

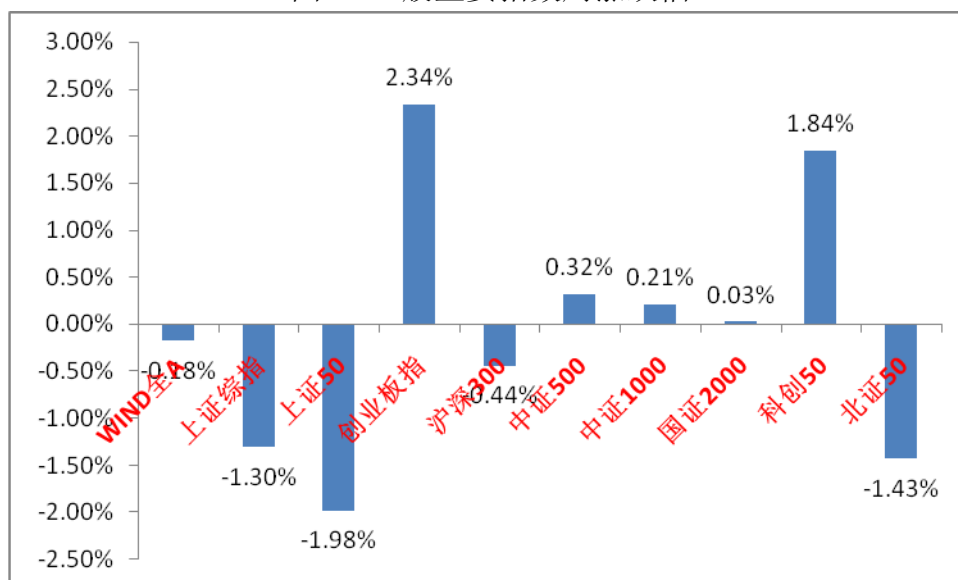
市场震荡加剧

1、市场回顾与分析

主要指数情况

上周 A 股主要指数涨跌不一，量能分歧中继续降低。

图 1：A 股主要指数周涨跌幅

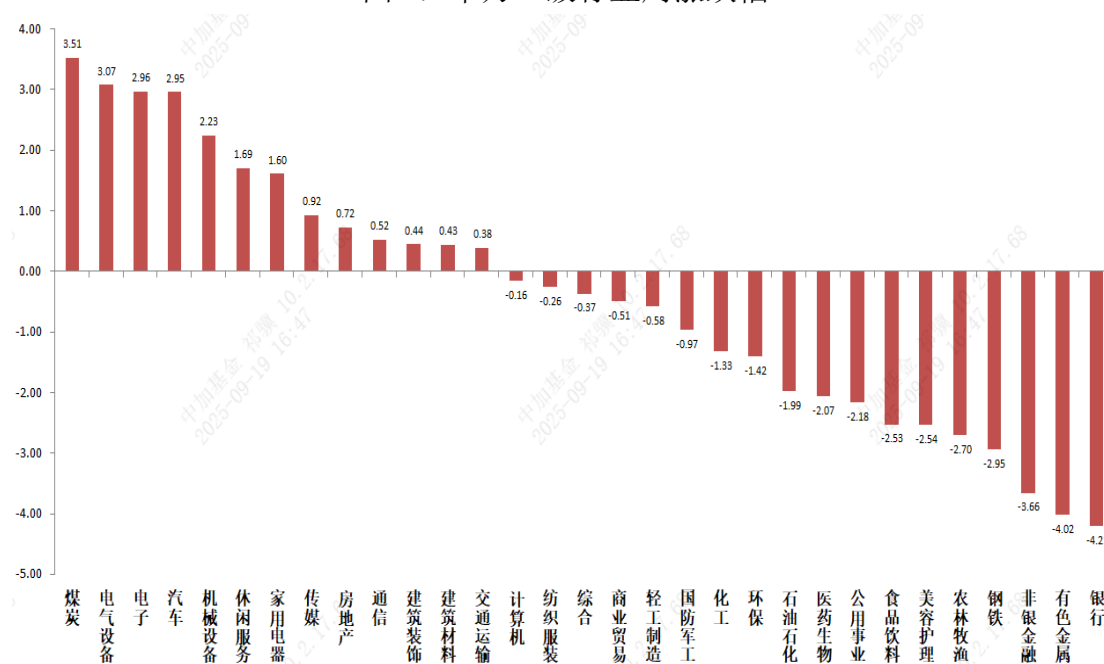


(资料来源：wind，统计区间：2025/09/15-2025/09/19)

各行业情况

31 个申万一级行业中，煤炭、电气设备、电子相对表现较好。

图 2：申万一级行业周涨跌幅



(资料来源：wind，统计区间：2025/09/15-2025/09/19)

