

2025 年 09 月 20 日

还处于小波段休整中

——申万宏源策略一周回顾展望(25/09/15-25/09/20)

- **一、A 股尚未摆脱小级别休整波段：新结构、新催化维持市场热度，但尚不足以转变总体赚钱效应收缩。**
- 我们对短期市场的理解不变，A 股尚未摆脱小级别休整波段。依然从解决三方面问题角度，讨论短期市场：1. 性价比不足的问题：短期性价比指标普遍处于高位回落，且尚未确认有效调整波段。而创业板相对沪深 300 的赚钱效应已处于低位。科技成长仍有热点，龙头依然强势，但后线标的已普遍进入调整波段。同时短期上涨公司数量和涨停公司数量占比下降，跌停公司数量占比提升，反映出市场热度短期下降。2. 预期已经基本完成重新锚定。长中短期景气 and 性价比视角回归。3. A 股指数继续上台阶的结构主线尚不清晰，A 股重新回归有机会的震荡市，进入新主线和新催化的等待期。过去一段时间，海外算力催化延续，固态电池、储能和特斯拉机器人都有新催化发酵，但还不足以推动总体指数再上台阶。同时，一些板块轮动的关键环节行情受阻，也限制了高切低行情的弹性。
- **二、中期市场观点不变：牛市可以慢，但牛市还有纵深。A 股基本面和资金流入的“双底部区域”，后续只有“继续磨底”和“改善”两种可能。2026 年春季前的窗口，科技催化更容易出现，需求侧和反内卷的催化还需等待，科技动量行情可能延续。**
- 中期市场观点不变：牛市可以慢，但牛市还有纵深。当前是一个难得的“牛市不怕等”窗口。核心是，我们还没有大范围赚到总体业绩改善 + 居民增配权益正循环的钱。而现阶段，A 股处于基本面和资金流入的“双底部区域”，后续只有“继续磨底”和“改善”两种可能，且改善的条件越来越好。
- 2026 年春季前的窗口，产业发展规律仍将发挥作用。科技成长仍是潜在积极变化更加集中的方向。三季报总体业绩可能进一步回落，而以 AI 算力为代表的科技景气验证大概率持续，科技成长相对业绩趋势占优格局不变。另一边，2026 年“政策底 市场底 业绩底”依次出现框架的有效性回归，但 25 年内“需求尚待改善 + 政策重点偏向调结构”是稳定的预期，需求改善预期发酵，可能要等到 2026 年新的“政策底”。而反内卷政策重点行业政策抓手尚未完全清晰，且借鉴 2016-17 年供给侧改革经验，从政策布局期(政策抓手完全明确)到效果验证期会有 2-3 季度的滞后。这种情况下，科技动量行情可能延续，本轮以 AI 为代表的科技行情，可能在 26 年春季前演绎至长期低性价比区域，类似 2013 年底创业板和 2017 年底食品饮料。
- **三、继续强调，先做好结构性行情：AI 算力产业链景气延续，光刻机自主可控新突破，储能市场化需求释放叙事延续。特斯拉机器人遇到重大扰动，但产品突破验证情况更关键。反内卷短期仍偏向于事件性主题/涨价主题，中期则是结构牛向全面牛转化的关键结构，中期看好光伏和化工的重估机会。港股相对收益修复已在兑现，中期港股可能继续受益于“特朗普降息看涨期权”不断强化 + 新经济产业趋势发酵，港股龙头代表性强。**
- **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

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)23297818x
chengxiang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

