

2026 年 09 月 12 日

拥挤初缓，机会扩散

策略研究团队

——投资策略周报

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● 拥挤初步缓和，市场机会继续扩散

经历 7 月以来的高波动后，前 5% 个股成交额集中度已从 49.8% 的高位显著回落，上周进一步降至 43.2%，逐步接近我们此前提出的 40%-42% 中期观察区间。高交易集中带来的筹码脆弱性正在改善，资金向更多层级个股扩散，小微盘、净利润断层、高自由现金流、高股息等策略有效性均有所恢复。当前市场仍处于“长叙事未破、新叙事未出、拥挤度初步缓和”的阶段，我们维持“反弹—高波震荡”的基准路径判断，科技内部 Alpha 与再平衡机会有望并存。

● 美债利率再度上行，但权益市场对利率扰动的敏感度在下降

本周美国通胀数据公布后，美债利率快速上行，但美股仅在初期承压，随后重新修复，呈现明显的“先跌后涨”。我们认为，当前权益资产的定价因素正在变得更加多元，高利率仍会约束科技股估值扩张，但盈利增长、AI 产业趋势、风险偏好以及市场对于潜在“TACO”的博弈，使得权益市场对单一利率变量的敏感度有所下降。对于 A 股，国内交易拥挤已经初步缓和，微观结构对外部冲击的承受能力较此前提升，海外利率反复暂不需要过度负面解读。

● A 股盈利还能上行多久？一个领先 9 个月的新指标

传统盈利领先指标“新增中长期贷款”如果简单外推，会指向 2026 年下半年至 2027 年初 A 股盈利快速下行，但近年来其对工业企业利润的解释力已经明显下降。我们进一步构造“企业融资总额”，综合企业债券净融资、企业单位新增人民币贷款和非金融企业境内股票融资，更贴近企业真实融资环境，也与工业企业利润具有更高相关性。新指标指向 2026 年下半年 A 股盈利仍有望保持上行，2027 年初可能出现一定斜率回落，暂不需要给予盈利“断崖式下行”的预期；随着后续盈利二阶导可能边际放缓，继续寻找同时具备高增速 G 与盈利加速 ΔG 的“二次点火”资产。

● 投资建议——拥挤初步消化，把握科技与再平衡

短期看，拥挤度已经初步缓和，市场微观结构较 7-8 月明显改善，基准路径仍是“反弹—高波震荡”，继续把握赚钱效应扩散带来的再平衡机会。

再平衡方向：（1）继续重点推荐小微盘，重点关注中证 2000 和万得微盘股；（2）关注净利润增速超预期行业：电子、国防军工、计算机、石油石化、有色金属、非银金融；（3）行业再平衡重点关注有色、基础化工、新能源、农业、医药，以及造船等部分中游制造；（4）银行、公用事业、电力等高股息方向在高波动市场中具备较好的风险收益比。

中期看，牛市逻辑没有被破坏，但需要降低斜率预期，科技仍是中期主线，全面普涨的 Beta 难度明显上升，下一阶段收益将更多来自科技内部重新筛选。配置上继续寻找“二次点火+叙事张力”的交集，重点关注 AI 材料、国产算力链，海外算力链中的 PCB、光模块上游，编程 Agent、企业级 Agent 等 AI 应用方向，以及电力设备、电力、能源金属、液冷等科技外溢形成的新景气方向。

● 风险提示：宏观政策超预期变动；地缘风险超预期升级；历史不代表未来。

相关研究报告

《机构关注度环比回升：机械设备、公用事业、交运—机构调研周跟踪》
-2026.9.8

《旧指标失效之后：一个新的盈利先行指标——中报业绩分析系列二》
-2026.9.7

《中报披露后，市场的新变化—投资策略周报》-2026.9.6

目 录

1、拥挤初步缓和，市场机会继续扩散	3
2、美利率再度上行，但权益市场对利率扰动的敏感度在下降	4
3、A股盈利还能上行多久？一个领先9个月的新指标	5
4、投资建议——拥挤初步消化，把握科技与再平衡	6
5、风险提示	7

