本报告仅供：华尔街见闻 潘凌飞 使用，已记录日志请勿传阅。

策略研究

一周回顾展望

证券研究报告

2025 年 08 月 30 日

“一九行情”与“高切低”可能都不是突破口

——申万宏源策略一周回顾展望(25/08/25-25/08/30)

- **一、慢下来，会更远、更高、更好。后续行情还有丰富的结构纵深，不必把所有的牛市期待都凝结在眼前的高景气方向上。交易性资金活跃和机构增加锐度主导的部分动量行情，短期性价比已明显下降。畏高情绪增加，资金流入放缓，行情适当减速是健康的。**
- 我们在 8 月 23 日发布的一周回顾与展望《慢下来，会更远、更高、更好》中讨论了慢牛的必要性。全面牛市还需要积极因素的进一步累积，供需格局改善方向会随着时间的推移不断增加。全球牛市的结构主线，不可能仅限于中国企业更深度融入海外主导的产业链。中国体系出海，会推动中国制造竞争优势，转化出与之相匹配的产业话语权和盈利能力。似乎不必把所有对牛市的期待，都映射在眼前的景气线索上。
- 随着市场指数水涨船高，畏高情绪有所增加，资金流入放缓。短期，维持流入的资金类别减少，加速流入的资金类别基本消失(资金二阶导逻辑才能支持动量正循环)。主动权益还处于申购和赎回对冲阶段，科创 ETF 本周净赎回，反映投资者兑现收益的影响。近期，部分科技动量行情，主要由交易性资金活跃和机构增加锐度主导。行情演进到这个阶段，上市公司发布风险提示，行情适当减速是健康的。
- **二、“一九行情”与“高切低”之辩：“一九行情”持续演绎是不利于牛市氛围延续的。近期国内算力的行情仍主要是海外算力行情的扩散，而国内 AI 决定性进步驱动的行情，可以从算力扩散到其他环节，这会终结“一九行情”。而有效的“高切低”行情，也需要新的供需格局改善线索。所以，“一九行情”与“高切低”可能都不是行情突破口，未来一段时间，市场再次进入等待新景气线索的阶段。**
- 中期市场观点不变：时间已经是牛市的朋友，核心是“26 年中基本面周期性改善 + 增量资金正循环可能启动”的牛市条件就会具备。科技创投本身处于底部启动窗口，随着时间的推移，新景气线索可能不断增加，而演绎成高弹性行情的条件也会越来越好。岁末年初行情展望的下限是“复制”过去一段时间的市场特征：少数景气方向做动量 + 26 年拐点方向高切低 + 轮涨补涨普遍轮动。维持 25Q4 好于 25Q3，2026 年会更好的判断。
- 需求侧关键验证期，新结构主线形成大是大非的窗口期，都在 26 年春季之后。彼时基本面验证扰动，可能就会带来牛市降速。如果行情演绎过快，关键验证期也可能提前。
- **三、思考新高景气方向的来源：继续提示，国内科技和反内卷是后续结构主线的重要来源，而国内 AI 决定性进步和先进制造行业联盟还需要等待时间。9 月关注特斯拉机器人验证，以及化工高开工率 + 出口订单恢复性增长带来的投资机会。港股互联网季报验证，外卖行业竞争的影响边界趋于明确。阿里财报云计算 + 国产芯片有亮点，港股短期性价比优于 A 股，中期可能修复相对收益。**
- **风险提示：海外经济衰退超预期，国内经济复苏不及预期**

相关研究
《慢下来，会更远、更高、更好——申万宏源策略一周回顾展望(25/08/18-25/08/23)》
2025/08/23

证券分析师
傅静涛 A0230516110001
fujt@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持
韦春泽 A0230524060005
weicz@swsresearch.com

联系人
程翔
(8621)23297818×
chengxiang@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

