回升，信用可能继续修复

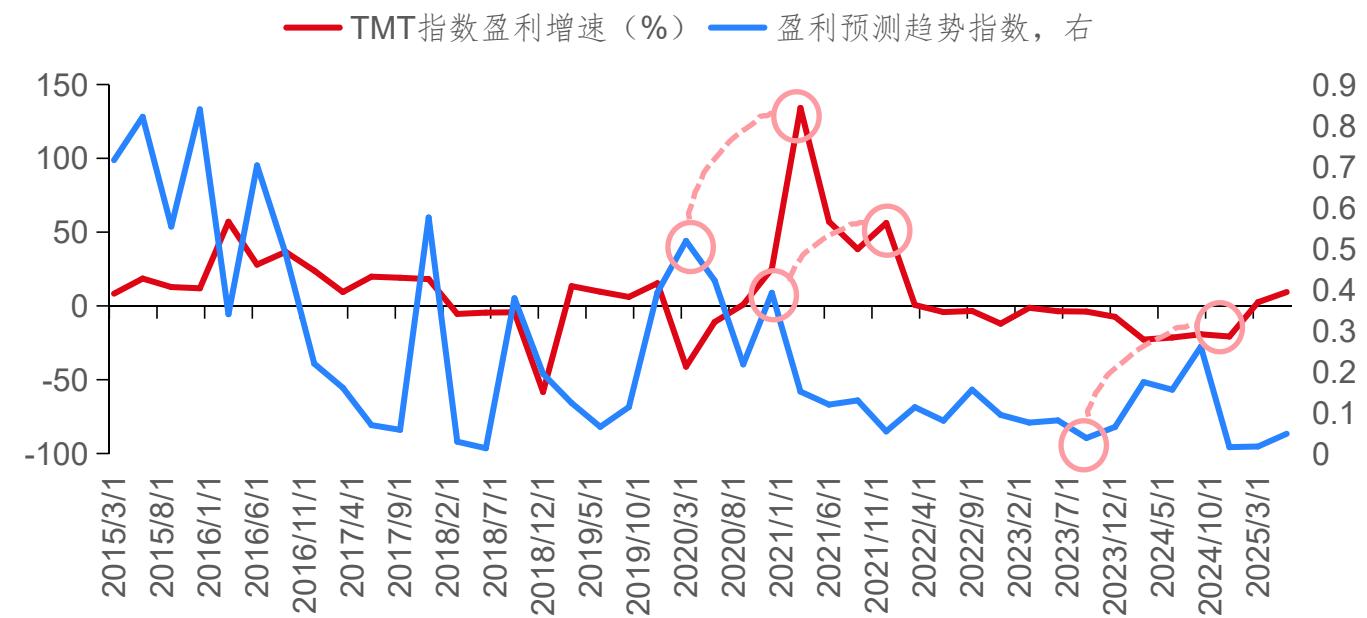
◆ 盈利筑顶期拉长，结构性回升。

(3) 领先指标来看，盈利可能结构性回升：一是PPI与盈利周期基本同步，而PPI领先指标当前仍在修复，或指向盈利上升周期短期未完，四季度继续筑顶。二是计算TMT盈利预测趋势指数（TMT四个行业市值前三个股的研发投入增速分位数与企业价值倍数的分位数乘积），可以看到2020年以后预测趋势指数基本领先TMT盈利增速1-1.5年左右；而当前预测指数在2024年9月见顶，显示今年三、四季度A股科技行业盈利增速可能继续回升。

PPI及其领先指标仍在修复



盈利预测指数指向三季度TMT盈利继续回升



2.2 市场主线：A股结构性盈利回升，信用可能继续修复

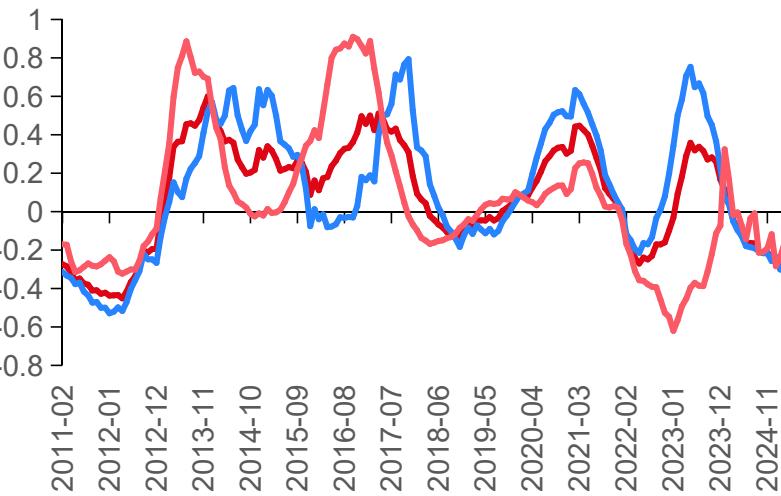
◆ 信用可能继续修复，估值可能维持偏高水平。

(1) 信用周期来看，历史上一轮中长贷增速下行和上行周期均持续11-23个月左右，上一轮中长贷增速在2023年7月见顶，至今年年中大概率见底，当前已经出现一定回升趋势，今年四季度可能继续处于回升周期中。

(2) 信用结构看（中长贷=企业中长贷+居民中长贷）：首先，企业中长贷与基建投资相关性较强，当前石油沥青装置、螺纹钢等开工率维持高位，且四季度专项债发行提速下基建项目可能加速落地，四季度企业中长贷增速可能回升；其次，居民中长贷与房贷相关性较强，个人购房贷款余额同比增速明显回升，四季度稳地产政策可能继续实施，居民中长贷增速可能继续企稳有所回升。

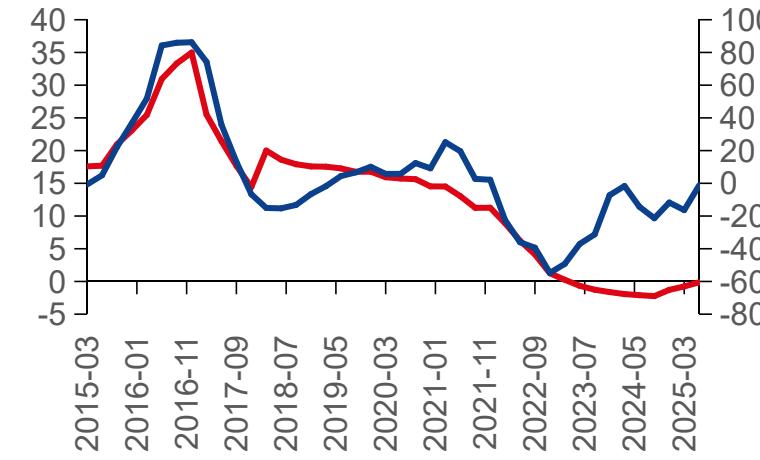
中长贷增速底部回升

— 中长贷TTM同比 (%)
— 企业中长贷TTM同比 (%)
— 居民中长贷TTM同比 (%)



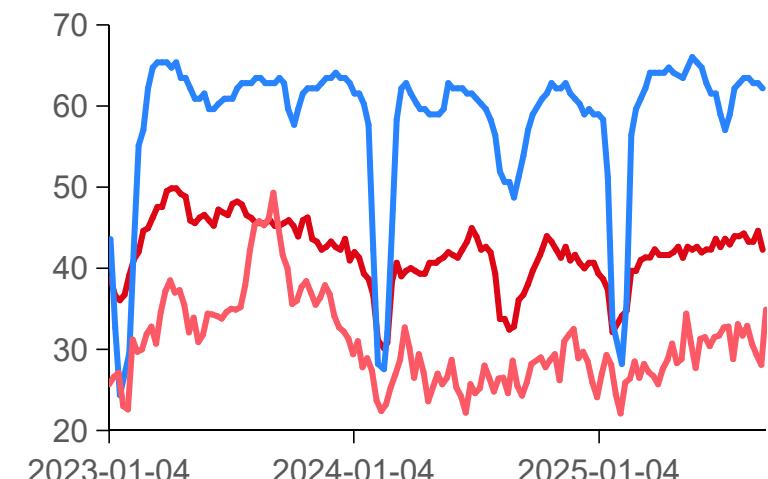
个人购房贷款余额同比回升

— 中国:金融机构各项贷款余额:个人购房贷款:人民币:同比 %
— 居民中长贷TTM同比 %, 右



电炉等开工率维持高位

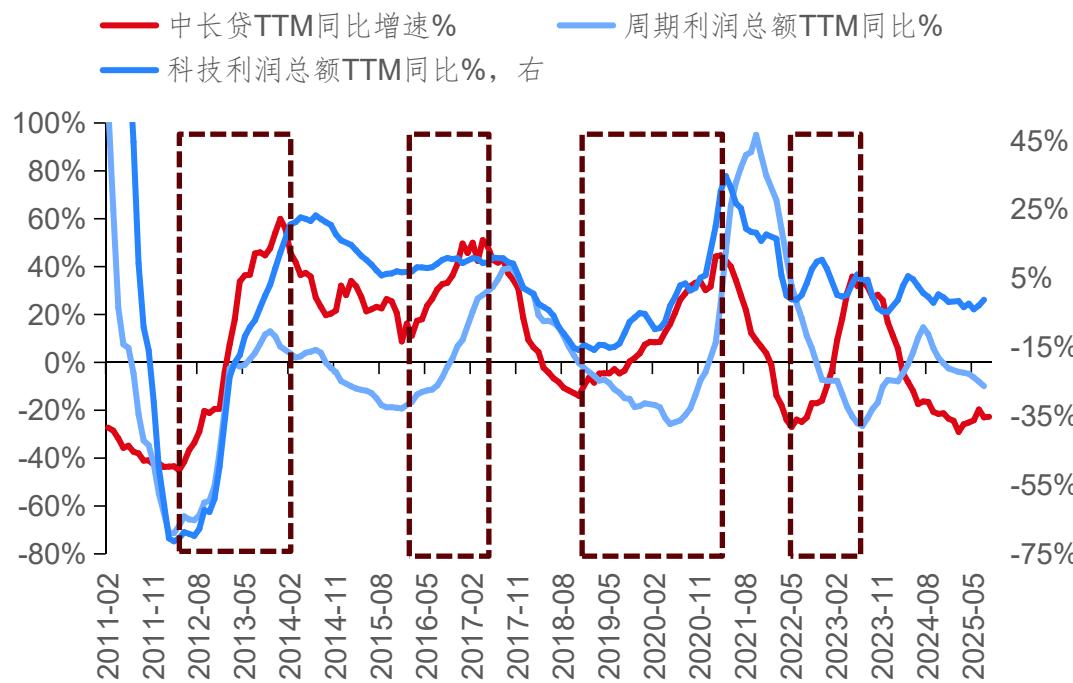
— 中国:开工率:螺纹钢:主要钢厂 %
— 中国:开工率:电炉 %
— 中国:开工率:石油沥青装置 %



2.3 主线复盘：盈利结构性回升，信用回升期间A股偏强

- ◆ 2010年以来科技盈利和信用周期基本同步，但科技盈利增速上升周期略长于信用上升周期，两者从底部回升共有4段：2012/4-2013/12、2016/2-2017/4、2018/11-2021/3、2022/5-2023/5。
- ◆ 科技盈利和信用周期底部回升期间上证表现可能偏强，4段中上证综指上涨3次，平均上涨9.5%，持续约376个交易日。

科技盈利增速及中长贷增速回升共有4段



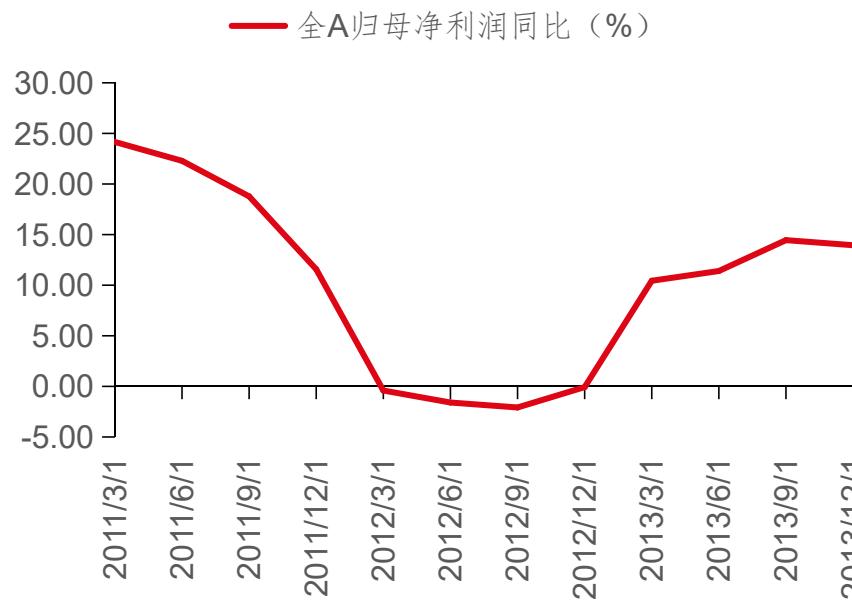
科技盈利增速及中长贷增速回升期间市场表现偏强

| 开始时间 | 结束时间 | 持续交易日 (天) | 上证涨跌幅 (%) | 信用变化幅度 (pts) | 科技盈利变化幅度 (pts) | 周期盈利变化幅度 (pts) |
|---------|---------|-----------|-----------|--------------|----------------|----------------|
| 2012/4 | 2013/12 | 406 | -11.70 | 105.04 | 82.87 | 74.98 |
| 2016/2 | 2017/4 | 286 | 14.00 | 39.91 | 2.42 | 44.66 |
| 2018/11 | 2021/3 | 566 | 34.06 | 58.69 | 46.10 | 25.13 |
| 2022/5 | 2023/5 | 245 | 1.76 | 62.79 | 4.58 | -54.70 |