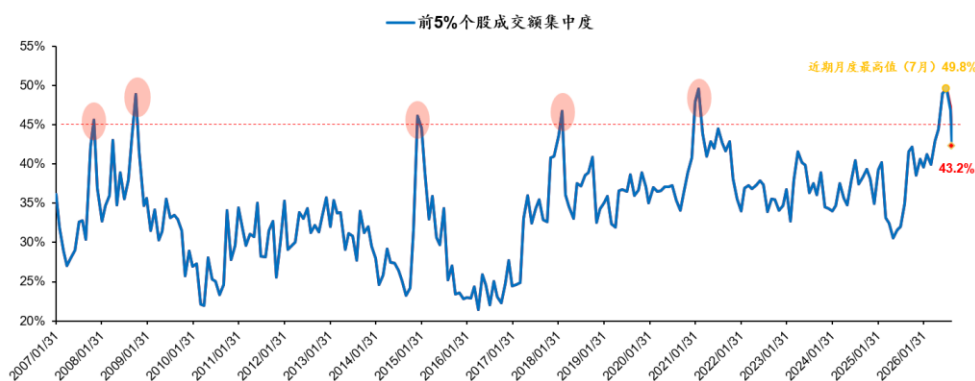
图表目录

图1：当前交易拥挤度相较前期有较为明显的回落	3
图2：2026年7月-8月，【净利润断层超预期】组合获得显著超额收益	3
图3：下半周美债利率快速上行后，美股“避险”	4
图4：从旧指标的指引来看，2027年盈利或将断崖式下行	5
图5：融资总规模同比增速对未来盈利的指引相对更积极一些	6

1、拥挤初步缓和，市场机会继续扩散

近期市场最重要的变化仍来自微观结构。经历7月以来的高波动后，前5%个股成交额集中度已从49.8%的高位显著回落，上周进一步降至43.2%，接近我们此前提出的40%-42%中期观察区间。高交易集中带来的筹码脆弱性正在改善，前期高度集中的成交资金逐步向更多层级个股扩散，各类策略的有效性也在恢复——如小微盘、净利润断层、高自由现金流、高股息策略等。

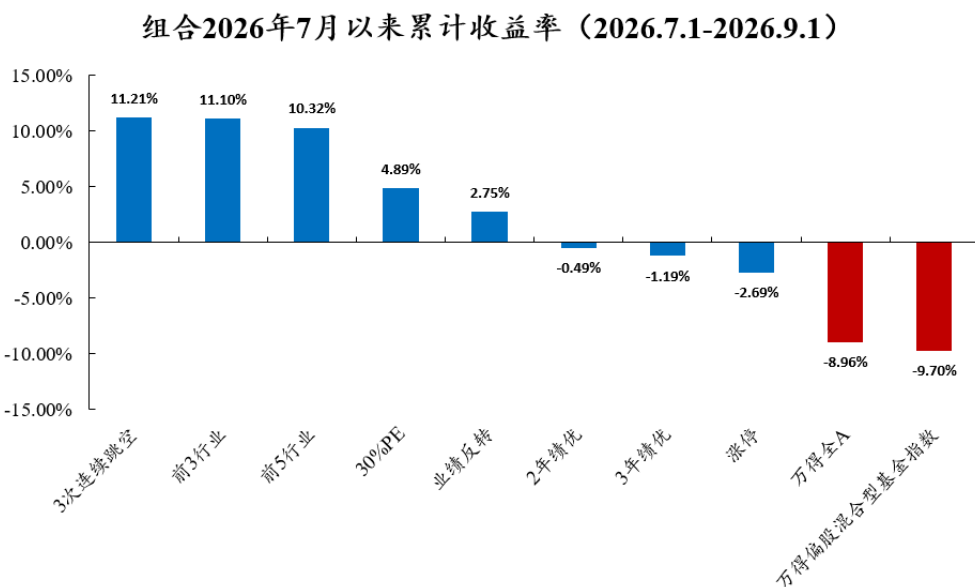
图1：当前交易拥挤度相较前期有较为明显的回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：该指标是月频数据，如果用日频则会出现非常多不稳定的“假信号”，指引效果显著下降。