图表目录

图 1：量化情绪指标跟踪 4
图 2：重点 ETF 跟踪 7

一、慢下来，会更远、更高、更好。后续行情还有丰富的结构纵深，不必把所有的牛市期待都凝结在眼前的高景气方向上。交易性资金活跃和机构增加锐度主导的部分动量行情，短期性价比已明显下降。畏高情绪增加，资金流入放缓，行情适当减速是健康的。

我们在 8 月 23 日发布的一周回顾与展望《慢下来，会更远、更高、更好》中讨论了慢牛的必要性。全面牛市还需要积极因素的进一步累积，供需格局改善方向会随着时间的推移不断增加。全球牛市的结构主线，不可能仅限于中国企业更深度融入海外主导的产业链。中国体系出海，会推动中国制造竞争优势，转化出与之相匹配的产业话语权和盈利能力。似乎不必把所有对牛市的期待，都映射在眼前的景气线索上。

随着市场指数水涨船高，畏高情绪有所增加，资金流入放缓。短期，维持流入的资金类别减少，加速流入的资金类别基本消失(资金二阶导逻辑才能支持动量正循环)。主动权益还处于申购和赎回对冲阶段，科创 ETF 本周净赎回，反映投资者兑现收益的影响。近期，部分科技动量行情，主要由交易性资金活跃和机构增加锐度主导。行情演进到这个阶段，上市公司发布风险提示，行情适当减速是健康的。

二、“一九行情”与“高切低”之辩：“一九行情”持续演绎是不利于牛市氛围延续的。近期国内算力的行情仍主要是海外算力行情的扩散，而国内 AI 决定性进步驱动的行情，可以从算力扩散到其他环节，这会终结“一九行情”。而有效的“高切低”行情，也需要新的供需格局改善线索。所以，“一九行情”与“高切低”可能都不是行情突破口，未来一段时间，市场再次进入等待新景气线索的阶段。

后续风格是“一九行情”还是“高切低”？我们认为“一九行情”存在两个问题：一是“一九行情”演绎的基础是基本面改善乏善可陈 + 资金在少数方向上自我强化。但持续的分化行情，会伤害赚钱效应，不利于牛市氛围延续。二是产业逻辑也不支持持续的“一九行情”。近期，国内算力的行情仍主要是海外行情的扩散。我们充分相信，海外 AI 取得的进步，过一段时间国内也能跟进。但以此发酵的行情，中期稳定性是存疑的。而基于国内 AI 决定性进步的行情，不会局限于算力，而会演绎从算力、大模型到应用的扩散行情。彼时行情演绎的特征便不是“一九行情”了。

“高切低”行情的有效性也不宜高估。过去一段时间，市场以指数总体上涨为前提，各种级别的高切低行情不断演绎。但中期有效的“高切低”行情，需要新的供需格局改善线索。纯粹基于板块轮动的高切低行情，也偏向于短期现象。

所以，“一九行情”与“高切低”可能都不是行情突破口，真正的突破口还是要来自于新方向/老方向的新催化。未来一段时间，市场再次进入等待新景气线索的阶段。中期牛市展望不变，而短期行情减速，单一风格收益下降，适当休整是健康的。

中期市场观点不变：时间已经是牛市的朋友，核心是“26 年中基本面周期性改善 + 增量资金正循环可能启动”的牛市条件就会具备。科技创投本身处于底部启动窗口，

随着时间的推移，新景气线索可能不断增加，而演绎成高弹性行情的条件也会越来越好。岁末年初行情展望的下限是“复制”过去一段时间的市场特征：少数景气方向做动量 + 26 年拐点方向高切低 + 轮涨补涨普遍轮动。维持 25Q4 好于 25Q3，2026 年会更好的判断。