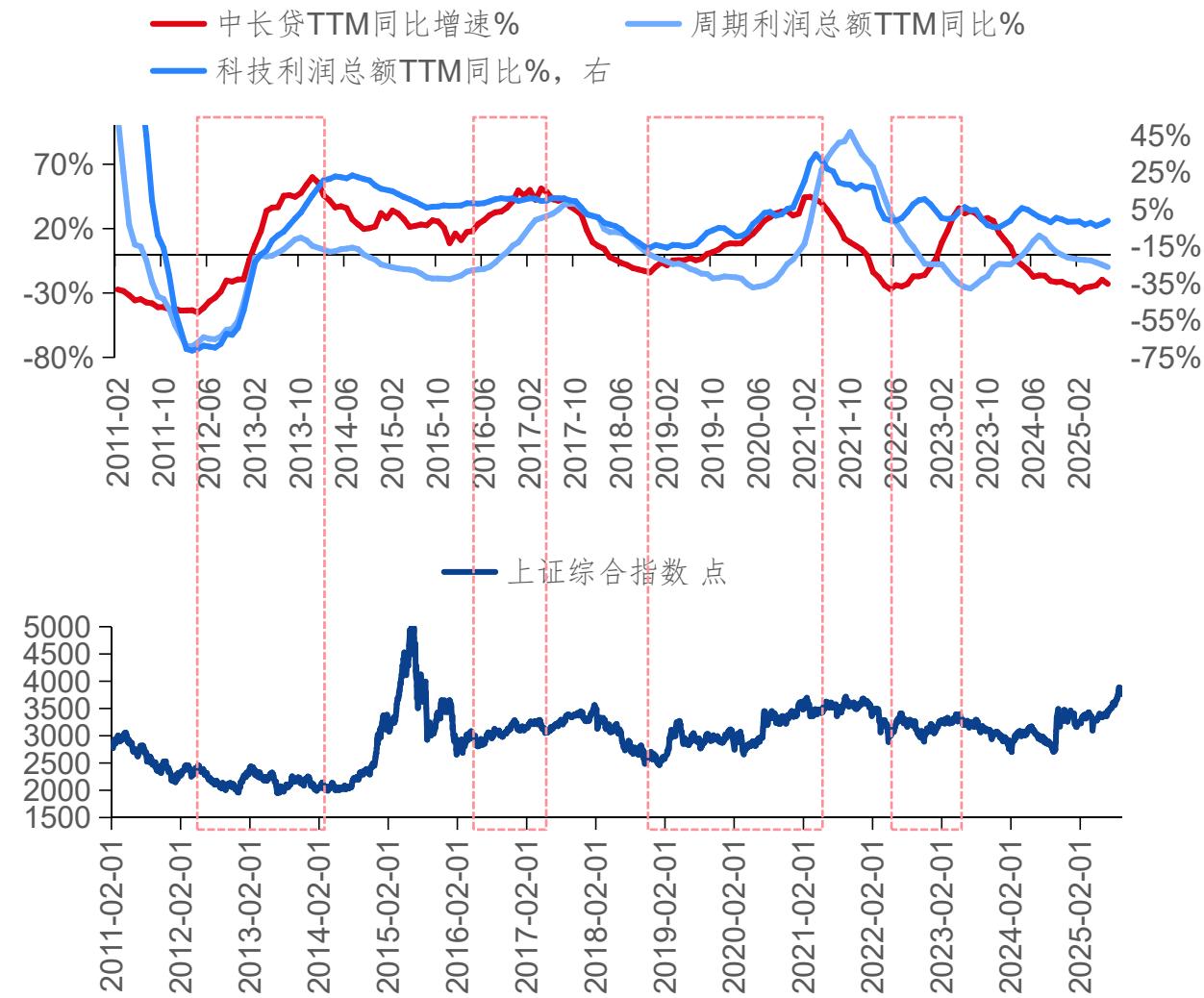
2.3 主线复盘：盈利结构性回升，信用回升期间A股偏强

- ◆ 2012/4-2013/12期间市场表现偏弱的原因是：2012年A股业绩明显偏弱，且政策端地产调控继续收紧；2013年“钱荒”危机冲击流动性，创业板独立行情开启等因素影响下大盘表现相对偏弱。

2012年全A盈利增速处于底部



科技盈利增速及中长贷增速回升期间上证表现大概率较强



2.3 主线复盘：盈利结构性回升、信用回升时的市值表现

◆ 历史上盈利结构性回升、信用回升时大盘和中小盘成长相对占优。

- (1) 在结构性回升、信用回升的2012/4-2013/12、2022/5-2023/5期间市值在前20%-40%的大盘股表现最强，2018/11-2021/3市值前20%的超大盘表现最强，主要是期间大盘/超大盘盈利增速相对较高、估值提升幅度相对较大。
- (2) 在结构性回升、信用回升的2016/2-2017/4期间市值在80%-100%的小盘股表现最强，主要是小盘股具有较高的估值弹性。

盈利结构性回升、信用回升时大盘和中小盘股相对占优

| 市值分层 | 2012/4/1 | | | 2016/2/1 | | | 2018/11/1 | | | 2022/5/1 | | |
|----------|------------|-----------|----------------|-----------|-----------|----------------|-----------|-----------|----------------|-----------|-----------|----------------|
| | 2013/12/31 | | | 2017/4/30 | | | 2021/3/31 | | | 2023/5/31 | | |
| | 涨跌幅(%) | 盈利同比增速(%) | PE(TTM)提升幅度(%) | 涨跌幅(%) | 盈利同比增速(%) | PE(TTM)提升幅度(%) | 涨跌幅(%) | 盈利同比增速(%) | PE(TTM)提升幅度(%) | 涨跌幅(%) | 盈利同比增速(%) | PE(TTM)提升幅度(%) |
| 0-20% | 24.3% | -24.1% | -0.8% | 34.7% | 301.5% | 6.5% | 145.8% | 267.2% | 70.1% | 18.9% | 64.6% | -54.0% |
| 20%-40% | 41.7% | 293.8% | 30.4% | 30.2% | 272.4% | -49.6% | 66.1% | -31.5% | 15.1% | 29.4% | -50.6% | -1.2% |
| 40%-60% | 29.2% | 320.2% | -80.7% | 35.6% | 143.3% | 10.6% | 35.6% | -13.8% | -169.7% | 28.3% | 93.3% | -150.0% |
| 60%-80% | 14.0% | 748.1% | 477.3% | 42.8% | 103.9% | -53.2% | 18.0% | -71.4% | 172.4% | 19.6% | 55.4% | -73.9% |
| 80%-100% | 7.6% | -1393.1% | -50.8% | 47.5% | 45.5% | -22.1% | 69.2% | -80.7% | 0.4% | 11.7% | 157.9% | -311.7% |

2.3 主线复盘：盈利结构性回升、信用回升时的行业表现

◆ 盈利结构性回升、信用回升时，产业趋势上行和政策导向的行业表现相对占优。

(1) 产业趋势上行的行业表现相对占优：如互联网浪潮下的2012/4-2013/12的传媒和计算机，消费升级大趋势下的2016/2-2017/4的食品饮料和家用电器，2018/11-2021/3的食品饮料和社会服务，2022/5-2023/5的传媒、通信和计算机。

(2) 政策导向的行业表现也偏强：如“十二五”规划下的2012/4-2013/12的环保，供给侧改革下的2016/2-2017/4的建筑材料，“双碳”目标下的2018/11-2021/3的电力设备。

盈利结构性回升、信用回升时，科技和消费表现相对占优

| 行业排名 | 行业涨跌幅 (%) | | | | |
|------|----------------|---------------|----------------|---------------|--|
| | 2012/4-2013/12 | 2016/2-2017/4 | 2018/11-2021/3 | 2022/5-2023/5 | |
| 1 | 传媒 96.0 | 建筑材料 47.4 | 食品饮料 210.2 | 传媒 53.1 | |
| 2 | 环保 67.9 | 食品饮料 46.2 | 社会服务 193.0 | 通信 47.0 | |
| 3 | 计算机 61.3 | 家用电器 42.6 | 电力设备 138.4 | 计算机 37.7 | |
| 4 | 美容护理 57.0 | 建筑装饰 39.6 | 美容护理 124.2 | 机械设备 20.5 | |
| 5 | 医药生物 52.8 | 环保 35.1 | 电子 111.2 | 国防军工 15.4 | |
| 6 | 家用电器 43.8 | 有色金属 28.9 | 建筑材料 91.5 | 公用事业 12.9 | |
| 7 | 电子 38.4 | 电子 25.6 | 家用电器 87.5 | 综合 12.0 | |
| 8 | 国防军工 23.1 | 美容护理 24.6 | 医药生物 86.1 | 社会服务 10.7 | |
| 9 | 社会服务 19.6 | 汽车 24.4 | 农林牧渔 81.9 | 汽车 8.7 | |
| 10 | 公用事业 19.1 | 钢铁 23.7 | 基础化工 65.2 | 电子 8.0 | |

2.4 四季度A股市场展望

◆ 市场趋势：盈利结构性回升、信用可能继续修复下A股四季度可能延续震荡偏强的慢牛趋势。

- (1) 宏观：出口仍维持一定韧性，制造业和基建投资维持一定的增速，消费可能低位有所回升；美联储大概率继续降息。
- (2) 盈利筑顶期拉长，A股盈利可能结构性回升；信用可能继续修复，估值可能维持偏高水平。
- (3) 市场主线：A股四季度可能处于盈利结构性回升、信用继续修复的环境中，历史上A股表现震荡偏强。
- (4) 政策提升信心从而导致基本面修复和A股估值提升的中长期慢牛逻辑在下半年大概率不会改变。

◆ 市场节奏：10月、12月可能相对偏强。

- (1) 政策上，9月政治局会议及年底的中央经济工作会议可能进一步定调积极，政策宽松预期可能上升。
- (2) 流动性上，10月和12月的美联储议息会议可能降息，流动性偏宽松。
- (3) 10月中下旬四中全会和中美关税谈判等面临不确定性，11月可能震荡。

◆ 行业方向：四季度大盘和中小盘成长可能占优，科技、周期、核心资产等都有配置机会。

- (1) 历史经验上，A股结构性盈利回升，信用可能继续修复下，大盘和中小盘风格占优，产业趋势上行和政策导向的行业表现相对占优，当前指向科技和部分周期、消费。
- (2) 科技、周期和核心资产等在四季度可能都有配置机会：一是产业趋势上行和政策支持共同推动TMT、机器人、创新药等科技成长和有色金属、化工等周期行业仍是四季度配置的主线方向；二是可能受益于外资流入和基本面边际改善的电新、医药、食品饮料等核心资产也值得重点配置。

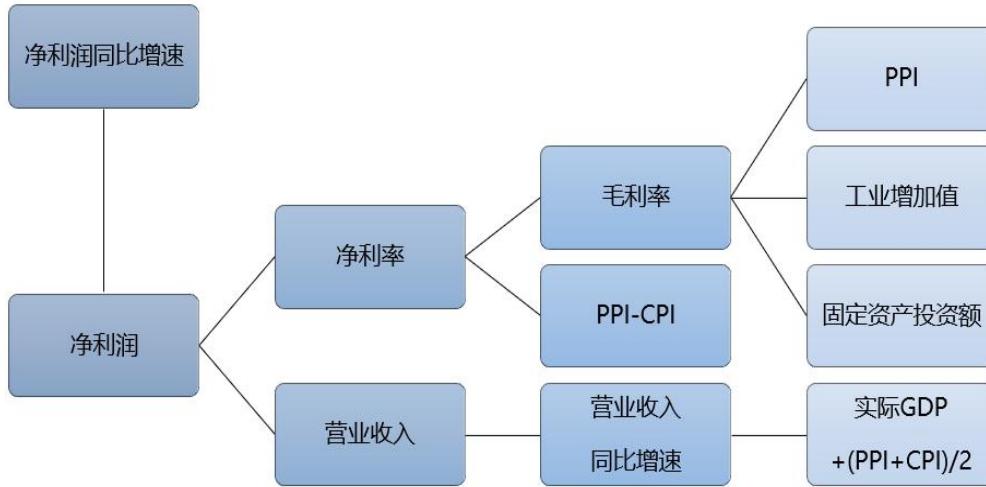
03.

影响四季度A股走势的因素： 股市资金宽松，政策偏积极

3.1 A股盈利测算：四季度盈利继续维持低位修复态势

- ◆ 预测方法：结合自上而下的盈利预测模型和自下而上的行业盈利增速预测。
- ◆ 预计2025Q3、Q4全A净利润同比增速分别为3.70%、2.2%，全年净利润同比增速为3.43%。

盈利预测框架



A股四季度盈利增速可能维持低位修复趋势



3.2 流动性：四季度外资、融资、新发基金等可能继续流入

◆ 四季度外资、融资和新发基金等可能继续流入。

- (1) 复盘历史，科技盈利增速和中长贷增速回升期间，外资、融资、新发基金均出现明显的流入。
- (2) 今年四季度外资、融资和新发基金均可能继续流入。一是今年以来外资成交明显上升，四季度在美联储降息和政策积极、经济和盈利预期修复下外资可能继续流入A股；二是4月8日至今融资大幅流入近5000亿，融资余额创历史新高，预计在慢牛趋势下，融资四季度可能继续流入股市，但流入量相较三季度可能有所回落；三是今年以来新发基金月均达467亿份，8月份单月已接近700亿，在基金重仓股不断回升下，基金净值表现回升，新发基金规模可能不断回升，预计四季度新发基金可能进一步加大流入A股，单月规模可能达到500-1000亿。

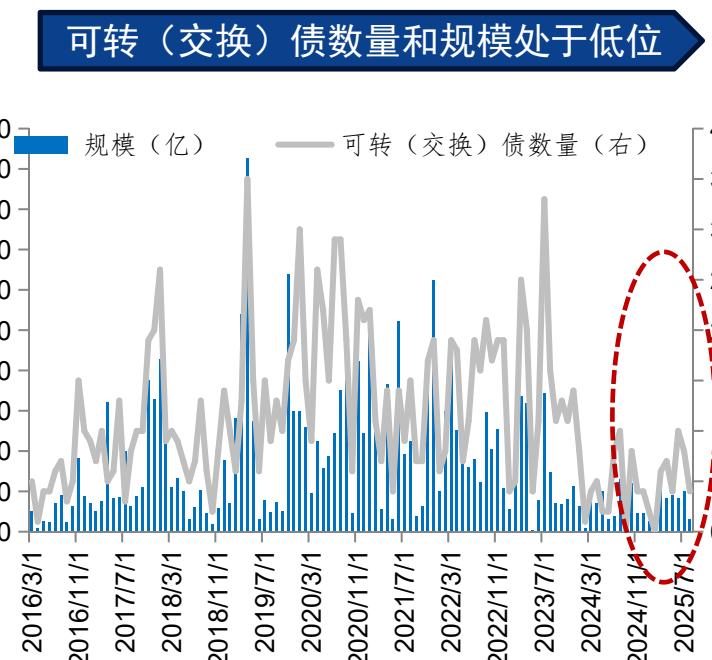
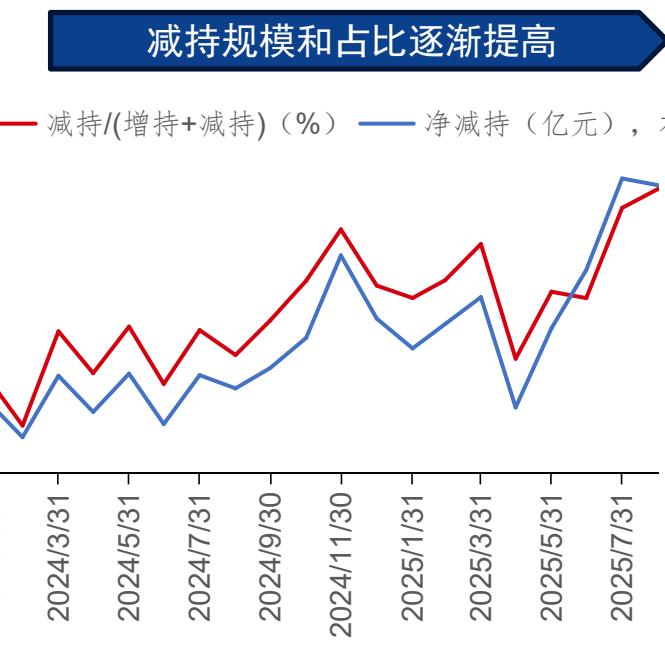
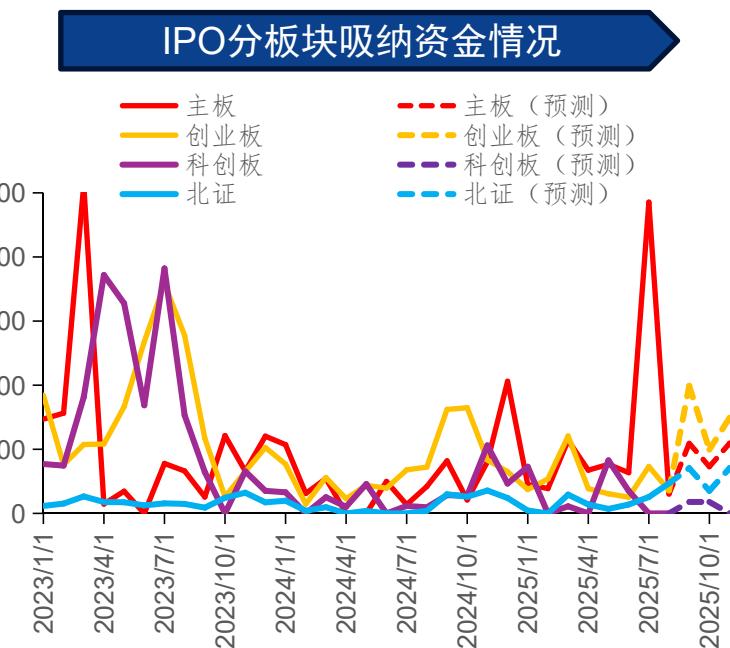
历史上科技盈利增速及中长贷增速回升期间外资和融资均流入

| 开始时间 | 结束时间 | 外资净流入 (亿元) | 外资日均净流 入(亿元) | 融资净流入 (亿元) | 融资日均净流 入(亿元) | 新发基金流入 (亿份) | 新发基金日均 流入(亿份) |
|-----------|-----------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|----------------|------------------|
| 2012/4/1 | 2013/12/1 | - | - | 2775.9 | 6.9 | 2473.3 | 6.2 |
| 2016/2/1 | 2017/4/1 | 1036.9 | 3.7 | 203.2 | 0.7 | 4158.2 | 14.7 |
| 2018/11/1 | 2021/3/1 | 7049.1 | 12.5 | 7685.8 | 13.6 | 32531.0 | 57.6 |
| 2022/5/1 | 2023/5/1 | 2894.8 | 11.9 | 801.5 | 3.3 | 4077.5 | 16.8 |
| 均值 | | 3660.3 | 9.4 | 2866.6 | 6.1 | 10810.0 | 23.8 |