图2：2026年7月-8月，【净利润断层超预期】组合获得显著超额收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

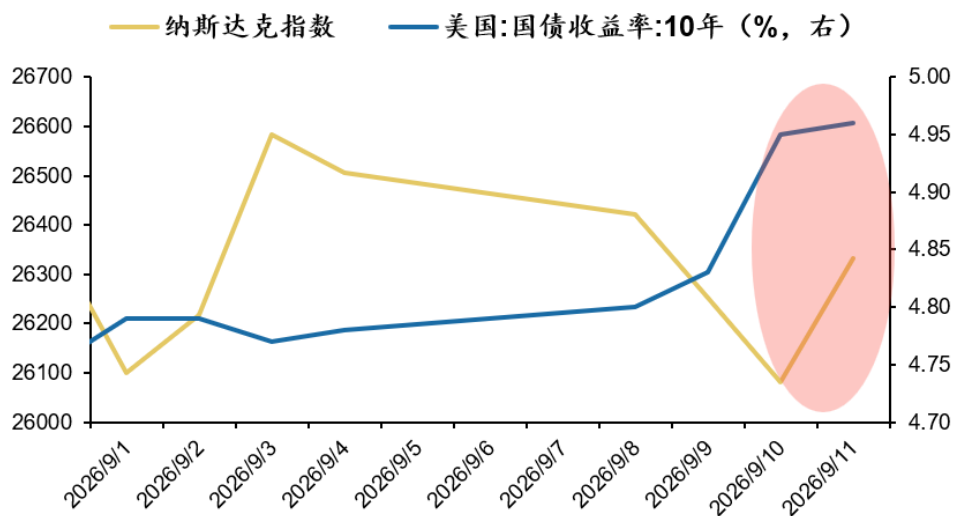
拥挤度缓和首先改善的是市场的筹码结构。对于前期拥挤的科技方向，交易压力下降、估值逐步消化，赔率已经较 7 月明显改善；与此同时，资金扩散也意味着小微盘、低位景气和稳定类资产仍有表现空间。因此，当前市场仍处于我们上周所定义的“长叙事未破、新叙事未出、拥挤度初步缓和”阶段：AI 产业趋势仍在，科技中期逻辑没有发生破坏，但能够推动科技重新进入强 Beta 行情的新叙事暂未出现。

我们维持此前对市场节奏的判断，基准路径仍是“反弹—高波震荡”。随着拥挤度下降，市场下行时的筹码压力明显减轻、估值压力也有所缓和，反弹条件已经较 7-8 月改善；而在新强叙事出现以前，市场的上涨斜率仍可能受到约束。这个阶段更有利于赚钱效应继续扩散，科技内部 Alpha 与再平衡方向并存。

2、美利率再度上行，但权益市场对利率扰动的敏感度在下降

本周海外市场出现一个值得关注的现象：美国通胀数据公布后，美债利率快速上行，但美股仅在初期承压，随后重新修复，呈现出较明显的“先跌后涨”。过去两年，美债利率快速上行往往会直接压制高久期科技资产估值，而本周权益市场的反应明显更有韧性。

图3：下半周美债利率快速上行后，美股呈现“先跌后涨”