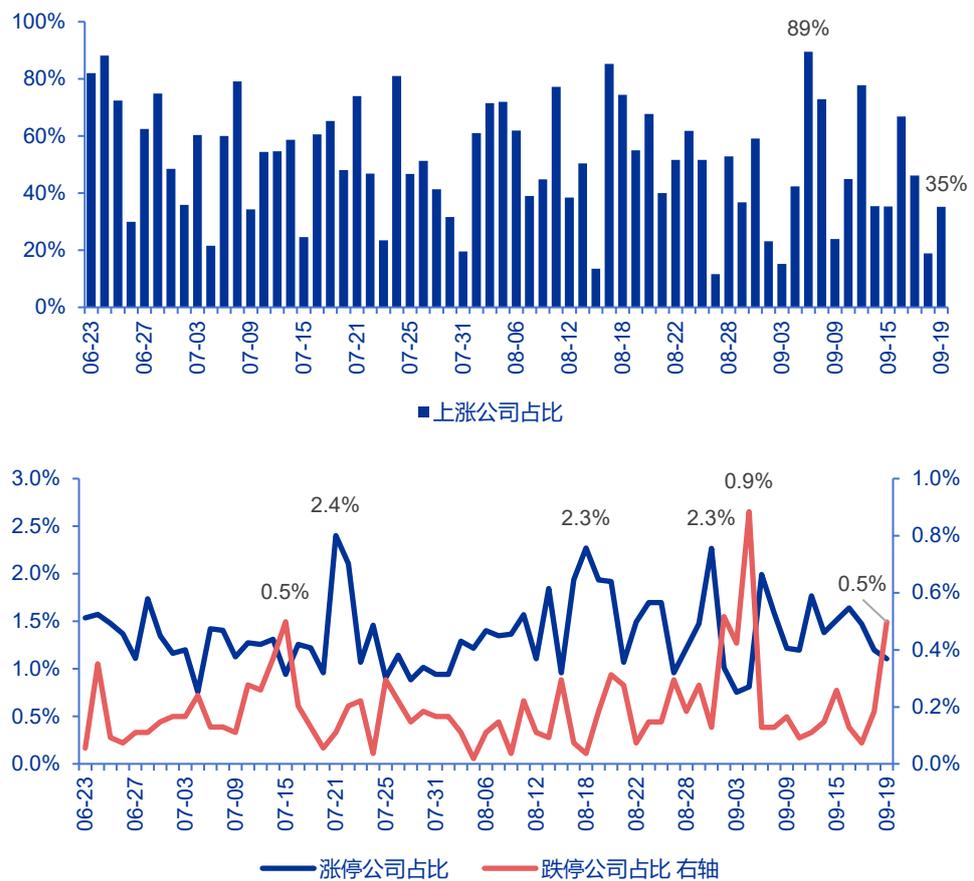
图表目录

图 1: 短期上涨公司数量和涨停公司数量占比下降, 跌停公司数量占比提升.....	3
图 2: 量化情绪指标跟踪	5
图 3: 重点 ETF 跟踪	7

一、A 股尚未摆脱小级别休整波段：新结构、新催化维持市场热度，但尚不足以转变总体赚钱效应收缩。

我们对短期市场的理解不变，A 股尚未摆脱小级别休整波段。依然从解决三方面问题角度，讨论短期市场：1. 性价比不足的问题：短期性价比指标普遍处于高位回落，且尚未确认有效调整波段。而创业板相对沪深 300 的赚钱效应已处于低位。科技成长仍有热点，龙头依然强势，但后线标的已普遍进入调整波段。同时短期上涨公司数量和涨停公司数量占比下降，跌停公司数量占比提升，反映出市场热度短期下降。2. 预期已经基本完成重新锚定。长中短期景气和性价比视角回归。3. A 股指数继续上台阶的结构主线尚不清晰，A 股重新回归有机会的震荡市，进入新主线和新催化的等待期。过去一段时间，海外算力催化延续，固态电池、储能和特斯拉机器人都有新催化发酵，但还不足以推动总体指数再上台阶。同时，一些板块轮动的关键环节行情受阻，也限制了高切低行情的弹性。

图 1：短期上涨公司数量和涨停公司数量占比下降，跌停公司数量占比提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

二、中期市场观点不变：牛市可以慢，但牛市还有纵深。A 股基本面和资金流入的“双底部区域”，后续只有“继续磨底”和“改善”两种可能。2026 年春季前的窗口，科技催化更容易出现，需求侧和反内卷的催化还需等待，科技动量行情可能延续。

中期市场观点不变：牛市可以慢，但牛市还有纵深。当前是一个难得的“牛市不怕等”窗口。核心是，我们还没有大范围赚到总体业绩改善 + 居民增配权益正循环的钱。而现阶段，A 股处于基本面和资金流入的“双底部区域”，后续只有“继续磨底”和“改善”两种可能，且改善的条件越来越好。

2026 年春季前的窗口，产业发展规律仍将发挥作用。科技成长仍是潜在积极变化更加集中的方向。三季报总体业绩可能进一步回落，而以 AI 算力为代表的科技景气验证大概率持续，科技成长相对业绩趋势占优格局不变。另一边，2026 年“政策底 市场底 业绩底”依次出现框架的有效性回归，但 25 年内“需求尚待改善 + 政策重点偏向调结构”是稳定的预期，需求改善预期发酵，可能要等到 2026 年新的“政策底”。而反内卷政策重点行业政策抓手尚未完全清晰，且借鉴 2016-17 年供给侧改革经验，从政策布局期(政策抓手完全明确)到效果验证期会有 2-3 季度的滞后。这种情况下，科技动量行情可能延续，本轮以 AI 为代表的科技行情，可能在 26 年春季前演绎至长期低性价比区域，类似 2013 年底创业板和 2017 年底食品饮料。