3.2 流动性：四季度IPO、减持、可转债发行等可能上升

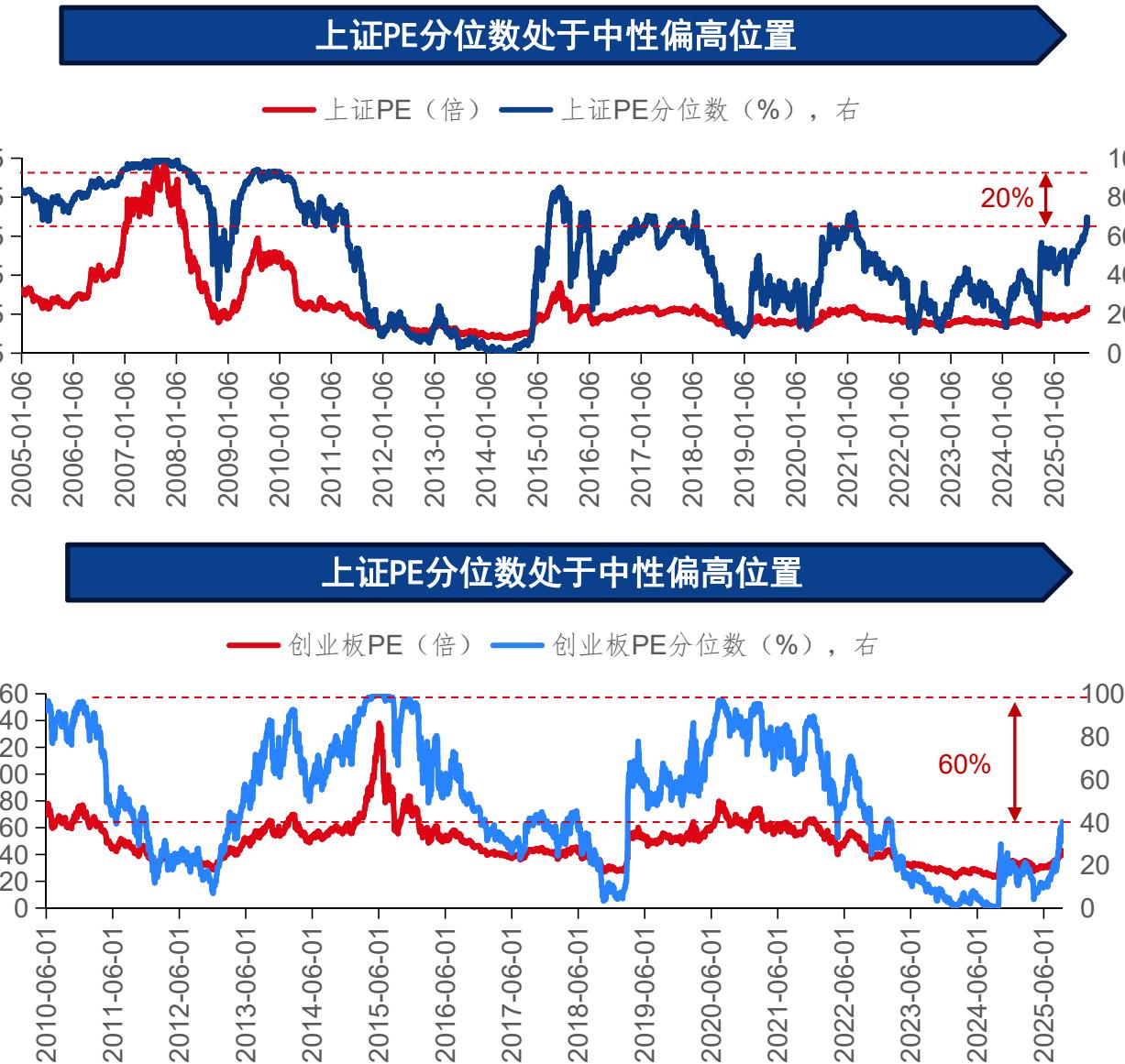
华发集团控股公司

- ◆ **四季度IPO规模可能低位有所回升：**今年以来IPO平均每月发行数量为8只，平均吸纳资金为211.6亿元，处于历史较低位，预计四季度IPO规模可能有所上升，单月吸纳资金可能回升至300-400亿。
- ◆ **四季度减持规模可能继续上升：**今年以来平均每月净减持87亿元，且4月以来减持规模和占比随市场走强呈上升趋势，与市场行情较为相关，四季度A股慢牛延续下减持可能进一步上升，预计四季度单月净减持可能达100-200亿左右。
- ◆ **四季度可转债发行可能加速：**今年以来可转债发行数量和规模均处低位，已上市可转债发行规模总计528.1亿，而到年底可转债发行预案规模总计1106.2亿，显示后续可转债可能加速发行，预计四季度单月可转债发行规模可能在150-200亿。



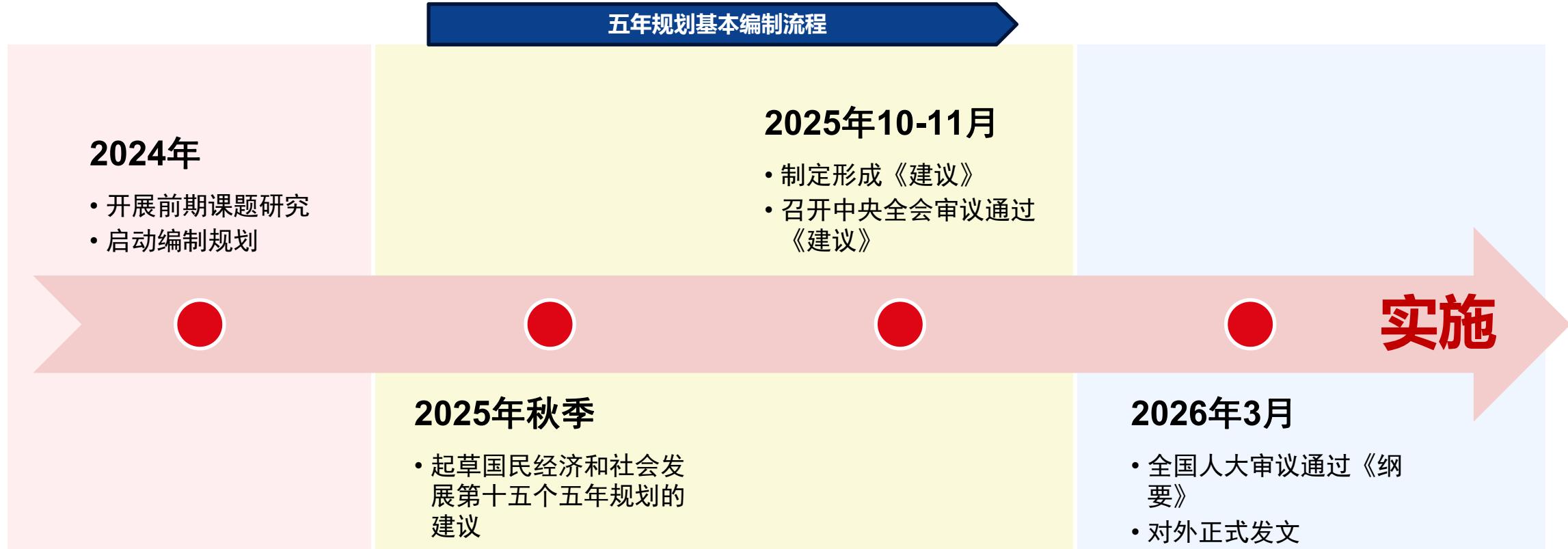
3.3 估值情绪：股市估值已中性偏高

- ◆ 估值处于中性偏高水平，均离牛市高点有一定上升空间。
- ◆ 一是当前上证综指PE为16.6倍，历史分位数约为69%，相较牛市时超过20倍的估值（80%以上的历史分位数）仍有一定的空间。
- ◆ 二是当前创业板指PE为44倍，历史分位数仅为43%，较牛市高点时100倍以上（历史分位数在100%附近）有较大空间。



3.4 政策：四季度依然偏积极，可能继续支撑风险偏好

- ◆ “十五五”规划编制工作一般包括前期研究、纲要起草、广泛征求意见和审议批准四个主要环节。
- ◆ 按现行节奏，预计2025年至2026年上半年将集中开展规划草案的起草与意见征询工作，并于2026年全国两会期间提交全国人大审议后正式发布。
- ◆ 2025年四季度将于10-11月推进《建议》的制定与形成，召开中央全会审议通过；并转入后续程序，直至2026年3月由全国人大审议通过《纲要》并正式发布。



3.4 政策：四季度依然偏积极，可能继续支撑风险偏好

◆ 四季度政策端有望在“十五五”规划下继续加码。

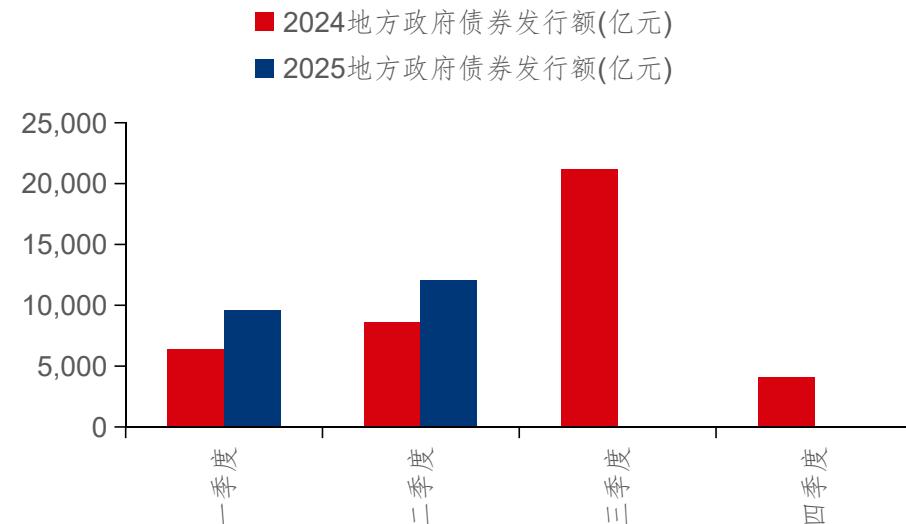
(1) 科技创新：推进人工智能+行动、数字化战略等可能是规划重点强调的方向。

(2) 扩大内需：财政贴息、提升收入、以旧换新、统一大市场等措施全方面提振消费、扩大内需可能是规划的核心方向。

(3) 民营、中小企业政策扶持：延续减税降费与贷款贴息双管齐下，提振企业经营信心，改善企业盈利。

(4) 加强民生保障：育儿补贴和免费学前教育政策则有助于稳定长期人口基本盘，对大消费行业形成长期利好支撑。

2024年与2025年地方政府债券分季度发行额对比



“九五”至“十四五”期间发展战略一览

| 时期 | 发展战略 |
|--------------|---|
| “九五”计划 | 科教兴省战略、经济国际化战略、区域经济共同发展战略 |
| “十五”计划 | 科教兴省战略、经济国际化战略、区域共同发展战略、城市化发展战略、可持续发展战略 |
| “十一五”规划 | 科教兴省战略、经济国际化战略、区域共同发展战略、城市化发展战略、可持续发展战略 |
| “十二五”规划 | 科教与人才强省战略、创新驱动战略、城乡发展一体化战略、经济国际化战略、区域协调发展战略、可持续发展战略 |
| “十三五”规划 | 创新驱动发展战略、科教与人才强省战略、新型城镇化和城乡发展一体化战略、区域协调发展战略、经济国际化战略、可持续发展战略、民生共享战略 |
| “十四五”规划 | 科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动战略、扩大内需战略、乡村振兴战略、区域重大战略、区域协调发展战略、主体功能区战略、新型城镇化战略、文化产业数字化战略、可持续发展战略、自由贸易区提升战略、应对人口老龄化国家战略、国家安全战略 |
| “十五五”规划 (预测) | 科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动战略、扩大内需战略、文化产业数字化战略、可持续发展战略、自由贸易区提升战略、应对人口老龄化国家战略、国家安全战略、国有和民营企业发展战略、文化出海战略..... |

04.