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们认为，这反映出当前权益资产的定价因素正在变得更加多元。一方面，高利率仍会约束科技股估值扩张，这也是我们此前始终将“美债利率向下拐点”列为科技 Beta 进一步强化的重要条件；另一方面，盈利增长、AI 产业趋势以及风险偏好的支撑，甚至于市场对于特朗普潜在“TACO”的博弈，均使得市场对单一利率变量的敏感度有所下降。利率上行仍是负面扰动项，但暂时不足以形成新的系统性压力。

这一变化对 A 股同样不需解读的过于负面。过去一轮调整中，美债利率上行与 A 股自身的高拥挤、高估值叠加，显著放大了科技板块波动；目前国内交易拥挤已

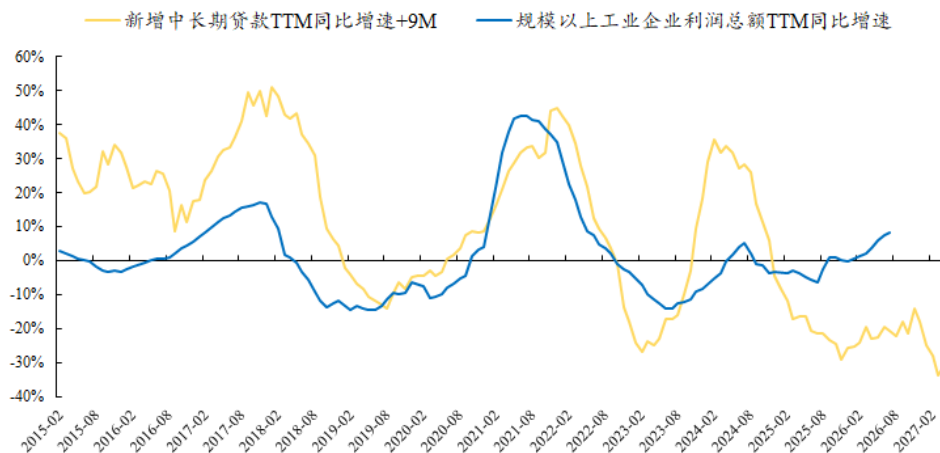
经初步缓和，即使海外利率短期仍有反复，微观结构对外部冲击的承受能力也较此前有所提升。科技后续仍可等待两个积极信号：新增 AI 强叙事更对应新一轮趋势机会，美债利率向下则有利于进一步打开估值修复空间。

3、A 股盈利还能上行多久？一个领先 9 个月的新指标

盈利仍是本轮牛市最重要的中期支撑。工业企业利润数据披露更早、频率更高，与 A 股盈利走势也具有较高一致性。4-6 月工业企业利润持续改善，此后 A 股中报盈利加速，许多投资者解读 A 股中报增速超预期，但其本身就在此前工业企业利润盈利周期的指引范围之内。

问题在于，过去我们使用“新增中长期贷款同比增速领先工业企业利润约 9 个月”的规律判断盈利周期，**如果简单外推，这一指标会给出一个非常悲观的结论：2026 年下半年至 2027 年初，A 股盈利可能出现快速下行。**但近年来这一指标的解释力已经明显下降。新旧经济动能切换后，房地产和居民信用对于工业盈利的解释能力减弱；与此同时，企业融资越来越多地通过债券、股权等直接融资完成，仅观察贷款已经无法完整刻画企业真实融资环境。