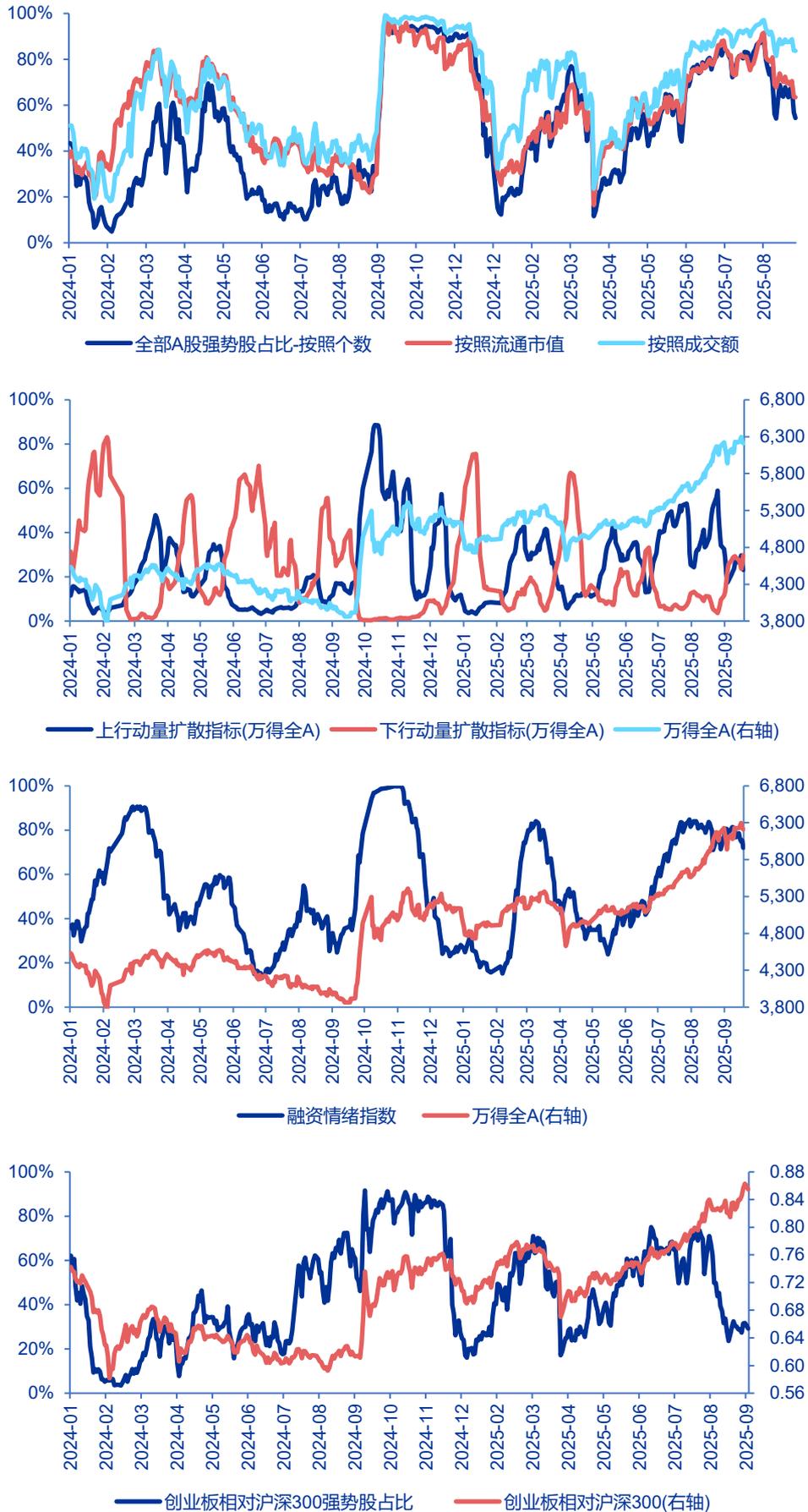
三、继续强调，先做好结构性行情：AI 算力产业链景气延续，光刻机自主可控新突破，储能市场化需求释放叙事延续。特斯拉机器人遇到重大扰动，但产品突破验证情况更关键。反内卷短期仍偏向于事件性主题/涨价主题，中期则是结构牛向全面牛转化的关键结构，中期看好光伏和化工的重估机会。港股相对收益修复已在兑现，中期港股可能继续受益于“特朗普降息看涨期权”不断强化 + 新经济产业趋势发酵，港股龙头代表性强。

继续强调，先做好结构性行情。AI 算力产业链景气延续，光刻机自主可控新突破，储能市场化需求释放叙事延续。特斯拉机器人遇到重大扰动，但产品突破验证情况更关键。

反内卷短期仍偏向于事件性主题/涨价主题，中期则是结构牛向全面牛转化的关键结构。继续提示，反内卷终局重点关注全球市占率高的光伏和化工，通过并购化债 行业集中度提升 推动价格联盟，联合挺价。

港股相对收益修复的判断正在兑现。后市展望，9 月美联储降息 25bp 落地后，特朗普对美联储影响力提升才是中期核心叙事，“特朗普降息看涨期权”逐步形成，宽货币、弱美元、强黄金和实物资产，这构成港股中期支撑因素，也会支持黄金和其他有色金属中期行情。同时，中期港股会继续受益于产业趋势发酵 + 港股龙头代表性强。

图 2：量化情绪指标跟踪



赚钱效应扩散指标 20250919	按照个数		按照市值		按照成交额		状态
	20250919	相比 20250912	20250912	相比 20250912	20250912	相比 20250912	
电子	80%	0%	95%	0%	97%	0%	-
有色金属	76%	-15%	93%	-6%	94%	-5%	全面收缩
科创板	73%	-9%	88%	-5%	94%	-2%	全面收缩
煤炭	72%	13%	95%	67%	95%	36%	继续扩散
房地产	71%	-5%	90%	5%	95%	5%	聚焦龙头
汽车	70%	0%	83%	12%	90%	9%	继续扩散
电力设备	69%	-9%	91%	-2%	95%	-2%	全面收缩
中证500	67%	-13%	74%	-8%	89%	-4%	全面收缩
机械设备	66%	-10%	83%	-5%	91%	-2%	全面收缩
美容护理	63%	-7%	63%	-6%	70%	-7%	全面收缩
沪深300	63%	-9%	59%	-4%	84%	-3%	全面收缩
社会服务	62%	-7%	71%	-5%	86%	5%	聚焦龙头
通信	61%	-3%	85%	-8%	94%	-3%	全面收缩
轻工制造	56%	-15%	59%	-12%	79%	-2%	全面收缩
国证2000	56%	-12%	64%	-10%	81%	-5%	全面收缩
全部A股	54%	-12%	63%	-6%	84%	-4%	全面收缩
商贸零售	54%	-11%	66%	-6%	83%	-5%	全面收缩
交通运输	54%	0%	50%	6%	70%	3%	继续扩散
主板	54%	-12%	59%	-6%	83%	-4%	全面收缩
家用电器	53%	-4%	74%	1%	89%	5%	聚焦龙头
基础化工	53%	-14%	72%	-10%	81%	-5%	全面收缩
钢铁	52%	-32%	41%	-32%	58%	-28%	全面收缩
建筑材料	51%	-17%	65%	-19%	81%	-8%	全面收缩
创业板	51%	-11%	78%	-6%	84%	-5%	全面收缩
建筑装饰	50%	-12%	35%	-6%	75%	3%	聚焦龙头
食品饮料	47%	-22%	86%	-4%	74%	-12%	全面收缩
计算机	46%	-13%	70%	-11%	80%	-7%	全面收缩
农林牧渔	45%	-19%	75%	-9%	72%	-13%	全面收缩
纺织服装	44%	-12%	60%	-2%	68%	-9%	全面收缩
传媒	43%	-11%	67%	-8%	81%	-5%	全面收缩
环保	42%	-20%	48%	-23%	71%	-9%	全面收缩
中证红利	41%	2%	29%	4%	43%	12%	继续扩散
公用事业	39%	-27%	25%	-28%	63%	-10%	全面收缩
医药生物	34%	-24%	53%	-22%	61%	-17%	全面收缩
石油石化	33%	-11%	16%	0%	37%	-7%	全面收缩
国防军工	32%	-3%	42%	-5%	52%	-11%	全面收缩
非银金融	31%	-29%	25%	-30%	51%	-27%	全面收缩
银行	8%	-13%	26%	-7%	13%	-6%	全面收缩