行业配置：四季度科技成长仍是主线，
核心资产和周期也有配置机会

4.1 风格：偏向消费和成长，大盘和小微盘占优

- ◆ **复盘历史，四季度消费和成长风格表现相对占优：**复盘近10年四季度A股大类风格的表现，可以看到10年中分别有5年和4年消费和成长风格相对沪深300的超额收益排名靠前。
- ◆ **复盘历史，四季度超大盘和小微盘表现相对占优：**复盘近10年四季度占优的市值类型，可以看到10年中分别有8年和3年小微盘和超大盘相对沪深300的超额收益排名靠前，总体超额受益呈现微盘>小盘>超大盘>大盘>中盘的排序。

近十年Q4五大风格超额收益

| | 相对沪深300的超额收益 (%) | | | | |
|--------|------------------|-------|--------|--------|--------|
| | 消费风格 | 金融风格 | 周期风格 | 成长风格 | 稳定风格 |
| 2015Q4 | 15.37 | 10.06 | 14.50 | 23.09 | -4.89 |
| 2016Q4 | 0.06 | -1.98 | 1.58 | -5.93 | 8.23 |
| 2017Q4 | -0.22 | -3.95 | -10.19 | -11.29 | -11.71 |
| 2018Q4 | -1.05 | 3.43 | -0.88 | -0.37 | 5.79 |
| 2019Q4 | -1.60 | -0.09 | 0.76 | 0.02 | -6.60 |
| 2020Q4 | -0.71 | -9.43 | -2.67 | -6.02 | -14.14 |
| 2021Q4 | 3.39 | -1.30 | -0.08 | 6.10 | -0.50 |
| 2022Q4 | 3.82 | 3.84 | -1.72 | 0.16 | 1.45 |
| 2023Q4 | 3.15 | -1.06 | 4.07 | 4.02 | 3.31 |
| 2024Q4 | -2.54 | 4.27 | -0.39 | 9.04 | 1.86 |

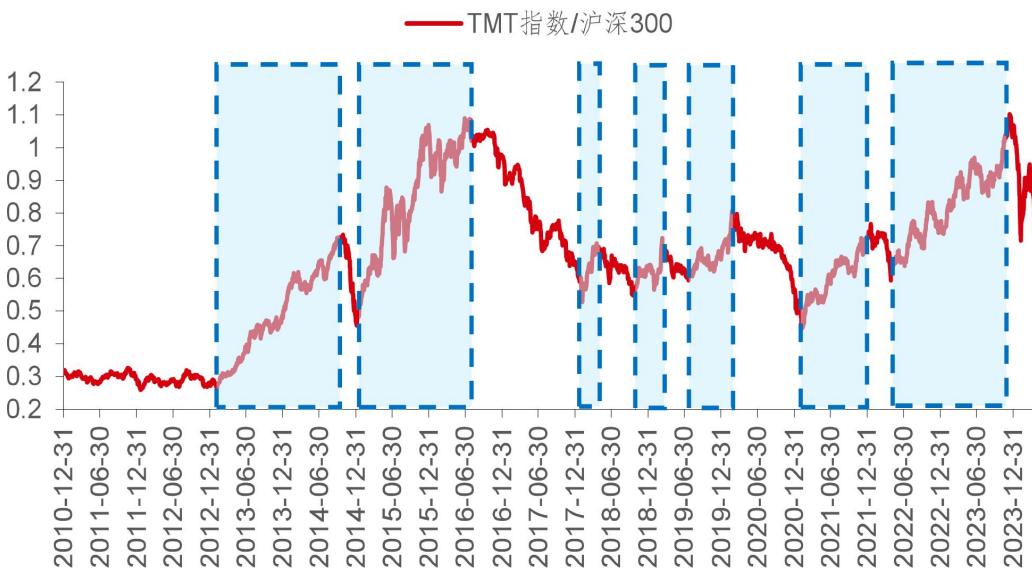
近十年Q4各市值类型超额收益

| | 相对沪深300的超额收益 (%) | | | | |
|--------|------------------|--------|--------|--------|--------|
| | 超大盘 | 大盘 | 中盘 | 小盘 | 微盘 |
| 2015Q4 | 15.07 | 16.38 | 25.79 | 35.99 | 78.35 |
| 2016Q4 | 3.32 | 1.79 | -2.41 | -1.01 | 10.61 |
| 2017Q4 | 8.66 | 4.86 | -5.99 | -10.76 | -11.76 |
| 2018Q4 | -11.90 | -11.84 | -12.99 | -11.28 | 2.38 |
| 2019Q4 | 6.99 | 7.95 | 7.65 | 5.23 | 6.10 |
| 2020Q4 | 16.03 | 14.50 | 2.40 | 1.09 | -2.55 |
| 2021Q4 | 2.11 | 1.91 | 4.51 | 7.42 | 18.10 |
| 2022Q4 | 2.94 | 2.03 | 1.70 | 3.62 | 12.09 |
| 2023Q4 | -6.99 | -6.45 | -4.04 | -2.68 | 9.39 |
| 2024Q4 | -2.60 | -1.69 | -0.48 | 5.27 | 13.02 |

4.2 大类行业：科技成长仍是配置主线

- ◆ 复盘来看，TMT指数有超额收益需具备的条件：产业催化、政策支持、流动性宽松、经济和盈利偏弱。
- ◆ 当前来看，四季度科技仍是主要配置方向。一是四季度人工智能、机器人等科技产业趋势大概率继续上行；二是科技创新支持政策四季度大概率持续；三是四季度美元偏弱、美联储降息下，国内流动性维持宽松；四是四季度经济和盈利延续弱修复趋势。

2010年以来TMT指数相对沪深300获得明显超额收益共有7段



TMT指数相对沪深300获得明显超额期间的纳指涨跌幅、海内外产业政策催化一览

| 开始时间 | 结束时间 | TMT指数涨跌幅 (%) | 沪深300涨跌幅 (%) | TMT指数相对沪深300超额收益 (%) | 纳斯达克涨跌幅 (%) | 产业/政策催化 | 恒生科技涨跌幅 (%) |
|------------|------------|--------------|--------------|----------------------|-------------|--------------------------------------|-------------|
| 2013/2/20 | 2014/9/30 | 131.6 | -8.7 | 140.3 | 39.8 | 苹果发布iOS7、微软发布了Xbox One；半导体周期见底回升 | - |
| 2015/1/8 | 2016/6/29 | 100.3 | -13.5 | 113.8 | 2.8 | 国务院印发《中国制造2025》 | 4.9 |
| 2018/2/5 | 2018/4/9 | 12.7 | -9.8 | 22.4 | -4.0 | 工业互联网峰会召开；两会提出深入实施创新驱动发展战略 | -4.9 |
| 2018/10/30 | 2019/4/1 | 53.1 | 29.2 | 24.0 | 11.0 | 三大运营商2019年5G投资预算超300亿 | 23.2 |
| 2019/8/5 | 2020/3/10 | 35.1 | 8.9 | 26.2 | 4.3 | 科技部发布《国家新一代人工智能创新发展试验区建设工作指引》 | 35.8 |
| 2021/2/4 | 2022/1/12 | 33.5 | -11.7 | 45.2 | 11.6 | 《新型数据中心发展三年行动计划》、《5G应用“扬帆”行动计划》发布 | -41.7 |
| 2022/5/5 | 2023/12/13 | 51.8 | -16.1 | 67.9 | 13.6 | 《生成式人工智能服务管理暂行办法》发布；ChatGPT引领AI大模型浪潮 | -13.6 |

4.2 大类行业：科技成长仍是配置主线

- ◆ 牛市中占优行业多呈现强者恒强和高低切两种特征。
- ◆ 复盘2005年以来A股6轮牛市前期、中期、后期三个阶段中领涨行业的特征，可以看到领涨行业主要分两类：

一是强者恒强，即牛市前期涨幅靠前的行业，中后期继续领涨，如2008/11/4-2009/8/4、2016/2/29-2018/1/26、2020/3/23-2021/12/13；

二是高低切，即牛市中期出现补涨轮动，但前期领涨的行业在后期继续走强，如2005/6/6-2007/10/16、2014/6/20-2015/6/12、2019/1/3-2019/4/22。

牛市中占优行业可能出现分化

| 牛市一阶段 | | 牛市二阶段 | | 牛市三阶段 | | 牛市一阶段 | | 牛市二阶段 | | 牛市三阶段 | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 2005/6/6 | 2007/1/17 | 2007/1/17 | 2007/3/5 | 2007/3/5 | 2007/10/16 | 2008/11/4 | 2009/2/17 | 2009/2/17 | 2009/3/13 | 2009/3/13 | 2009/8/4 |
| TOP5 | LAST5 | TOP5 | LAST5 | TOP5 | LAST5 | TOP5 | LAST5 | TOP5 | LAST5 | TOP5 | LAST5 |
| 非银金融 | 电子 | 环保 | 非银金融 | 煤炭 | 计算机 | 建筑材料 | 银行 | 汽车 | 钢铁 | 煤炭 | 医药生物 |
| 国防军工 | 环保 | 综合 | 食品饮料 | 有色金属 | 电子 | 有色金属 | 美容护理 | 建筑材料 | 传媒 | 有色金属 | 建筑装饰 |
| 食品饮料 | 煤炭 | 汽车 | 银行 | 非银金融 | 农林牧渔 | 国防军工 | 石油石化 | 医药生物 | 轻工制造 | 钢铁 | 传媒 |
| 银行 | 公用事业 | 农林牧渔 | 房地产 | 房地产 | 通信 | 电力设备 | 公用事业 | 银行 | 煤炭 | 房地产 | 农林牧渔 |
| 房地产 | 家用电器 | 计算机 | 石油石化 | 美容护理 | 传媒 | 综合 | 交通运输 | 电力设备 | 石油石化 | 银行 | 公用事业 |
| 牛市一阶段 | | 牛市二阶段 | | 牛市三阶段 | | 牛市一阶段 | | 牛市二阶段 | | 牛市三阶段 | |
| 2014/6/20 | 2015/1/8 | 2015/1/8 | 2015/2/6 | 2015/2/6 | 2015/6/12 | 2016/2/29 | 2017/4/11 | 2017/4/11 | 2017/5/11 | 2017/5/11 | 2018/1/26 |
| TOP5 | LAST5 | TOP5 | LAST5 | TOP5 | LAST5 | TOP5 | LAST5 | TOP5 | LAST5 | TOP5 | LAST5 |
| 非银金融 | 电子 | 计算机 | 煤炭 | 计算机 | 银行 | 建筑材料 | 传媒 | 家用电器 | 国防军工 | 食品饮料 | 纺织服饰 |
| 建筑装饰 | 美容护理 | 传媒 | 银行 | 轻工制造 | 非银金融 | 建筑装饰 | 计算机 | 非银金融 | 综合 | 家用电器 | 环保 |
| 钢铁 | 传媒 | 电子 | 非银金融 | 纺织服饰 | 石油石化 | 食品饮料 | 社会服务 | 食品饮料 | 农林牧渔 | 非银金融 | 传媒 |
| 交通运输 | 医药生物 | 轻工制造 | 建筑装饰 | 通信 | 食品饮料 | 家用电器 | 农林牧渔 | 银行 | 钢铁 | 银行 | 综合 |
| 国防军工 | 轻工制造 | 纺织服饰 | 公用事业 | 电力设备 | 美容护理 | 钢铁 | 纺织服饰 | 电子 | 社会服务 | 钢铁 | 国防军工 |
| 牛市一阶段 | | 牛市二阶段 | | 牛市三阶段 | | 牛市一阶段 | | 牛市二阶段 | | 牛市三阶段 | |
| 2019/1/3 | 2019/3/7 | 2019/3/7 | 2019/3/29 | 2019/3/29 | 2019/4/22 | 2020/3/23 | 2020/7/14 | 2020/7/14 | 2020/11/2 | 2020/11/2 | 2021/12/13 |
| TOP5 | LAST5 | TOP5 | LAST5 | TOP5 | LAST5 | TOP5 | LAST5 | TOP5 | LAST5 | TOP5 | LAST5 |
| 计算机 | 社会服务 | 食品饮料 | 钢铁 | 煤炭 | 美容护理 | 社会服务 | 石油石化 | 汽车 | 商贸零售 | 电力设备 | 房地产 |
| 非银金融 | 建筑装饰 | 社会服务 | 通信 | 家用电器 | 纺织服饰 | 食品饮料 | 通信 | 电力设备 | 通信 | 有色金属 | 传媒 |
| 农林牧渔 | 公用事业 | 美容护理 | 银行 | 汽车 | 轻工制造 | 美容护理 | 建筑装饰 | 家用电器 | 计算机 | 煤炭 | 商贸零售 |
| 电子 | 美容护理 | 轻工制造 | 有色金属 | 农林牧渔 | 计算机 | 医药生物 | 纺织服饰 | 食品饮料 | 农林牧渔 | 基础化工 | 非银金融 |
| 通信 | 银行 | 医药生物 | 传媒 | 通信 | 医药生物 | 商贸零售 | 银行 | 基础化工 | 房地产 | 钢铁 | 家用电器 |

4.2 大类行业：科技成长仍是配置主线

- ◆ 强者恒强主要受产业趋势向上和政策积极、估值和情绪不高等因素驱动。一是政策和产业趋势向上推动强势行业持续领涨，如2008/11/4-2009/8/4期间“四万亿”政策驱动有色金属行业趋势上行、2016/2/29-2018/1/26期间消费升级趋势下食品饮料行业趋势上行、2020/3/23-2021/12/13期间“双碳”政策推动新能源行业趋势上行。二是估值偏低和情绪未过热是强者恒强得以延续、不会出现明显高低切的主要原因：强者恒强时领涨行业估值多中性偏低、成交额占比历史分位数不超过80%。

牛市阶段节点主线行业估值历史分位数中性偏低

| PE历史分位数 (%) | | | | |
|-------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 主线行业 | 2008/11/4 | 2009/2/17 | 2009/3/13 | 2009/8/4 |
| 有色金属 | 0.7% | 24.8% | 20.0% | 92.6% |
| 主线行业 | 2016/2/29 | 2017/4/11 | 2017/5/11 | 2018/1/26 |
| 食品饮料 | 21.0% | 50.2% | 35.8% | 78.3% |
| 主线行业 | 2020/3/23 | 2020/7/14 | 2020/11/2 | 2021/12/13 |
| 电力设备 | 34.3% | 61.9% | 56.6% | 93.9% |

牛市阶段节点主线行业成交额占比分位数通常低于80%

| 成交额占比历史分位数 (%) | | | | |
|----------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 主线行业 | 2008/11/4 | 2009/2/17 | 2009/3/13 | 2009/8/4 |
| 有色金属 | 24.6% | 75.3% | 72.3% | 85.6% |
| 主线行业 | 2016/2/29 | 2017/4/11 | 2017/5/11 | 2018/1/26 |
| 食品饮料 | 14.3% | 10.6% | 17.1% | 43.0% |
| 主线行业 | 2020/3/23 | 2020/7/14 | 2020/11/2 | 2021/12/13 |
| 电力设备 | 80.9% | 42.6% | 89.5% | 97.7% |

4.2 大类行业：科技成长仍是配置主线

- ◆ 高低切主要受前期领涨行业情绪过热、政策和外部事件冲击等因素驱动。（1）产业趋势上行的行业可能成为主线行业，如2007年的非银和地产景气、2015年的TMT、2019年的农林牧渔和食品饮料。（2）前期领涨的行业在中期可能受情绪过热、政策和外部事件冲击等影响而出现调整，呈现高低切的特征。一是主线行业出现调整时估值分位数多超过80%、成交额占比分位数也偏高。二是政策收紧或外部事件偏负面使得大盘出现调整，前期涨幅靠后、估值较低的行业可能阶段性占优。

二阶段高低切至估值较低的行业

| PE分位数 (%) | | | | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| | 2005/6/6 | 2007/1/17 | 2007/3/5 | 2007/10/16 |
| 非银金融 | 98.17 | 91.12 | 90.96 | 86.71 |
| 房地产 | 54.00 | 89.35 | 92.48 | 98.39 |
| 环保 | 33.84 | 49.72 | 65.07 | 90.12 |
| | 2014/6/20 | 2015/1/8 | 2015/2/6 | 2015/6/12 |
| 建筑装饰 | 9.86 | 57.54 | 53.57 | 86.24 |
| 电子 | 57.78 | 63.42 | 68.77 | 99.86 |
| 传媒 | 54.56 | 69.38 | 84.40 | 99.98 |
| 轻工制造 | 73.06 | 82.70 | 86.73 | 100.00 |
| | 2019/1/3 | 2019/3/7 | 2019/3/29 | 2019/4/22 |
| 农林牧渔 | 17.38 | 40.30 | 41.84 | 54.08 |
| 社会服务 | 3.54 | 10.80 | 20.04 | 23.67 |
| 通信 | 39.74 | 81.65 | 74.44 | 78.70 |
| 美容护理 | 10.06 | 32.09 | 39.75 | 37.33 |

二阶段高低切至成交额占比分位数较低的行业

| 成交额占比分位数 (%) | | | | |
|--------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| | 2005/6/6 | 2007/1/17 | 2007/3/5 | 2007/10/16 |
| 非银金融 | 3.80 | 34.90 | 22.60 | 68.20 |
| 房地产 | 37.30 | 98.10 | 91.40 | 61.10 |
| 环保 | 45.00 | 25.70 | 68.30 | 13.10 |
| | 2014/6/20 | 2015/1/8 | 2015/2/6 | 2015/6/12 |
| 建筑装饰 | 19.50 | 95.60 | 87.20 | 87.50 |
| 电子 | 59.40 | 8.00 | 33.40 | 37.60 |
| 传媒 | 84.50 | 40.10 | 94.70 | 58.00 |
| 轻工制造 | 89.70 | 11.30 | 48.20 | 76.40 |
| | 2019/1/3 | 2019/3/7 | 2019/3/29 | 2019/4/22 |
| 农林牧渔 | 43.90 | 54.80 | 67.50 | 83.60 |
| 社会服务 | 40.80 | 4.20 | 45.90 | 30.30 |
| 通信 | 99.90 | 89.70 | 87.60 | 99.10 |
| 美容护理 | 96.70 | 79.10 | 66.40 | 46.90 |