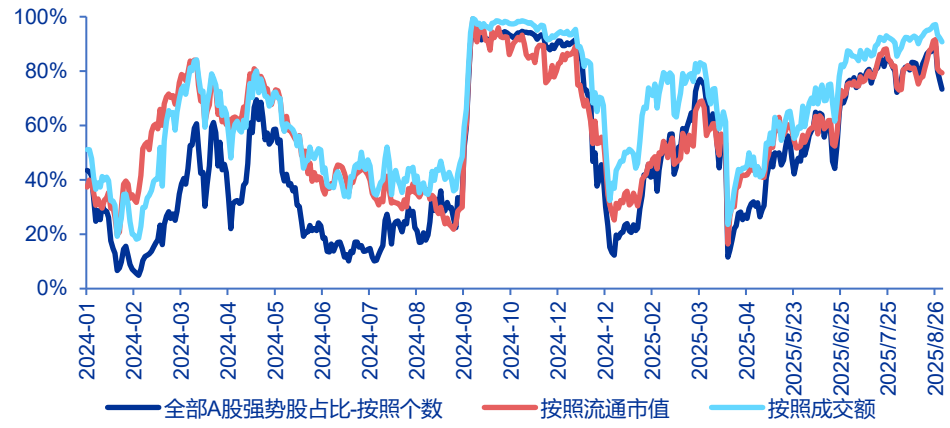
需求侧关键验证期，新结构主线形成大是大非的窗口期，都在 26 年春季之后。彼时基本面验证扰动，可能就会带来牛市降速。如果行情演绎过快，关键验证期也可能提前。

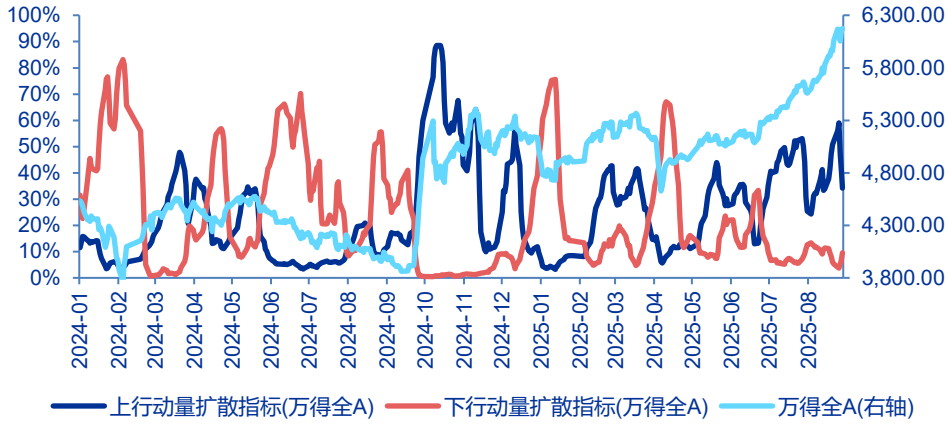
三、思考新高景气方向的来源：继续提示，国内科技和反内卷是后续结构主线的重要来源，而国内 AI 决定性进步和先进制造行业联盟还需要等待时间。9 月关注特斯拉机器人验证，以及化工高开工率 + 出口订单恢复性增长带来的投资机会。港股互联网季报验证，外卖行业竞争的影响边界趋于明确。阿里财报云计算 + 国产芯片有亮点，港股短期性价比优于 A 股，中期可能修复相对收益。

思考新增高景气方向的来源，我们继续提示，后续牛市主线结构更可能来自于国内科技进步(国内 AI 产业链，机器人链) + 先进制造反内卷(光伏、化工、部分电气机械关键零部件)。而决定性的催化还需等待时间，国内 AI 重大进步不是验证期，而先进制造反内卷还处于早期，形成价格联盟需要很多前置工作。我们关注 9-10 月可能验证的线索：1. 特斯拉机器人验证。2. 部分周期品的需求亮点。比如，化工中期高开工率下，短期出口订单恢复，可能提前发酵供需改善行情。3. 9 月消费刺激政策向部分出口商品扩散。