2、策略观点

宏观事件与数据

8月工业增加值同比 5.2%，前值 5.7%。社零同比 3.4%，前值 3.7%。固定资产投资累计同比 0.5%，单月同比-6.3%，前值-5.2%；8月经济数据全面略不及预期。工业增加值方面出口交货值同比-0.4%，出现年内首次负增长，成为主要拖累。行业层面看高技术产业增加值同比 9.3%，仍是相对景气度最高的部分。社零方面，娱乐用品和金银珠宝用高增速继续成为支撑，家电、家具、通信器材均出现明显下滑，指向补贴退坡和消费节影响消退。汽车同比 0.8%（前值-1.5%），出现企稳势头。投资方面压力最为明显，8月固定资产投资累计同比从前值的 1.6%下降至 0.5%，对应单月同比为-6.3%，较前值的-5.2%降幅同样扩大。制造业投资当月同比-1.3%（前值-0.3%）；地产投资当月同比-19.4%（前值-17.2%）；广义基建当月同比-6.4%（前值-1.9%）；狭义基建投资当月同比-5.9%（前值-5.1%）。地产 8 月分享数据走弱市场已有预期，而一线城市的二手房价加速下降则雪上加霜。基建方面建筑业 PMI 早已走弱，化债压力和项目经济性缺少继续压制地方政府基建投资。制造业方面，数据走弱可能和设备更新的边际带动力放缓和反内卷政策部分起效有关。后续关注 10 月重要会议和中美贸易谈判进展，逆周期调节预期有所增强。

9月18日凌晨，美国联邦储备委员会结束货币政策会议，宣布降息 25 个基点，把联邦基金利率目标区间下调至 4%到 4.25%之间。降息幅度和后续鲍威尔讲话内容均符合市场预期。鲍威尔讲话中性偏鸽，FOMC 点阵图则略偏鹰。鲍威尔讲话重点强调了劳动力市场风险，就业市场下行风险来自供给端，降息刺激利于就业市场回暖。指出移民减少、劳动力参与率降低、人工智能影响招聘需求，劳动力需求同比下降是影响就业的几大原因。定性本次降息是防御性降息，美联储政策重心从应对通胀风险转向就业与通胀平衡，提及未来或暂停量化紧缩，此处提法较鸽派。但也提及无需迅速降息，利率宽松需按节奏推进。点阵图今年到明年两年降息幅度只有 100BP，小于市场预期的 140BP，此处偏鹰。后续看，美股黄金等降息高相关资产短期震荡，表明有前期交易降息预期的资金兑现，但幅度并不大。对 A 港股而言，大概率也会导致一些资金层面震荡，但在整体符合预期的降息行为下，短期震荡后 A 港股走势仍旧会延续前期逻辑，不会受太大影响。我们目前对后续降息幅度的预期为 2025 年共降息 50-75BP，2026 年降息 25-50BP。

展望

市场上周宽幅震荡，资金面层面，市场量能和两融资金等维持高位但边际继续下降。

8月以来，市场水牛特点强化，科技主线地位确立，形成结构性牛市局面，上周开始在降温指引和科技交易拥挤下情绪出现退潮，赚钱效应萎缩，进入震荡波段。短期看，十一长假临近，国内经济基本面承压，科技以外的方向催化不足，中美关系向好但仍存不确定性，国庆前市场大概率维持震荡，短期

增加对个股基本面的关注。中期看，当前流动性层面支撑仍足，有利因素依然大于对基本面的顾虑，在偏宽松的货币政策支持和低利率环境下，市场流动性充足，存款搬家趋势也已出现，流动性和情绪环境依旧支持主题性机会不断产生，主线方面科技依旧是业绩与预期结合最好的方向，如有调整优先布局，内需方向的低位行业更需等待催化，科技引领行情可能延续，结合 A 股内在稳定性，震荡中枢可能继续上移。

长期维度，中美长期斗争的基调已经确定，随着美国政策的底线逐渐清晰与持续增加赤字，国际资本市场已经开始质疑美国政府的治理能力与制度信誉。但美元信用目前仍未被实质撼动，美债暂时也不存在大风险。观察美国资本市场变化与我国是否会迎来战略机遇。当前在美国经济前景不确定+美联储降息区间中，人民币对美元汇率出现提升，如有外资持续流入对我国权益市场也会形成支撑。其二，在监管多重政策推动下，公募产品被动化、险资和券商自营等资金长期化趋势可能进一步强化（截止 6 月 30 日，五家 A 股上市大型险企持有股票 1.8 万亿，同增 28.7%，股票和基金配置比例均在 10%以上），且从居民角度来看，权益市场赚钱效应增加有利于居民超额存款流入股市（超额存款 55 万亿左右，目前仅有 22%的家庭金融资产配置在基金和股票上）中长期维度看较为低估的指数权重股仍可能迎来配置资金流入。

行业上，对于偏防御的红利类行业，配置比例建议维持低位，并观察行情极端化发展带来的高低切或防御倾向。关注有催化的红利标的（部分反内卷相关行业和地产链补涨标的）和稳定避险属性强的港股红利、金融、公用、贵金属等价值红利。进攻性行业方面，我们继续重点关注科技（主线热度不断提高中情绪有退潮，但科技在当前市场与宏观环境下仍是短期业绩与长期叙事结合最好的方向，产业趋势成为一致共识。在内需政策预期降低时优势凸显，中期看好。关注短期有催化的国产算力、固态、储能、机器人，产业景气度高的港股互联网、NV 链、稳定币等方向催化）。内需与高景气方向（受益美国降息预期和制造业补贴预期的国际定价上游有色，政策支撑预期增加下的消费和地产链博弈，尤其消费是预期最强，最有可能承接主线调整的方向，市场热度较高的开工率提高+行业周期底部的化工，催化持续的创新药，特别关注流动性条件变好的港股上述标的）。出海类（在美国制造业资本开支提高预期和美国关税谈判时期短期在情绪压力中寻找错杀品种或受益于后续政策更大的品种，自下而上择股更加重要）相关标的。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。