4.2 大类行业：科技成长仍是配置主线

- ◆ 四季度科技成长仍可能强者恒强。（1）短期即使高低切也是成长内部的局部高低切。一是前期领涨的通信、电子等行业当前估值和情绪偏高：当前通信、电子估值历史分位数和成交额占比历史分位数均处于高位。二是当前政策和外部事件偏积极，短期高低切也更多体现在科技成长向补涨成长局部切换，从8月25日后消费电子、电新等补涨可以看出。（2）四季度科技的政策和产业趋势可能持续向上，科技成长可能强者恒强。

本轮牛市一二阶段行业表现

| 2025/4/8 | | 2025/8/25 | | 2025/8/25 | | 2025/9/5 | |
|----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|----------|--------|
| TOP10 | 涨跌幅（%） | LAST10 | 涨跌幅（%） | TOP10 | 涨跌幅（%） | LAST10 | 涨跌幅（%） |
| 通信 | 76.6 | 食品饮料 | 4.1 | 电力设备 | 11.7 | 国防军工 | -8.5 |
| 综合 | 54.4 | 公用事业 | 10.2 | 综合 | 11.6 | 计算机 | -6.0 |
| 电子 | 48.2 | 煤炭 | 12.3 | 有色金属 | 9.4 | 非银金融 | -5.7 |
| 有色金属 | 45.4 | 交通运输 | 14.6 | 通信 | 9.4 | 钢铁 | -3.5 |
| 国防军工 | 44.8 | 银行 | 14.8 | 商贸零售 | 2.1 | 交通运输 | -2.9 |
| 计算机 | 41.1 | 农林牧渔 | 17.7 | 电子 | 1.4 | 建筑材料 | -2.6 |
| 传媒 | 40.5 | 石油石化 | 17.9 | 食品饮料 | 1.1 | 银行 | -2.6 |
| 机械设备 | 36.8 | 家用电器 | 19.0 | 医药生物 | 0.7 | 煤炭 | -2.5 |
| 医药生物 | 35.4 | 建筑装饰 | 21.9 | 农林牧渔 | 0.7 | 建筑装饰 | -2.2 |
| 电力设备 | 35.3 | 社会服务 | 22.2 | 公用事业 | 0.5 | 石油石化 | -1.7 |

本轮牛市领涨行业当前估值和情绪情况

| 行业 | 估值历史分位数（%） | 成交额占比历史分位数（%） | 换手率历史分位数（%） |
|------|------------|---------------|-------------|
| 通信 | 74.9% | 97.9% | 72.6% |
| 综合 | 72.5% | 15.6% | 90.9% |
| 有色金属 | 29.6% | 57.9% | 84.7% |
| 电子 | 80.4% | 96.9% | 89.4% |

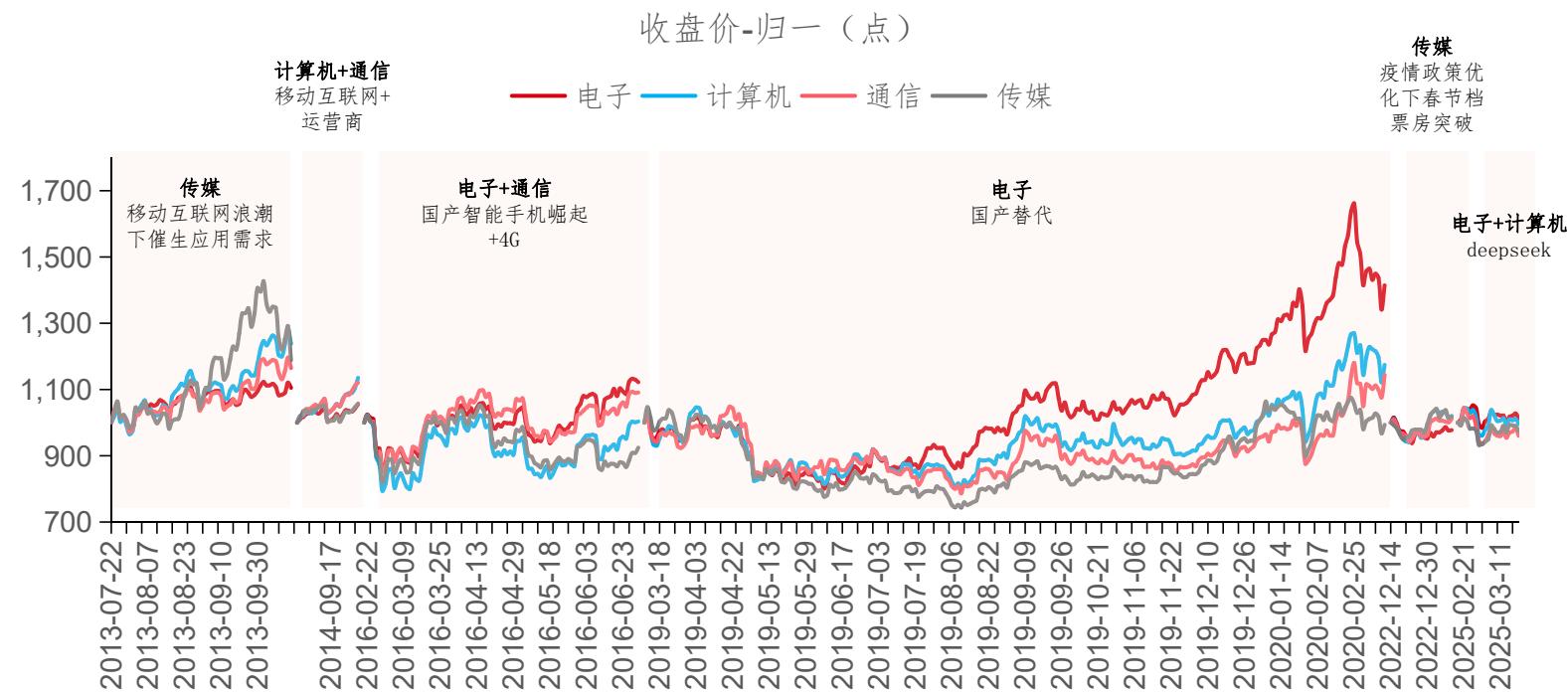
4.2 大类行业：科技成长仍是配置主线

◆ TMT有超额收益且估值处于高位时，子行业轮动主要受产业趋势和政策等因素驱动。

(1) 复盘历史上6段TMT相对沪深300有超额收益、且估值处于高位（2005年以来历史分位数在70%以上）时科技子行业表现，可以看到：占优行业主要受产业趋势上升、政策支持等驱动。一是2013年移动互联网周期下应用端需求爆发，传媒占优；二是2016年国产手机崛起，同时4G用户爆发式增长，电子和通信占优；三是2019年国产替代推动电子占优；四是2025年初DeepSeek推动AI相关的电子和计算机占优。

(2) 今年下半年来看，人形机器人、DeepSeek-R2等产业催化可能推动计算机、机械、传媒等行业表现相对占优。

科技有超额收益且估值处于高位时，产业趋势决定行业轮动顺序



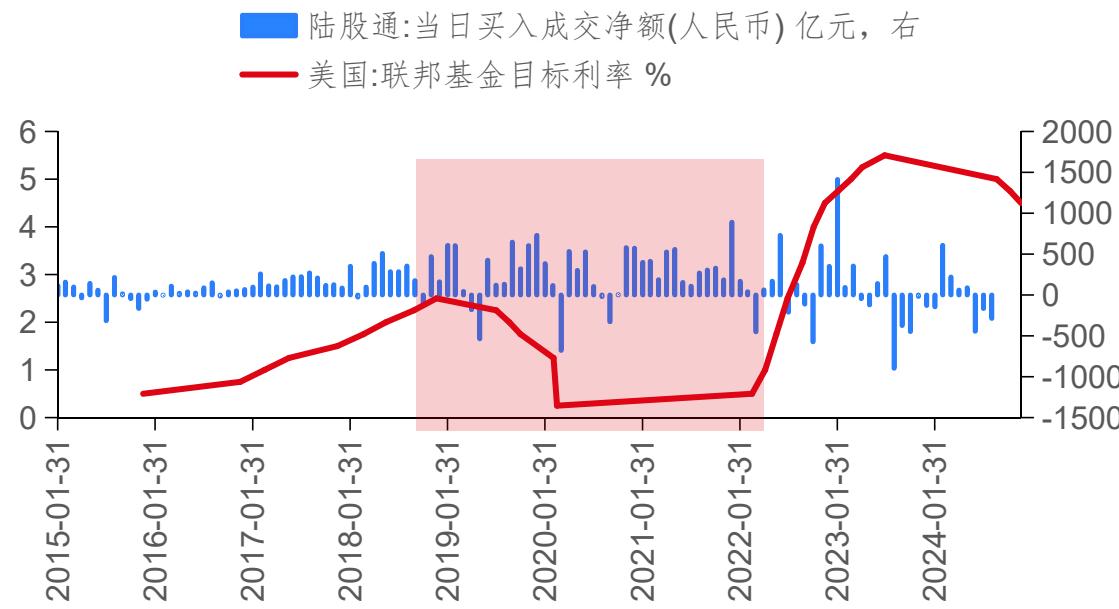
4.2 大类行业：核心资产也是重要配置方向

◆ 美联储降息期间外资多流入A股。

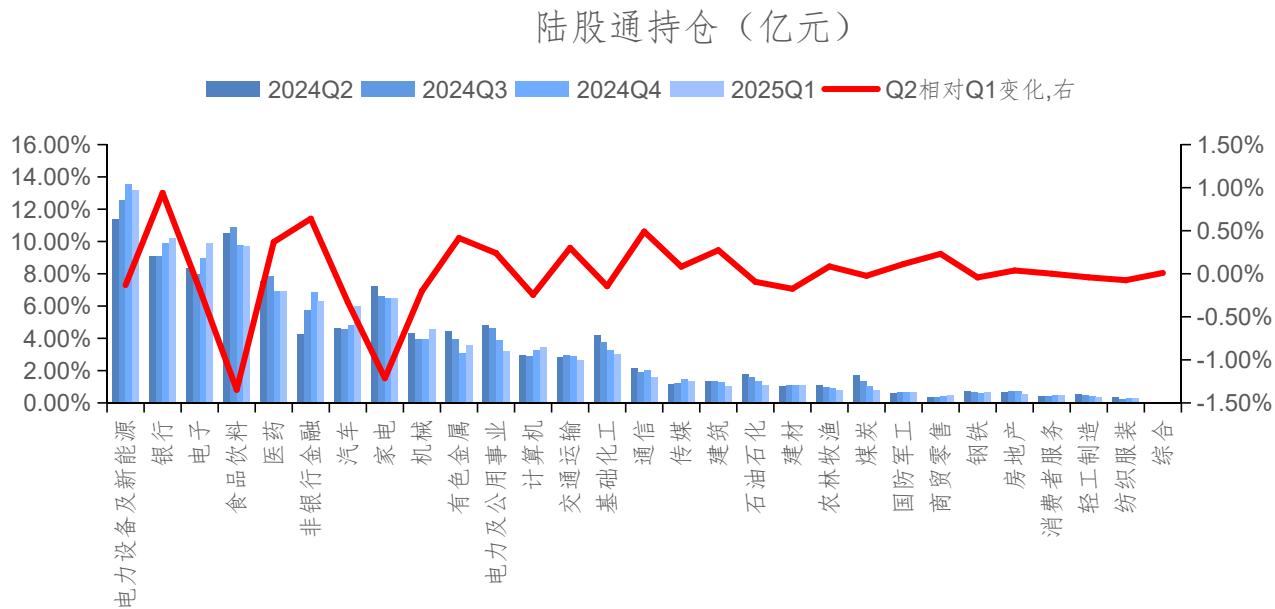
(1) 2019-2022年美联储大幅降息、无限量量化宽松期间外资大幅流入A股，2019/2020/2021年陆股通资金净流入A股规模分别为3517.4、2089.3、4321.7亿元。

(2) 外资明显偏好A股核心资产。2025Q2数据为例，当前外资重仓行业集中在电新、饮食、医药等板块，持仓占比分别为13.1%、8.4%、7.3%。

美联储降息期间外资大幅流入A股



当前外资重仓板块集中在电新、饮食等行业



4.2 大类行业：核心资产也是重要配置方向

◆ 当前核心资产估值性价比来看：

- (1) 食饮估值明显偏低。食品饮料当前PE (TTM) 历史分位数为15. 3%，预测PE (2025E) 为21. 0、预测PE (2026E) 为19. 1，估值均处于偏低位置。
- (2) 今年以来核心资产板块相较科技涨幅明显偏弱，存在补涨机会。今年以来食品饮料、计算机、电力设备涨幅分别为-1. 9%、28. 2%、34. 6%，相对科技板块涨幅排名靠后，后续可能存在补涨机会。

今年以来核心资产和TMT行业涨跌幅和估值水平对比

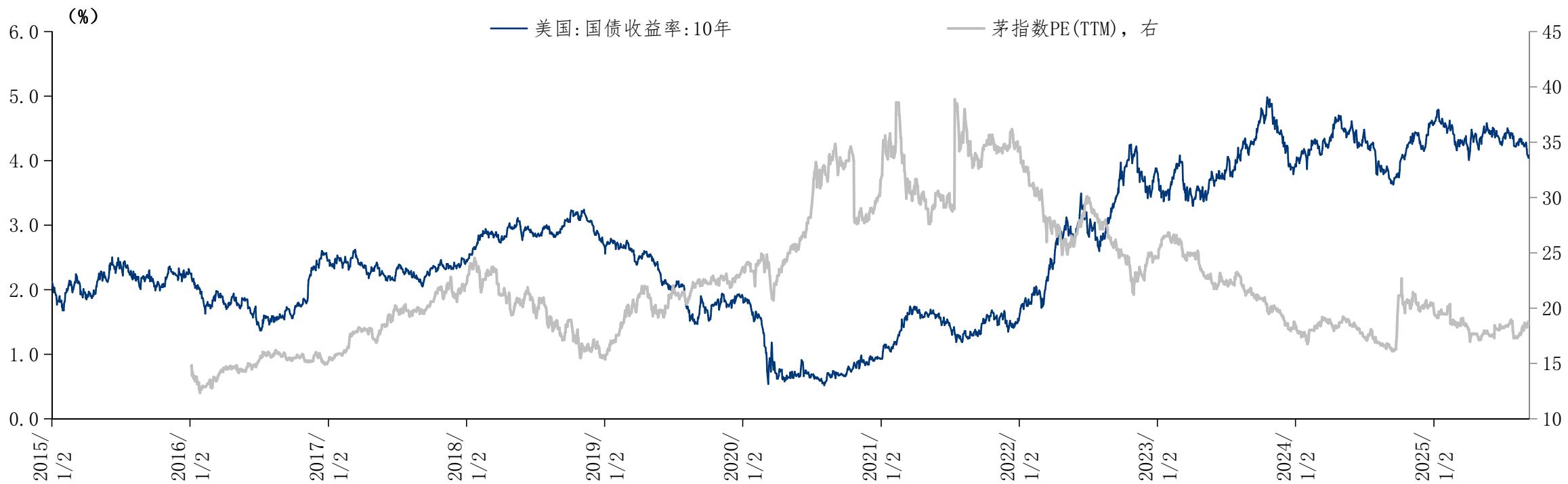
| 行业 | 涨跌幅(今年以来) | 估值 | | |
|------|-----------|----------------------|--------------------|--------------------|
| | | PE(TTM) 历史分位数 (%) | 预测PE(倍) (2025E) | 预测PE(倍) (2026E) |
| 食品饮料 | -1.9% | 15.3% | 21.0 | 19.1 |
| 医药生物 | 26.6% | 68.8% | 41.7 | 33.5 |
| 计算机 | 28.2% | 97.1% | 89.3 | 55.5 |
| 电力设备 | 34.6% | 57.9% | 41.7 | 26.0 |
| 传媒 | 37.1% | 61.2% | 45.1 | 36.9 |
| 电子 | 43.6% | 85.8% | 58.5 | 42.4 |
| 通信 | 62.7% | 77.3% | 24.5 | 21.5 |

4.2 大类行业：核心资产也是重要配置方向

◆ 四季度核心资产估值可能提升，分子端盈利有望继续改善。

(1) 四季度美债收益率可能回落，核心资产估值可能提升。一是核心资产估值与美债收益率呈一定的负相关性，若美债收益率回落则对核心资产估值有提振作用。二是美国经济增长和就业市场放缓趋势延续，美联储四季度大概率降息，美元走弱下美债收益率可能回落，核心资产估值可能提升。

十年期美债收益率走势与茅指数呈现明显负相关性

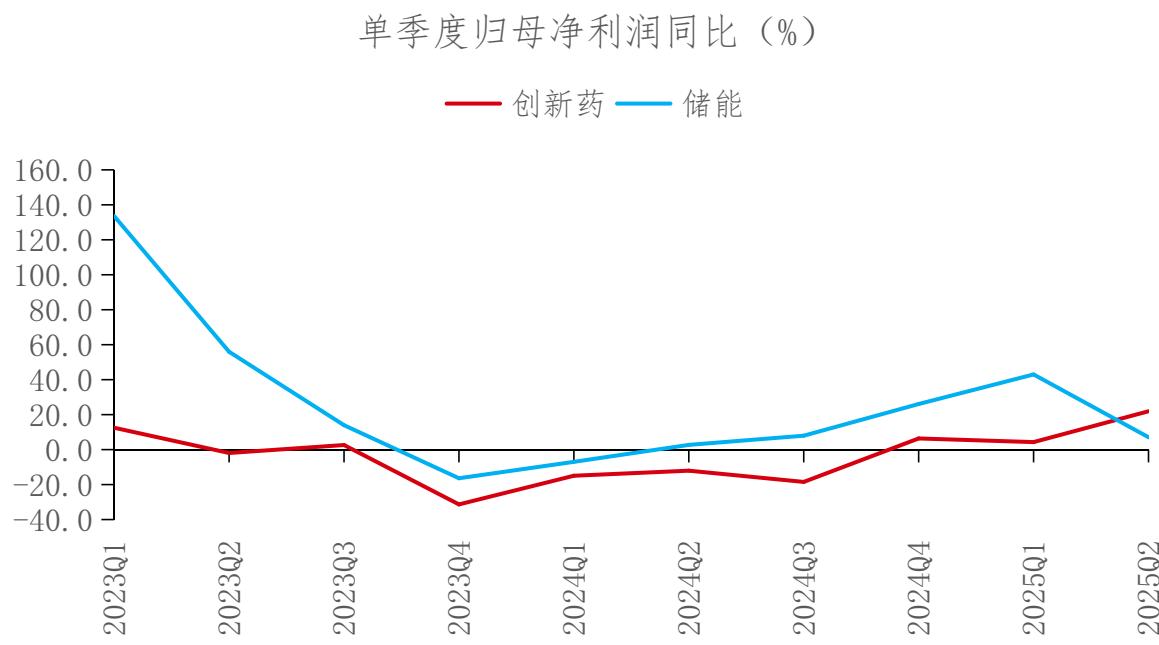


4.2 大类行业：核心资产也是重要配置方向

◆ 四季度核心资产估值可能提升，分子端盈利有望继续改善。

(2) 核心资产相关的多数行业盈利预期可能边际改善：四季度经济和收入预期可能有所修复，同时提振内需的政策持续落地实施，医药、电新、食品饮料等行业下半年盈利预期可能边际改善。

创新药和储能行业单季度盈利持续回升



今年部分重磅出海BD交易

| 时间 | 转让方 | 受让方 | 总交易金额 |
|-----------|----------|---------------------------|------------|
| 2025/1/24 | 启德医药 | bioheaven及Aimebio | 超130亿美元 |
| 2025/7/28 | 恒瑞医药 | GSK | 最高120亿美元 |
| 2025/5/20 | 三生国健及关联方 | Pfizer | 最高48亿美元 |
| 2025/6/26 | 荣昌生物 | vor biopharma | 最高42.3亿美元 |
| 2025/7/30 | 石药集团 | Madrigal Pharmaceuticals | 最高19.55亿美元 |
| 2025/6/2 | 翰森制药 | Regeneron Pharmaceuticals | 最高19.3亿美元 |

4.2 大类行业：部分周期也有配置机会

- ◆ 人民币升值下部分核心资产和周期四季度可能有配置机会。

一是复盘2017年以来人民币兑美元汇率升值期间A股行业的表现，可以看到：首先，核心资产相关的行业表现相对占优，如2017.12-2018.2的家电、2018.11-2019.2和2022.11-2023.1的食品饮料、2020.5-2021.2的社服和电新、2021.4-2021.5的美容护理，主要源于外资流入；其次，周期行业表现也相对偏强，如2017.5-2017.9的有色金属、2023.11-2024.1的煤炭，主要源于经济预期上升等。

二是四季度部分核心资产和周期行业可能有配置机会：首先，在美联储降息、国内经济修复预期回升的背景下，四季度人民币对美元汇率可能维持震荡偏强趋势；其次，比照历史复盘经验，四季度汇率升值可能导致医药、电新等核心资产行业和有色金属等周期行业表现偏强。

人民币升值期涨幅前十的行业一览

| 行业涨跌幅 (%) | | | | | |
|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|--|
| 2017/5/3-2017/9/11 | 2017/12/11-2018/2/1 | 2018/11/26-2019/2/1 | 2019/12/5-2020/1/22 | 2020/5/26-2021/2/9 | |
| 有色金属 35.2 | 家用电器 14.2 | 食品饮料 13.7 | 电子 26.9 | 社会服务 152.4 | |
| 煤炭 26.7 | 食品饮料 13.1 | 家用电器 9.3 | 计算机 20.3 | 电力设备 104.8 | |
| 钢铁 24.6 | 银行 13.1 | 农林牧渔 7.5 | 传媒 17.9 | 食品饮料 84.4 | |
| 非银金融 18.6 | 房地产 13.0 | 电力设备 7.1 | 电力设备 16.9 | 汽车 66.1 | |
| 银行 14.5 | 煤炭 9.3 | 通信 4.8 | 有色金属 15.0 | 石油石化 64.5 | |
| 食品饮料 11.5 | 石油石化 8.0 | 银行 3.3 | 通信 14.6 | 基础化工 63.7 | |
| 电子 9.7 | 社会服务 6.4 | 非银金融 1.7 | 综合 13.5 | 有色金属 63.1 | |
| 计算机 9.3 | 钢铁 4.5 | 建筑材料 1.3 | 基础化工 13.5 | 家用电器 44.6 | |
| 基础化工 7.0 | 交通运输 1.6 | 机械设备 0.0 | 汽车 13.1 | 美容护理 44.6 | |
| 家用电器 6.3 | 建筑材料 1.0 | 汽车 0.0 | 轻工制造 12.2 | 机械设备 41.8 | |
| 2021/4/2-2021/5/31 | 2022/11/4-2023/1/16 | 2023/11/10-2024/1/2 | 2024/8/9-2024/9/30 | | |
| 美容护理 27.9 | 食品饮料 30.9 | 煤炭 9.7 | 非银金融 39.2 | | |
| 有色金属 17.2 | 非银金融 21.4 | 公用事业 2.6 | 计算机 33.7 | | |
| 食品饮料 13.7 | 家用电器 20.5 | 综合 2.6 | 房地产 31.3 | | |
| 电力设备 13.6 | 建筑材料 19.6 | 农林牧渔 2.4 | 电力设备 26.4 | | |
| 医药生物 12.1 | 银行 18.6 | 纺织服饰 1.1 | 传媒 25.6 | | |
| 煤炭 9.7 | 房地产 17.2 | 有色金属 0.8 | 通信 24.8 | | |
| 基础化工 9.6 | 传媒 15.9 | 石油石化 0.4 | 家用电器 24.1 | | |
| 汽车 7.8 | 轻工制造 15.2 | 机械设备 -0.1 | 综合 22.7 | | |
| 国防军工 7.8 | 美容护理 14.2 | 国防军工 -0.9 | 汽车 22.5 | | |
| 综合 6.9 | 商贸零售 12.6 | 交通运输 -1.7 | 美容护理 21.4 | | |

4.2 大类行业：部分周期也有配置机会

- ◆ 固收资金流入下科技成长和周期中的大盘可能占优。
- ◆ 首先，复盘历史，牛市中期债熊股牛期间成长和周期风格占优，同时中大盘相对偏强。
- ◆ 其次，四季度债可能震荡偏弱、A股可能延续慢牛走势，成长和周期中的大盘可能相对偏强。

| 二十大类行业风格表现（2005-2020年） | | | | | | | | | | | | |
|------------------------|-----------|----------|------------|-----------|------------|------------|-----------|-------|------------|------|-----------|------|
| 拐点前风格 涨跌幅排名 | 2005/7/18 | | 2008/11/7 | | 2010/7/5 | | 2014/1/13 | | 2016/1/13 | | 2020/3/23 | |
| | 2006/9/21 | 2009/1/7 | 2010/8/13 | 2015/2/13 | 2016/10/26 | 2020/4/23 | | | | | | |
| 1 | 金融 | 86.0 | 成长 | 39.7 | 消费 | 21.0 | 稳定 | 91.1 | 消费 | 15.3 | 消费 | 12.3 |
| 2 | 消费 | 69.7 | 消费 | 29.3 | 成长 | 20.1 | 金融 | 90.1 | 周期 | 11.6 | 周期 | 2.9 |
| 3 | 成长 | 69.7 | 周期 | 25.3 | 周期 | 19.0 | 周期 | 60.5 | 金融 | 8.5 | 稳定 | 2.4 |
| 4 | 周期 | 51.0 | 金融 | 14.1 | 稳定 | 9.8 | 成长 | 60.3 | 成长 | 7.6 | 成长 | 1.7 |
| 5 | 稳定 | 6.5 | 稳定 | 13.7 | 金融 | 8.4 | 消费 | 42.2 | 稳定 | 3.9 | 金融 | 1.2 |
| 拐点后风格 涨跌幅排名 | 2006/9/21 | | 2009/1/7 | | 2010/8/13 | | 2015/2/13 | | 2016/10/26 | | 2020/4/23 | |
| | 2007/7/15 | 2009/2/5 | 2010/11/11 | 2015/4/9 | 2017/4/10 | 2020/12/14 | | | | | | |
| 1 | 金融 | 198.3 | 周期 | 14.1 | 成长 | 37.0 | 成长 | 39.3 | 稳定 | 11.8 | 消费 | 34.1 |
| 2 | 周期 | 165.8 | 成长 | 14.1 | 周期 | 35.8 | 周期 | 37.7 | 周期 | 1.9 | 周期 | 26.0 |
| 3 | 消费 | 146.7 | 金融 | 13.4 | 消费 | 25.1 | 消费 | 33.0 | 消费 | 1.1 | 成长 | 22.9 |
| 4 | 稳定 | 137.2 | 消费 | 8.2 | 稳定 | 13.6 | 稳定 | 32.8 | 金融 | -0.4 | 金融 | 16.7 |
| 5 | 成长 | 108.0 | 稳定 | 5.6 | 金融 | 11.6 | 金融 | 24.1 | 成长 | -6.2 | 稳定 | 5.2 |
| 拐点前市值 涨跌幅排名 | 2005/7/18 | | 2008/11/7 | | 2010/7/5 | | 2014/1/13 | | 2016/1/13 | | 2020/3/23 | |
| | 2006/9/21 | 2009/1/7 | 2010/8/13 | 2015/2/13 | 2016/10/26 | 2020/4/23 | | | | | | |
| 1 | 微盘 | 121.2 | 微盘 | 51.5 | 微盘 | 23.3 | 微盘 | 111.4 | 微盘 | 53.0 | 超大盘 | 6.3 |
| 2 | 中盘 | 115.7 | 小盘 | 39.1 | 小盘 | 22.1 | 小盘 | 61.1 | 小盘 | 10.1 | 大盘 | 4.6 |
| 3 | 小盘 | 100.3 | 中盘 | 34.3 | 中盘 | 20.6 | 超大盘 | 59.6 | 超大盘 | 5.5 | 中盘 | 3.4 |
| 4 | 大盘 | 58.8 | 大盘 | 15.6 | 大盘 | 12.5 | 大盘 | 56.0 | 中盘 | 5.1 | 小盘 | 1.5 |
| 5 | 超大盘 | 52.2 | 超大盘 | 11.5 | 超大盘 | 6.4 | 中盘 | 54.7 | 大盘 | 3.8 | 微盘 | 1.0 |
| 拐点后市值 涨跌幅排名 | 2006/9/21 | | 2009/1/7 | | 2010/8/13 | | 2015/2/13 | | 2016/10/26 | | 2020/4/23 | |
| | 2007/7/15 | 2009/2/5 | 2010/11/11 | 2015/4/9 | 2017/4/10 | 2020/12/14 | | | | | | |
| 1 | 超大盘 | 171.8 | 小盘 | 15.0 | 小盘 | 29.6 | 微盘 | 40.2 | 超大盘 | 4.9 | 大盘 | 28.7 |
| 2 | 大盘 | 169.4 | 微盘 | 14.3 | 中盘 | 28.2 | 小盘 | 39.7 | 大盘 | 4.0 | 超大盘 | 25.7 |
| 3 | 中盘 | 153.6 | 中盘 | 13.0 | 微盘 | 25.5 | 中盘 | 37.5 | 微盘 | 1.9 | 微盘 | 23.0 |
| 4 | 小盘 | 139.7 | 大盘 | 11.0 | 大盘 | 24.3 | 大盘 | 23.7 | 中盘 | -2.4 | 中盘 | 17.5 |
| 5 | 微盘 | 139.2 | 超大盘 | 10.4 | 超大盘 | 15.2 | 超大盘 | 17.0 | 小盘 | -6.0 | 小盘 | 12.6 |

4.2 大类行业：部分周期也有配置机会

- ◆ 融资流入下中小盘科技成长和周期行业可能可能占优。
- ◆ 首先，复盘历史，融资大幅流入期间产业趋势上行和政策导向的行业占优。
- ◆ 其次，四季度融资可能继续流入，产业趋势上行的行业主要指向科技成长，政策支持的方向指向科技和周期行业。

| 融资大幅流入期间风格和行业涨跌幅排名一览 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|----------------------|------------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|-----------|----------|----------|-----------|------------|-----------|
| 大类风格 | 2014/11/7 | 2015/2/27 | 2015/10/9 | 2019/2/15 | 2020/6/5 | 2021/5/14 | 2022/6/10 | 2024/2/23 | 2024/9/27 | 2025/2/5 | 2014/12/19 | 2015/6/19 | 2015/11/20 | 2019/4/19 | 2020/7/17 | 2021/6/4 | 2022/7/8 | 2024/3/22 | 2024/12/13 | 2025/3/14 |
| | 2014/12/19 | 2015/6/19 | 2015/11/20 | 2019/4/19 | 2020/7/17 | 2021/6/4 | 2022/7/8 | 2024/3/22 | 2024/12/13 | 2025/3/14 | | | | | | | | | | |
| 1 | 金融 52.4 | 成长 79.2 | 成长 34.2 | 成长 27.7 | 消费 17.5 | 成长 8.4 | 消费 9.3 | 成长 10.8 | 成长 34.5 | 成长 12.5 | | | | | | | | | | |
| 2 | 稳定 37.0 | 周期 75.3 | 周期 25.5 | 消费 27.6 | 成长 17.4 | 消费 7.5 | 成长 9.0 | 周期 6.3 | 周期 15.6 | 周期 8.2 | | | | | | | | | | |
| 3 | 周期 11.9 | 消费 67.7 | 消费 22.0 | 周期 25.4 | 金融 11.0 | 金融 3.6 | 周期 5.1 | 消费 2.8 | 消费 14.5 | 消费 7.9 | | | | | | | | | | |
| 4 | 成长 7.7 | 稳定 59.2 | 金融 20.8 | 金融 22.5 | 周期 10.9 | 周期 3.5 | 稳定 2.4 | 稳定 0.3 | 稳定 14.2 | 金融 3.4 | | | | | | | | | | |
| 5 | 消费 7.4 | 金融 22.0 | 稳定 15.6 | 稳定 18.5 | 稳定 6.9 | 稳定 0.9 | 金融 1.8 | 金融 -2.8 | 金融 9.1 | 稳定 2.0 | | | | | | | | | | |
| 市值风格 | 2014/11/7 | 2015/2/27 | 2015/10/9 | 2019/2/15 | 2020/6/5 | 2021/5/14 | 2022/6/10 | 2024/2/23 | 2024/9/27 | 2025/2/5 | 2014/12/19 | 2015/6/19 | 2015/11/20 | 2019/4/19 | 2020/7/17 | 2021/6/4 | 2022/7/8 | 2024/3/22 | 2024/12/13 | 2025/3/14 |
| | 2014/12/19 | 2015/6/19 | 2015/11/20 | 2019/4/19 | 2020/7/17 | 2021/6/4 | 2022/7/8 | 2024/3/22 | 2024/12/13 | 2025/3/14 | | | | | | | | | | |
| 1 | 超大盘 43.6 | 微盘 115.8 | 微盘 44.7 | 微盘 38.3 | 中盘 14.6 | 超大盘 6.5 | 微盘 7.3 | 微盘 19.5 | 微盘 53.3 | 微盘 16.7 | | | | | | | | | | |
| 2 | 大盘 33.6 | 小盘 86.4 | 小盘 28.9 | 小盘 32.4 | 大盘 13.7 | 大盘 6.2 | 小盘 7.0 | 小盘 8.7 | 小盘 31.8 | 小盘 13.2 | | | | | | | | | | |
| 3 | 中盘 9.4 | 中盘 67.2 | 中盘 23.4 | 中盘 27.5 | 小盘 12.4 | 小盘 6.1 | 中盘 6.7 | 中盘 4.3 | 中盘 21.4 | 中盘 9.1 | | | | | | | | | | |
| 4 | 小盘 2.3 | 大盘 30.2 | 大盘 14.8 | 大盘 20.8 | 超大盘 8.5 | 微盘 5.5 | 超大盘 6.0 | 大盘 1.9 | 大盘 11.3 | 大盘 4.9 | | | | | | | | | | |
| 5 | 微盘 -1.0 | 超大盘 15.6 | 超大盘 11.8 | 超大盘 18.8 | 微盘 6.1 | 中盘 5.4 | 大盘 5.8 | 超大盘 0.7 | 超大盘 7.9 | 超大盘 4.8 | | | | | | | | | | |
| 行业 | 2014/11/7 | 2015/2/27 | 2015/10/9 | 2019/2/15 | 2020/6/5 | 2021/5/14 | 2022/6/10 | 2024/2/23 | 2024/9/27 | 2025/2/5 | 2014/12/19 | 2015/6/19 | 2015/11/20 | 2019/4/19 | 2020/7/17 | 2021/6/4 | 2022/7/8 | 2024/3/22 | 2024/12/13 | 2025/3/14 |
| | 2014/12/19 | 2015/6/19 | 2015/11/20 | 2019/4/19 | 2020/7/17 | 2021/6/4 | 2022/7/8 | 2024/3/22 | 2024/12/13 | 2025/3/14 | | | | | | | | | | |
| 1 | 非银金融 82.4 | 轻工制造 97.3 | 电子 34.1 | 农林牧渔 39.2 | 社会服务 51.1 | 食品饮料 12.5 | 电力设备 16.2 | 传媒 17.7 | 商贸零售 48.5 | 计算机 22.5 | | | | | | | | | | |
| 2 | 建筑装饰 42.9 | 纺织服饰 94.6 | 计算机 33.3 | 计算机 34.7 | 医药生物 21.3 | 基础化工 10.0 | 农林牧渔 12.4 | 汽车 13.9 | 计算机 47.5 | 机械设备 16.0 | | | | | | | | | | |
| 3 | 钢铁 41.2 | 计算机 87.3 | 综合 30.7 | 综合 33.7 | 国防军工 21.1 | 电力设备 9.9 | 家用电器 12.2 | 计算机 13.2 | 传媒 44.0 | 国防军工 13.7 | | | | | | | | | | |
| 4 | 银行 40.5 | 电力设备 77.5 | 非银金融 30.4 | 国防军工 33.6 | 食品饮料 18.8 | 汽车 8.3 | 汽车 12.0 | 通信 13.0 | 综合 43.3 | 传媒 13.6 | | | | | | | | | | |
| 5 | 交通运输 32.6 | 综合 76.9 | 通信 29.5 | 通信 33.5 | 电力设备 18.7 | 非银金融 7.9 | 医药生物 10.3 | 电子 11.6 | 电子 38.9 | 汽车 13.4 | | | | | | | | | | |
| 6 | 公用事业 22.5 | 电子 75.5 | 电力设备 28.1 | 非银金融 31.7 | 传媒 18.2 | 电子 7.8 | 机械设备 9.8 | 有色金属 11.2 | 社会服务 34.1 | 美容护理 13.0 | | | | | | | | | | |
| 7 | 房地产 21.0 | 国防军工 75.4 | 环保 27.7 | 建筑材料 28.9 | 非银金融 17.0 | 通信 7.5 | 国防军工 9.0 | 机械设备 10.6 | 机械设备 30.5 | 社会服务 12.1 | | | | | | | | | | |
| 8 | 煤炭 20.2 | 商贸零售 75.4 | 纺织服饰 26.7 | 家用电器 28.8 | 综合 16.6 | 国防军工 7.4 | 电子 7.7 | 综合 10.5 | 轻工制造 29.3 | 钢铁 11.6 | | | | | | | | | | |
| 9 | 环保 16.6 | 通信 74.0 | 有色金属 26.4 | 煤炭 28.7 | 电子 16.4 | 社会服务 6.3 | 有色金属 7.6 | 国防军工 10.4 | 环保 27.4 | 食品饮料 11.4 | | | | | | | | | | |
| 10 | 有色金属 13.6 | 农林牧渔 73.5 | 基础化工 26.3 | 基础化工 28.7 | 有色金属 15.0 | 有色金属 5.2 | 食品饮料 7.4 | 电力设备 9.4 | 国防军工 25.9 | 电子 10.6 | | | | | | | | | | |

4.2 大类行业：部分周期也有配置机会

2016年供给侧改革政策核心和所涉产业一览

◆ 复盘历史，2016年和2020年供给侧改革政策均是通过去产能提升产品价格，政策力度强、出清效果好的行业直接受益：

◆ 首先，2016年核心矛盾是产能严重过剩、库存高企、杠杆和成本过高，因此提出了“三去一降一补”的政策，核心是去产能、去杠杆；2016年去产能主要通过总量压缩、环保等手段。

| 时间 | 行业 | 政策核心 | 具体举措 | 历时 | 政策效果 |
|------|--------------|---------------|--|------|---|
| 2016 | 钢铁 | 政策主导、“硬指标”去产能 | 2016年2月国务院印发《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，明确提出从2016年开始，用5年时间再压减粗钢产能1亿-1.5亿吨。 | 2-3年 | 2016年化解过剩产能6500万吨，2017年继续化解炼钢产能5500万吨，2018年再次去产能3000万吨，提前2年完成了1.5亿吨的去产能上限目标。 钢材综合价格指数2016年2月-2018年底期间上涨86.2% |
| | | | 2016年2月国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，要求在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右。 | 3年 | 2018年底，煤炭行业累计化解8.1亿吨，通过过剩产能的化解，实现了市场供需基本平衡。 中国煤炭价格指数在2016年2月-2018年底上涨31% |
| | 煤电 | | 2017年8月发改委印发《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》，要求“十三五”期间，全国停建和缓建煤电产能1.5亿千瓦，淘汰落后产能0.2亿千瓦以上。 | 3年 | 截至2020年年底，我国全口径总电力装机容量22亿千瓦，其中煤电10.8亿千瓦，占总装机容量比重为49.1%，首次低于50%。“2020年年底中国煤电装机规模控制在11亿千瓦以内”目标得以实现。 |
| | 家电、消费电子、纺服、食 | | 2016年9月国务院引发《消费品标准和质量提升规划》，强调改革标准供给体系、优化标准供给结构、夯实消费品工业质量基础等 | 3年左右 | 2017年家电、通讯器材、饮料商品零售额累计同比增速分别为9.3%、11.7%、10.3% |
| | 建材、有色金属、石化 | | 国务院《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》、《国务院办公厅关于石化产业调整结构促转型增效益的指导意见》、《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》 | 3年左右 | 2016-2017年期间水泥价格指数、南华玻璃指数分别上涨89%、88%；2017年水泥和平板玻璃产量同比增速下降至-0.2%、3.5% |

4.2 大类行业：部分周期也有配置机会

2020年供给侧改革政策核心和所涉产业一览

◆ 复盘历史，2016年和2020年供给侧改革政策均是通过去产能提升产品价格，政策力度强、出清效果好的行业直接受益：

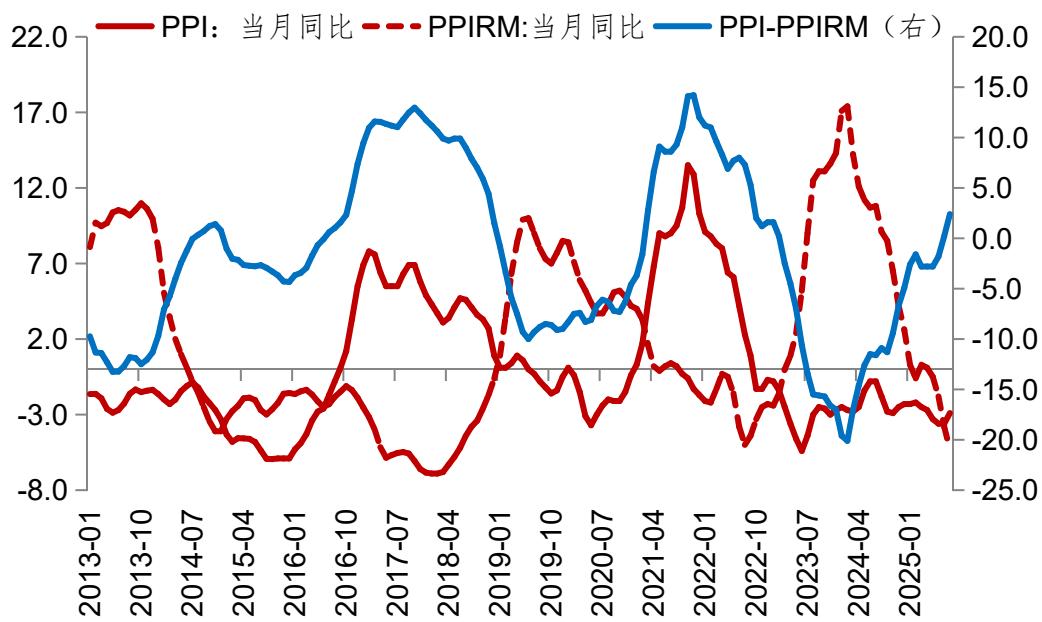
◆ 其次，2020年核心矛盾是产业链供应链韧性不足、要素市场化配置不够高效，因此提出了“双碳”等政策，核心是控能耗、去产能；2020年去产能主要通过控制能耗等手段。

| 时间 | 行业 | 政策核心 | 具体举措 | 历时 | 政策效果 |
|------|----------------|------------------------------------|--|----------------|---|
| 2020 | 钢铁、煤炭、煤电 | 继续淘汰“僵尸企业”和落后产能，但目标从“总量压缩”转向“质量提升” | 《六部门：推进2020年重点领域化解过剩产能工作》要求，加快推动行业高质量发展，鼓励传统钢城煤城开展转型升级，通过技术创新、产业融合、发展新兴产业等方式，形成新的经济增长点，推动产业向专业化、高品质和价值链高端延伸，促进行业高质量发展。 | 5年 以上 | “十三五”期间全国累计退出煤矿约5500处。 2020年动力煤（5500大卡）均价约570元/吨，2021年一度涨至1500元/吨以上。 |
| | | 手段从行政化转向市场化，如通过环保、安全、技术标准倒逼低效产能退出 | 2021年12月，通过加强钢铁行业改扩建项目清洁生产评价、加快行业能源结构与工艺流程优化等大力推行清洁生产，促进钢铁行业绿色转型 | | “十三五”期间累计退出钢铁落后产能达1.5亿吨以上；自2021年7月以来，粗钢产量连续6月保持同比下降：全年累计粗钢产量10.33亿吨，同比减少约3200万吨，下降3.0%；累计粗钢表观消费量约9.92亿吨，同比下降5.3%。 至2021年末，国内钢材综合价格指数131.70点，较2021年最高点下降24.7% |
| | 地产、建筑、建材、家电 | 房住不炒、城市更新、建筑业升级 | 2019年12月中央经济工作会议强调房住不炒，2022年1月住房和城乡建设部强调推进住房供给侧结构性改革，同时推动建筑业转型升级 | 长期 渐进 优化 | 2020年商品房平均销售价格为9860元/平方米，2021年上涨到10139元/平方米；截至2021年6月底，百强上市房企有息负债规模合计4.2万亿元，同比增速转正为负，达到-0.9%，终结了2018年至2020年杠杆激进扩张的时代 |
| | 新能源汽车、智能家电、电子等 | 强调创新驱动、注重科技与消费的融合 | 2019年底《推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案》提出，巩固产业升级势头，不断优化市场供给，如大幅降低新能源汽车成本、推动绿色智能家电研发和产业化、积极推进5G手机商业应用等 | | 2020-2021年期间多晶硅综合价格指数(SPI)上涨236%，碳酸锂(电池级, 99.5%, 国产)平均价上涨439% |

4.2 大类行业：部分周期也有配置机会

- ◆ 反内卷政策使得四季度周期行业有配置机会。一是反内卷政策的核心是通过反内卷去产能、提价格，PPI可能回升。二是PPI回升时周期行业表现可能相对偏强。三是从政策可能着力较强的行业来看，钢铁、有色金属、建材、石化等发改委重点提及的十大行业基本面改善预期可能较大。

PPI同比增速低位有所企稳（单位：%）



PPI回升时，周期行业表现相对占优

| 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 | 22.2 | 煤炭 | 17.5 | 有色金属 | 92.4 |
| 房地产 | 20.5 | 有色金属 | 16.7 | 非银金融 | 70.7 |
| 电力设备 | 19.4 | 石油石化 | 15.8 | 钢铁 | 61.5 |
| 农林牧渔 | 18.1 | 公用事业 | 14.6 | 国防军工 | 53.6 |
| 商贸零售 | 17.1 | 通信 | 8.1 | 交通运输 | 46.7 |
| 汽车 | 16.9 | 交通运输 | 8.1 | 汽车 | 43.4 |
| 社会服务 | 16.8 | 银行 | 7.9 | 房地产 | 43.3 |
| 非银金融 | 16.7 | 基础化工 | 5.6 | 轻工制造 | 43.2 |
| 建筑材料 | 16.5 | 汽车 | 3.7 | 电力设备 | 2.6 |
| 2012/9/1 | | | | | |
| 2012/11/30 | 2015/9/1 | 2020/5/1 | 2023/6/1 | | |
| 2015/11/30 | 2020/7/31 | 2023/8/31 | 2023/8/31 | | |
| 房地产 | 4.1 | 计算机 | 35.1 | 社会服务 | 89.1 |
| 家用电器 | 3.8 | 综合 | 26.5 | 医药生物 | 41.9 |
| 汽车 | 2.2 | 电子 | 26.4 | 美容护理 | 41.0 |
| 建筑材料 | 2.0 | 传媒 | 24.3 | 食品饮料 | 38.9 |
| 建筑装饰 | 0.6 | 通信 | 21.7 | 电力设备 | 33.2 |
| 银行 | 0.1 | 环保 | 21.7 | 国防军工 | 32.1 |
| 钢铁 | -2.1 | 非银金融 | 20.2 | 有色金属 | 31.1 |
| 美容护理 | -2.6 | 基础化工 | 20.1 | 电子 | 30.0 |
| 石油石化 | -3.4 | 汽车 | 19.6 | 商贸零售 | 29.7 |
| 公用事业 | -5.0 | 电力设备 | 19.4 | 传媒 | 28.2 |
| | | | | 钢铁 | 0.8 |
| | | | | 石油石化 | 0.6 |

4.2 大类行业：四季度红利可能有部分季节性配置机会

- ◆ **红利指数估值历史分位数变化季节效应并不明显：**复盘历史，近十年来Q4有4年跑赢沪深300，平均超额收益为-0.11%，红利指数季节效应不明显。TMT指数下半年可能有较强的季节效应，近十年Q4有7次跑赢沪深300，平均超额收益率为5.60%，四季度TMT相比红利表现更强。
- ◆ **红利指数相关的行业涨幅季节效应并不明显：**复盘历史，近十年来Q4红利相关的行业（银行、煤炭、钢铁、交运等），在Q4的季节效应并不明显。

近十年Q4各指数超额收益

| 相对沪深300的超额收益 (%) | | | | | | | | 红利估值历史分位数变化 (%) |
|------------------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|-----------------|
| | 中证红利 | TMT指数 | 消费风格 | 金融风格 | 周期风格 | 成长风格 | 稳定风格 | |
| 2015Q4 | 5.33 | 36.84 | 15.37 | 10.06 | 14.50 | 23.09 | -4.89 | 14.44 |
| 2016Q4 | 1.20 | -5.83 | 0.06 | -1.98 | 1.58 | -5.93 | 8.23 | 7.70 |
| 2017Q4 | -3.38 | -15.54 | -0.22 | -3.95 | -10.19 | -11.29 | -11.71 | -8.35 |
| 2018Q4 | 5.84 | 5.81 | -1.05 | 3.43 | -0.88 | -0.37 | 5.79 | -21.46 |
| 2019Q4 | -1.51 | 0.28 | -1.60 | -0.09 | 0.76 | 0.02 | -6.60 | 9.94 |
| 2020Q4 | -9.05 | -20.71 | -0.71 | -9.43 | -2.67 | -6.02 | -14.14 | -2.29 |
| 2021Q4 | -2.20 | 15.48 | 3.39 | -1.30 | -0.08 | 6.10 | -0.50 | -11.10 |
| 2022Q4 | -0.61 | 7.72 | 3.82 | 3.84 | -1.72 | 0.16 | 1.45 | -2.37 |
| 2023Q4 | 3.29 | 14.39 | 3.15 | -1.06 | 4.07 | 4.02 | 3.31 | -3.79 |
| 2024Q4 | 0.00 | 17.58 | -2.54 | 4.27 | -0.39 | 9.04 | 1.86 | 0.03 |

近十年Q4涨幅前五的行业

| 行业排名 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--------|------|------|------|------|------|
| 2015Q4 | 电子 | 房地产 | 计算机 | 通信 | 综合 |
| 2016Q4 | 建筑装饰 | 石油化工 | 钢铁 | 建筑材料 | 商贸零售 |
| 2017Q4 | 食品饮料 | 家用电器 | 医药生物 | 银行 | 石油化工 |
| 2018Q4 | 农林牧渔 | 综合 | 通信 | 房地产 | 电力设备 |
| 2019Q4 | 建筑材料 | 电子 | 家用电器 | 传媒 | 房地产 |
| 2020Q4 | 有色金属 | 电力设备 | 食品饮料 | 家用电器 | 汽车 |
| 2021Q4 | 传媒 | 国防军工 | 通信 | 轻工制造 | 电子 |
| 2022Q4 | 社会服务 | 计算机 | 传媒 | 综合 | 医药生物 |
| 2023Q4 | 煤炭 | 电子 | 农林牧渔 | 综合 | 医药生物 |
| 2024Q4 | 商贸零售 | 综合 | 电子 | 计算机 | 通信 |

4.3 绩优成长筛选:关注电力设备、计算机、军工、电子等

◆ 从估值性价比角度筛选成长行业，建议关注电力设备、计算机、军工、电子等。

(1) 成长一级行业中的电力设备、计算机、军工、电子估值性价比较高：电力设备、汽车、计算机、传媒PEG较低，电子、国防军工、汽车预期营收增速较高，电力设备、计算机、国防军工预期净利润增速较高。

(1) 成长二级行业中的IT服务、光学光电子、风电设备估值性价比较高：IT服务、光学光电子、风电设备PEG较低，消费电子、乘用车、光伏设备预期营收增速较高，光伏设备、地面兵装、电视广播预期净利润增速较高。

成长一级行业筛选

| 一级行业 | PEG (2026E) | 营收增速 (2026E) (%) | 净利润增速 (2026E) (%) |
|------|-------------|------------------|-------------------|
| 电力设备 | 0.37 | 2.9% | 60.3% |
| 汽车 | 0.72 | 5.0% | 26.4% |
| 计算机 | 0.75 | 1.8% | 60.8% |
| 传媒 | 0.75 | -21.5% | 22.4% |
| 国防军工 | 0.80 | 8.7% | 57.7% |
| 电子 | 0.86 | 9.3% | 38.1% |
| 机械设备 | 1.22 | -6.9% | 26.2% |
| 医药生物 | 1.32 | -10.4% | 24.3% |
| 通信 | 1.62 | 3.8% | 14.3% |

成长二级行业筛选

| 二级行业 | PEG (2026E) | 营收增速 (2026E) (%) | 净利润增速 (2026E) (%) |
|---------|-------------|------------------|-------------------|
| IT服务Ⅱ | 0.23 | -3.2% | 115.5% |
| 光学光电子 | 0.32 | -9.0% | 59.2% |
| 风电设备 | 0.32 | -1.8% | 48.2% |
| 地面兵装Ⅱ | 0.35 | 10.7% | 684.7% |
| 软件开发 | 0.37 | 0.1% | 91.0% |
| 航海装备Ⅱ | 0.41 | 12.0% | 44.9% |
| 军工电子Ⅱ | 0.43 | 2.2% | 98.1% |
| 商用车 | 0.43 | 9.0% | 35.6% |
| 乘用车 | 0.47 | 15.9% | 31.5% |
| 电池 | 0.60 | 12.0% | 36.9% |
| 其他电源设备Ⅱ | 0.63 | 8.6% | 49.0% |
| 广告营销 | 0.64 | -16.8% | 25.8% |
| 工程机械 | 0.66 | 6.5% | 18.7% |
| 元件 | 0.71 | 3.3% | 32.5% |
| 通信设备 | 0.72 | 10.1% | 43.5% |
| 游戏Ⅱ | 0.72 | -27.3% | 24.0% |
| 生物制品 | 0.81 | 5.3% | 29.5% |
| 电网设备 | 0.89 | -19.7% | 18.3% |
| 医疗服务 | 0.91 | 4.6% | 21.5% |
| 消费电子 | 0.93 | 21.5% | 37.0% |
| 其他电子Ⅱ | 0.96 | -34.7% | 19.1% |
| 半导体 | 0.99 | 11.4% | 38.5% |
| 出版 | 1.09 | -15.7% | -7.9% |
| 医药商业 | 1.14 | -16.2% | 4.5% |
| 计算机设备 | 1.15 | 8.7% | 30.9% |
| 汽车服务 | 1.15 | -91.1% | 143.8% |
| 汽车零部件 | 1.17 | -6.5% | 19.7% |
| 自动化设备 | 1.28 | 1.1% | 29.8% |
| 专用设备 | 1.32 | -14.5% | 46.2% |
| 中药Ⅱ | 1.41 | -5.9% | 11.2% |
| 轨交设备Ⅱ | 1.43 | -5.2% | 11.3% |
| 通用设备 | 1.43 | -13.6% | 25.6% |
| 化学制药 | 1.58 | -11.8% | 36.8% |
| 医疗器械 | 1.61 | -10.0% | 30.2% |
| 航空装备Ⅱ | 1.72 | 11.7% | 30.8% |
| 数字媒体 | 2.08 | -26.8% | 12.7% |
| 电机Ⅱ | 3.07 | -32.9% | -14.4% |
| 航天装备Ⅱ | 3.67 | 4.5% | 38.1% |
| 电视广播Ⅱ | 3.76 | -58.4% | 326.1% |
| 光伏设备 | #N/A | 13.5% | 801.6% |
| 影视院线 | #N/A | -3.7% | 46.6% |

4.3 核心资产筛选：关注电力设备、医药、美容护理等

◆ 从估值性价比角度筛选核心资产行业，建议电力设备、医药、美容护理等。

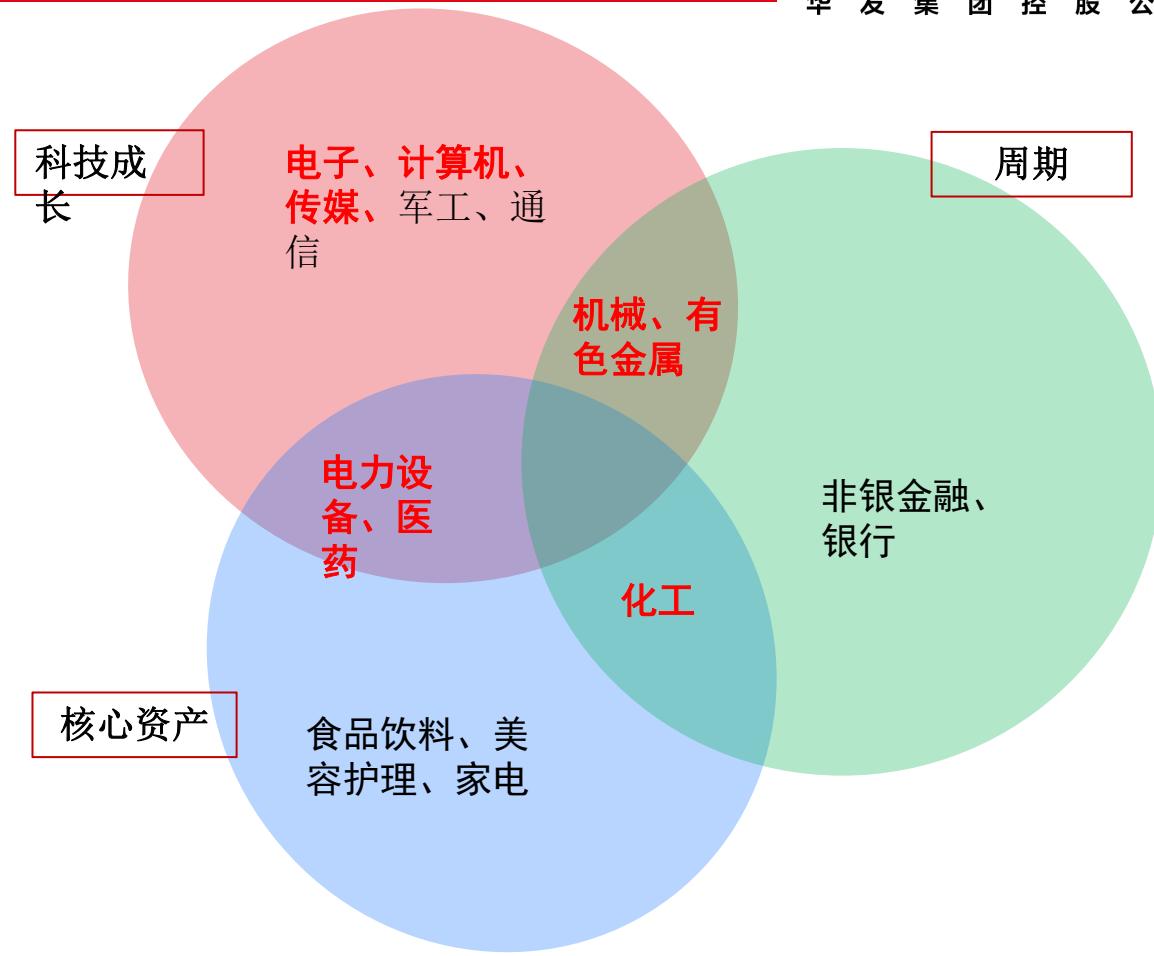
- (1) 估值角度来看，食品饮料、美容护理、家用电器PE历史分位数处于相对较低位置。
- (2) 盈利角度来看，电力设备、医药、基础化工、美容护理预期利润增速较高。

核心资产一级行业筛选

| 一级行业 | 估值 | | 盈利 | |
|------|----------------|---------------------|------------------|-------------------|
| | PE (2026E) (倍) | PE历史分位数 (2026E) (%) | 营收增速 (2026E) (%) | 净利润增速 (2026E) (%) |
| 食品饮料 | 21.2 | 20.8% | 3.5% | 9.8% |
| 美容护理 | 32.4 | 34.8% | 5.4% | 23.3% |
| 家用电器 | 15.1 | 50.4% | -5.2% | 11.0% |
| 电力设备 | 39.8 | 71.7% | 2.9% | 60.3% |
| 医药生物 | 41.7 | 86.5% | -10.4% | 24.3% |
| 基础化工 | 26.9 | 90.3% | -10.5% | 23.8% |

4.4 四季度行业配置建议

- ◆ 四季度风格偏均衡，大盘和小微盘占优。一是历史上盈利结构性回升、信用回升时大盘和微盘成长相对占优。二是盈利结构性回升、信用回升时，高景气和政策导向的行业相对占优，整体风格偏均衡。
- ◆ 四季度大类行业：科技仍是配置主线，核心资产和周期也有重要配置机会。一是科技仍是配置主线：首先，四季度科技产业趋势和政策支持持续上行，美联储降息下流动性维持宽松；其次，牛市中强者恒强主要受产业趋势上行和政策积极等因素驱动，四季度科技可能强者恒强。二是核心资产也是重要配置方向：首先，四季度美联储降息可能导致外资流入，核心资产当前估值性价比较高；其次，四季度美债收益率下行可能提升核心资产估值，同时核心资产相关行业基本面可能边际改善。三是四季度部分周期也有配置机会。
- ◆ 四季度行业配置：建议关注TMT、机械、电新、医药、军工、有色金属、化工、非银金融等行业。（1）科技成长方面，关注电力设备、计算机、军工、电子、传媒、机械等行业。（2）核心资产方面，综合估值性价比、盈利等角度，四季度建议关注电力设备、医药、美容护理、食品饮料等行业。（3）周期方面，建议关注有色金属、化工、非银金融等行业。



风险提示

- ◆ 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。
- ◆ 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。
- ◆ 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。
- ◆ 模型失效风险：经济学模型基于有限纬度的理论框架，在实际应用中由于考虑到现实情况复杂性，数据实效性，信息不对称性等可能出现模型失效。

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