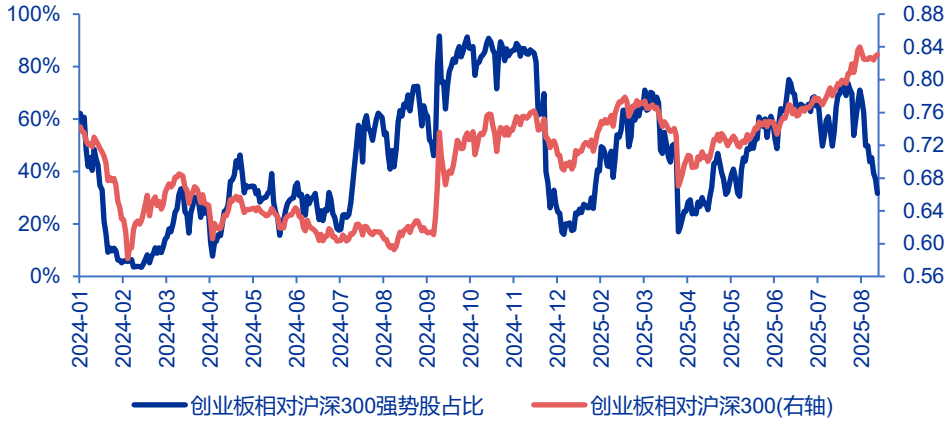
继续提示，港股短期性价比好于 A 股，港股当前位置仍主要反映景气趋势，凝结的牛市乐观预期较少。港股互联网季报验证，外卖行业竞争的影响显现，影响的边界也趋于明确。阿里财报云计算 + 国产芯片有亮点，有利于港股景气预期恢复。我们维持，港股是潜在牛市领涨市场的判断，短期相对收益修复波段正在启动。

图 1：量化情绪指标跟踪




100%
90%
80%
70%
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
6,300.00
5,800.00
5,300.00
4,800.00
4,300.00
3,800.00
2024-01
2024-02
2024-03
2024-04
2024-05
2024-06
2024-07
2024-08
2024-09
2024-10
2024-11
2024-12
2025-01
2025-02
2025-03
2025-04
2025-05
2025-06
2025-07
2025-08
上行动量扩散指标(万得全A)
下行动量扩散指标(万得全A)
万得全A(右轴)

100%
90%
80%
70%
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
6,300
5,800
5,300
4,800
4,300
3,800
2024-01
2024-02
2024-03
2024-04
2024-05
2024-06
2024-07
2024-08
2024-09
2024-10
2024-11
2024-12
2025-01
2025-02
2025-03
2025-04
2025-05
2025-06
2025-07
2025-08
融资情绪指数
万得全A(右轴)


100%
80%
60%
40%
20%
0%
0.88
0.84
0.80
0.76
0.72
0.68
0.64
0.60
0.56
2024-01
2024-02
2024-03
2024-04
2024-05
2024-06
2024-07
2024-08
2024-09
2024-10
2024-11
2024-12
2025-02
2025-03
2025-04
2025-05
2025-06
2025-07
2025-08
创业板相对沪深300强势股占比
创业板相对沪深300(右轴)

赚钱效应扩散指标 20250829	按照个数	相比 20250822	按照市值	相比 20250822	按照成交额	相比 20250822	状态
电子	94%	-3%	100%	0%	100%	0%	全面收缩
科创板	93%	-3%	95%	-1%	98%	0%	全面收缩
国防军工	91%	-4%	97%	-1%	98%	-1%	全面收缩
中证500	**87%**	**-6%**	**89%**	**-3%**	**96%**	**-2%**	**全面收缩**
钢铁	86%	-9%	78%	-18%	86%	-12%	全面收缩
有色金属	86%	-3%	98%	5%	98%	1%	聚焦龙头
计算机	83%	-9%	95%	-3%	97%	-3%	全面收缩
沪深300	**82%**	**-5%**	**75%**	**-10%**	**87%**	**-7%**	**全面收缩**
通信	82%	-5%	98%	-1%	98%	-2%	全面收缩
机械设备	81%	-13%	92%	-5%	94%	-4%	全面收缩
非银金融	80%	-6%	98%	-1%	97%	-3%	全面收缩
国证2000	**78%**	**-14%**	**84%**	**-9%**	**92%**	**-5%**	**全面收缩**
家用电器	78%	-12%	80%	13%	75%	-15%	全面收缩
汽车	78%	-15%	87%	-11%	89%	-9%	全面收缩
电力设备	77%	-16%	92%	-3%	95%	-2%	全面收缩
创业板	**75%**	**-16%**	**93%**	**-4%**	**95%**	**-4%**	**全面收缩**
食品饮料	75%	-4%	94%	7%	92%	8%	聚焦龙头
社会服务	75%	-8%	88%	-7%	89%	-7%	全面收缩
基础化工	74%	-16%	89%	-7%	89%	-6%	全面收缩
全部A股	**73%**	**-14%**	**79%**	**-9%**	**91%**	**-5%**	**全面收缩**
商贸零售	73%	-3%	89%	-2%	93%	2%	聚焦龙头
农林牧渔	73%	-14%	89%	-4%	87%	-6%	全面收缩
主板	**71%**	**-14%**	**76%**	**-10%**	**89%**	**-6%**	**全面收缩**
建筑材料	71%	-19%	90%	-2%	93%	-3%	全面收缩
医药生物	69%	-22%	81%	-11%	88%	-7%	全面收缩
环保	67%	-20%	76%	-15%	85%	-7%	全面收缩
轻工制造	65%	-20%	64%	-10%	82%	-9%	全面收缩
公用事业	64%	-20%	44%	-13%	61%	-18%	全面收缩
美容护理	63%	-19%	80%	-10%	87%	7%	聚焦龙头
房地产	61%	-16%	83%	-7%	92%	-1%	全面收缩
传媒	61%	-19%	87%	-9%	92%	-6%	全面收缩
建筑装饰	61%	-20%	69%	-8%	74%	-16%	全面收缩
交通运输	57%	-17%	41%	-25%	45%	-34%	全面收缩
煤炭	56%	-26%	49%	-45%	68%	-23%	全面收缩
中证红利	**55%**	**-14%**	**41%**	**-33%**	**36%**	**-29%**	**全面收缩**
纺织服饰	50%	-24%	64%	-20%	68%	-22%	全面收缩
石油石化	48%	-35%	72%	-24%	54%	-33%	全面收缩
银行	13%	-13%	32%	-31%	16%	-21%	全面收缩

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：重点 ETF 跟踪

ETF类型	代码	简称	最新份额/亿份	份额变化%		涨跌幅%		折溢价率%	近一周净值走势
				5个交易日	今年以来	5个交易日	今年以来	最新	
主题	515050.OF	华夏中证5G通信主题ETF	45.73	2.1	-24.6	15.1	69.1	0.35	
主题	159819.OF	易方达中证人工智能ETF	162.81	9.7	73.7	11.2	60.3	0.19	
指数	159949.OF	华安创业板50ETF	186.79	-11.7	-40.0	9.2	39.8	-0.04	
有色金属	512400.OF	南方中证申万有色金属ETF	60.13	13.4	33.9	8.1	52.1	0.48	
科技	515000.OF	华宝中证科技龙头ETF	18.76	-3.6	-26.3	8.0	43.3	0.27	
指数	159915.OF	易方达创业板ETF	357.50	-3.6	-18.0	7.7	36.4	-0.02	
电子	159995.OF	华夏国证半导体芯片ETF	168.04	-4.6	-21.1	7.1	34.8	0.10	
电气设备	561160.SH	富国中证电池主题ETF	11.06	4.4	-19.3	6.8	26.2	0.18	
计算机	516510.OF	易方达中证云计算与大数据ETF	17.32	-1.6	94.6	6.6	49.2	0.04	
科技	159939.OF	广发中证全指信息技术ETF	19.82	-7.6	-21.9	6.5	36.4	-0.01	
主题	516800.OF	华宝智能制造ETF	1.17	-3.3	-30.7	6.4	36.8	-0.11	
主题	515030.OF	华夏中证新能源汽车ETF	32.72	-1.4	-19.7	5.7	25.2	-0.07	
主题	560170.OF	南方中证国新央企科技引领ETF	13.08	-7.0	-22.7	5.2	22.0	-0.14	
主题	516160.OF	南方中证新能源ETF	21.51	-0.8	-9.3	4.8	15.9	0.23	
周期	510410.OF	博时自然资源ETF	3.72	6.3	6.3	4.5	26.1	0.33	
机械设备	159886.OF	富国中证细分机械设备产业ETF	0.61	-1.9	2.0	3.7	12.6	0.40	
主题	515250.SH	富国中证智能汽车主题ETF	6.99	-7.5	5.4	3.3	23.8	-0.13	
主题	512650.OF	汇添富中证长三角一体化发展ETF	2.87	-9.5	-27.3	3.2	24.3	0.16	
指数	515800.OF	汇添富中证800ETF	45.00	-6.1	-26.8	2.9	18.5	0.13	
电气设备	515790.OF	华泰柏瑞中证光伏产业ETF	176.89	0.5	48.4	2.8	9.5	0.13	
指数	510300.OF	华泰柏瑞沪深300ETF	913.98	-0.1	2.3	2.8	14.1	0.13	
指数	510330.OF	华夏沪深300ETF	474.25	0.2	19.1	2.8	13.1	0.09	
指数	510310.OF	易方达沪深300ETF	673.91	0.4	5.1	2.8	15.0	0.15	
指数	159919.OF	嘉实沪深300ETF	408.25	0.3	7.7	2.8	14.8	0.09	
指数	159591.SZ	富国中证A50ETF	6.52	-12.0	-58.6	2.6	13.2	0.08	
医药生物	512290.OF	国泰中证生物医药ETF	29.73	-2.8	-33.0	2.5	27.3	-0.07	
计算机	515400.OF	富国中证大数据产业ETF	17.84	16.8	32.8	1.8	24.4	0.15	
指数	512550.OF	嘉实富时中国A50ETF	1.70	-1.7	-41.2	1.6	14.0	0.13	
医药生物	515950.SH	富国中证医药50ETF	4.70	-14.7	-43.0	1.4	20.6	-0.03	
家用电器	561120.SH	富国中证全指家用电器ETF	0.87	3.6	-20.6	1.4	14.4	0.04	
医药生物	515120.OF	广发中证创新药产业ETF	73.15	13.2	7.7	1.1	37.0	0.52	
指数	159629.SZ	富国中证1000ETF	43.19	-1.3	17.0	1.0	25.9	-0.23	
主题	562850.OF	嘉实中证国新央企现代能源ETF	0.72	-1.4	-54.7	0.7	2.9	0.00	
主题	515150.OF	富国中证国企一带一路ETF	5.47	-0.2	-5.2	0.5	7.9	0.11	
风格	159907.OF	广发中小板300ETF	2.03	-	-8.1	0.4	29.7	0.03	
主题	560070.OF	汇添富中证国新央企股东回报ETF	3.14	-1.1	-11.1	0.0	7.7	-0.18	
医药生物	159748.SZ	富国中证沪港深创新药产业ETF	6.70	1.2	45.7	-0.1	59.6	0.08	
主题	510810.OF	汇添富中证上海国企ETF	91.43	-0.6	5.1	-0.3	7.5	0.73	
钢铁	515210.OF	国泰中证钢铁ETF	20.13	-10.1	172.6	-0.4	20.7	0.18	
采掘	515220.OF	国泰中证煤炭ETF	93.62	1.8	270.4	-3.1	-6.3	0.24	

资料来源：Wind，申万宏源研究

风险提示：海外经济衰退超预期，国内经济复苏不及预期

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）　　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。