资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 3: 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	515250.SH	富国中证智能汽车主题ETF	6.67	0.8	0.6	4.6	31.2	-0.03		
主题	515030.OF	华夏中证新能源汽车ETF	32.10	0.3	-21.2	3.9	43.3	0.09		
采掘	515220.OF	国泰中证煤炭ETF	96.88	0.4	283.3	3.7	-2.7	0.10		
电气设备	561160.SH	富国中证电池主题ETF	24.07	0.4	75.6	3.7	54.5	-0.15		
电子	159995.OF	华夏国证半导体芯片ETF	146.38	-3.5	-31.3	3.4	39.0	-0.06		
指数	159949.OF	华安创业板50ETF	178.65	1.6	-42.6	2.8	51.6	-0.10		
家用电器	561120.SH	富国中证全指家用电器ETF	0.94	8.7	-13.7	2.8	16.4	0.25		
科技	159939.OF	广发中证全指信息技术ETF	16.26	-2.2	-35.9	2.7	41.0	0.23		
机械设备	159886.OF	富国中证细分机械设备产业ETF	0.68	1.8	14.1	2.6	22.3	0.16		
主题	515050.OF	华夏中证5G通信主题ETF	43.99	0.5	-27.5	2.6	81.5	-0.04		
主题	560170.OF	南方中证国新央企科技引领ETF	13.87	-1.0	-18.0	2.4	17.4	0.15		
指数	159915.OF	易方达创业板ETF	345.35	-0.5	-20.7	2.4	46.0	-0.11		
主题	516800.OF	华宝智能制造ETF	2.54	3.2	-24.8	2.3	43.2	0.14		
科技	515000.OF	华宝中证科技龙头ETF	35.23	1.4	-30.9	2.2	49.4	-0.06		
主题	516160.OF	南方中证新能源ETF	22.38	-3.0	-5.7	1.7	29.8	0.04		
主题	512650.OF	汇添富中证长三角一体化发展ETF	2.43	5.3	-38.5	1.0	27.1	-0.10		
计算机	515400.OF	富国中证大数据产业ETF	13.25	7.3	-1.3	0.8	22.1	-0.10		
主题	510810.OF	汇添富中证上海国企ETF	87.95	-3.1	1.1	0.5	6.2	0.13		
指数	159591.SZ	富国中证A50ETF	5.69	3.6	-63.8	0.5	14.6	-0.11		
主题	159819.OF	易方达中证人工智能ETF	154.31	0.1	64.6	0.4	62.3	-0.02		
指数	159629.SZ	富国中证1000ETF	43.07	0.7	16.7	0.2	26.0	-0.12		
风格	159907.OF	广发中小板300ETF	1.91	-3.0	-13.6	0.0	29.3	-0.19		
电气设备	515790.OF	华泰柏瑞中证光伏产业ETF	155.01	-1.4	30.1	0.0	17.6	-0.16		
计算机	516510.OF	易方达中证云计算与大数据ETF	14.06	-4.0	58.0	-0.1	47.9	-0.11		
指数	515800.OF	汇添富中证800ETF	44.00	-1.8	-28.4	-0.2	19.2	0.21		
主题	515150.OF	富国中证国企一带一路ETF	5.47	0.2	-5.2	-0.3	8.1	0.12		
主题	560070.OF	汇添富中证国新央企股东回报ETF	2.88	-5.3	-18.3	-0.3	7.4	0.11		
指数	510330.OF	华夏沪深300ETF	474.12	-0.1	19.0	-0.4	13.3	0.01		
指数	510300.OF	华泰柏瑞沪深300ETF	900.81	-0.4	0.8	-0.4	14.3	0.01		
指数	159919.OF	嘉实沪深300ETF	407.95	0.0	7.6	-0.4	15.0	-0.07		
指数	512550.OF	嘉实富时中国A50ETF	1.58	-	-45.3	-0.8	14.1	0.31		
指数	510310.OF	易方达沪深300ETF	669.67	-0.2	4.5	-0.9	14.6	0.07		
医药生物	159748.SZ	富国中证沪港深创新药产业ETF	7.88	-0.3	71.4	-0.9	64.0	-0.11		
医药生物	515950.SH	富国中证医药50ETF	4.53	-2.6	-45.0	-1.2	22.1	-0.14		
医药生物	512290.OF	国泰中证生物医药ETF	28.71	-1.6	-35.3	-1.3	28.9	0.01		
医药生物	515120.OF	广发中证创新药产业ETF	82.96	2.2	22.2	-1.7	39.3	-0.11		
主题	562850.OF	嘉实中证国新央企现代能源ETF	0.61	-9.0	-61.6	-2.1	2.6	-0.03		
钢铁	515210.OF	国泰中证钢铁ETF	26.11	9.7	253.7	-2.8	18.4	-0.01		
周期	510410.OF	博时自然资源ETF	3.72	4.2	6.3	-2.9	25.8	0.13		
有色金属	512400.OF	南方中证申万有色金属ETF	80.94	6.7	80.3	-5.2	52.3	0.16		

资料来源: Wind, 申万宏源研究; 注: 数据对应时间为 2025/09/15-2025/09/19

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@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.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唯一因素。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。