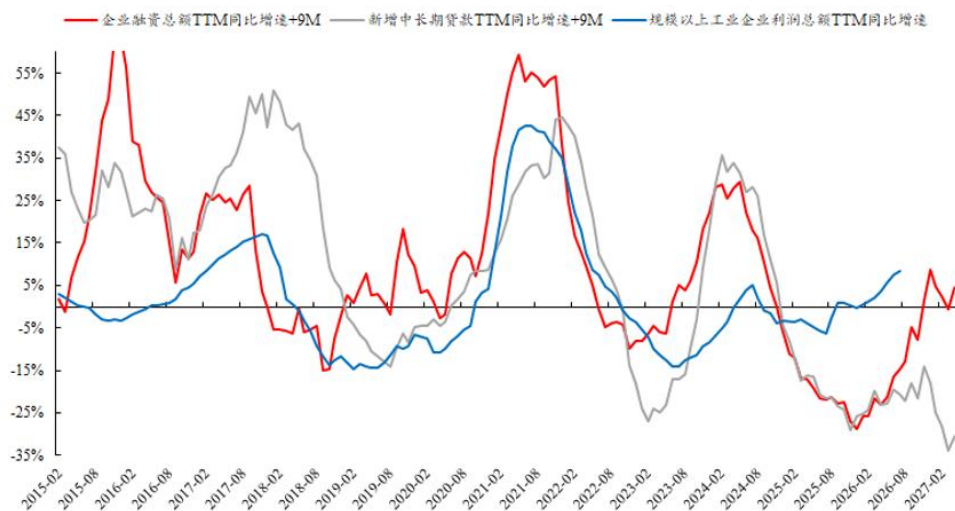
图4：从旧指标的指引来看，2027 年盈利或将断崖式下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

因此，我们进一步构造“企业融资总额”，由企业债券净融资、企业单位新增人民币贷款和非金融企业境内股票融资构成。相较传统中长期贷款指标，新指标在融资主体和融资渠道两个维度均更贴近企业部门，其与工业企业利润的相关性也更高。新指标给出的盈利图景明显更加平稳：2026 年下半年 A 股盈利仍有望保持上行，2027 年初可能出现一定斜率回落，但暂不需要给予盈利“断崖式下行”的预期。

这一判断对于市场结构非常重要。盈利仍在向上的阶段，牛市的基本面支撑依然存在；随着后续盈利二阶导可能边际放缓，市场会更加重视盈利质量和景气加速度。下一阶段继续寻找“二次点火”资产，即同时具备较高盈利增速 G 与盈利继续加速 ΔG 的方向。总量盈利仍有支撑，结构选择的重要性正在提高。

图5：融资总规模同比增速对未来盈利的指引相对更积极一些


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、投资建议——拥挤初步消化，把握科技与再平衡

短期看，拥挤度已经初步缓和，市场微观结构较 7-8 月明显改善，基准路径仍是“反弹—高波震荡”，继续把握赚钱效应扩散带来的再平衡机会。

再平衡方向：

(1) 继续重点推荐小微盘。拥挤交易逐步松动后，小微盘仍是资金扩散的重要受益方向，同时能够兼顾未来科技主线重新强化后的产业景气机会，重点关注中证 2000 和万得微盘股。

(2) 中报披露后，关注净利润增速超预期行业：电子、国防军工、计算机、石油石化、有色金属、非银金融。

(3) 行业再平衡重点关注有色、基础化工、新能源、农业、医药，以及造船等部分中游制造。当前优先寻找前期涨幅和机构持仓相对有限、同时已经出现盈利改善线索的方向，围绕中报、下半年业绩指引和高频景气数据进一步确认 ΔG 。

(4) 高股息仍具备较高的组合配置价值。银行、公用事业、电力等稳定类资产弹性相对有限，但在高波动市场中具有较好的风险收益比，高夏普属性有望继续体现。

中期看，牛市逻辑没有被破坏，但需要降低斜率预期。科技仍是中期主线，全面普涨的 Beta 难度明显上升，下一阶段收益将更多来自科技内部重新筛选。配置上继续寻找“二次点火+叙事张力”的交集：

(1) AI 材料、国产算力链等现实业绩和产业链位置同时改善的方向；

(2) 海外算力链中的 PCB、光模块上游等具备价值量提升和供给约束的环节；

(3) 编程 Agent、企业级 Agent 等 AI 应用方向；

(4) 电力设备、电力、能源金属、液冷等科技外溢形成的新景气方向。

5、风险提示

宏观政策超预期变动；

地缘政治超预期升级风险；

历史数据不代表未来表现。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn