

策略周报

趋势未破，静候反弹

短期分母端扰动有望逐步消退，分子端产业景气未现拐点，震荡筑底中等待反弹行情。

- **美联储加息预期落地。**本周 A 股在海外加息预期及中东局势的影响下呈现先抑后扬的走势。前半周市场在油价上行与加息预期的影响下震荡走弱。周四美联储加息预期落地及中美元首会晤等因素影响下，周五市场出现明显反弹行情。9 月议息会议的点阵图显示年内还有一次加息，明年尚有分歧，这基本符合此前市场的鹰派预期。但联储席沃什在新闻发布会上强调当前金融条件“不具有限制性”，使得市场对于更长加息路径担忧并未实质性解除。目前来看，加息虽难以从根本上消化 AI 融资挤出与中长期美元信用问题，但可阶段性缓和美债担忧。国内货币政策仍以我为主，中美利差并非当前人民币汇率的限制性因素，人民币汇率缓慢升值趋势不改。商品层面，短期加息预期阶段性升温使得贵金属短期承压，但中长期美元信用对冲逻辑不改。
- **趋势未破，静候不确定性落地。**A 股方面，分母端扰动趋于尾声，但分子端产业景气并未出现明确拐点，A 股整体从系统性上行到震荡分化寻找 alpha 阶段。分子端，AI 产业链资本开支与产业预期仍在上行，但龙头自由现金流开始分化：硬件环节相对稳健，应用层承压更明显。AI 产业趋势未破，但质量分化已经开始——从“赛道 β ”转向“现金流质量 α ”是必然方向。周期定位来看，当前国内由主动补库向被动补库过渡，分子端高增长进入中后期，估值拖累上升，风格难靠稳增长超预期扭转，只能锚定真实景气。分母端，ERP 指标自 2025 年 9 月以来持续位于【1X】和【2X】之间运行，8 月下旬以来已突破此前【1X】底部逼近 3 年均值水平，反映市场情绪处于年内低位，向下空间有限。随着海外加息预期的逐步兑现，分母端扰动有望趋于尾声。短期来看，十一前夕，资金观望情绪较重，预计市场短期大概率仍以震荡筑底为主，四季度有望迎来反弹行情。
- **关注近端高景气。**配置上，分母贴现率偏高阶段不利于远端高估值叙事，宜聚焦近端高景气与兑现能力：海外算力链条中的 PCB、CPO、液冷等硬科技环节以及创新药。操作上不悲观亦不追高，等待加息路径、中期选举与三季报等不确定性逐步落地。此外也需密切关注中东局势对于油价及美债利率的影响。
- **风险提示：**政策落地不及预期，宏观经济波动超预期；市场波动风险；海外经济超预期衰退、流动性风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：郭晓希

(8610)66229019

xiaoxi.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

目录

市场热点思考	4
一周数据集锦	6
风险提示	10

图表目录

图表 1.9 月初以来年内加息预期显著提升	4
图表 2.当前市场赔率指标处于有利位置	5
图表 3.历年十一假期上证指数表现情况（单位：%）	5
图表 4.历年十一假期前两周 A 股不同风格表现情况（单位：%）	5
图表 5.本周全球资产表现	6
图表 6. 当前金油比 34.60	6
图表 7. 本周大盘成长风格表现相对占优	7
图表 8. BOCI 情绪指数于 9 月 15 日发出快线加仓信号	7
图表 9. 本周主力资金扩大净流入	8
图表 10. 本周股票型 ETF 转为净赎回	8
图表 11.主力资金行业流向情况（单位：亿元）	8
图表 12. 中长级主题投资系统热点主题输出结果	9

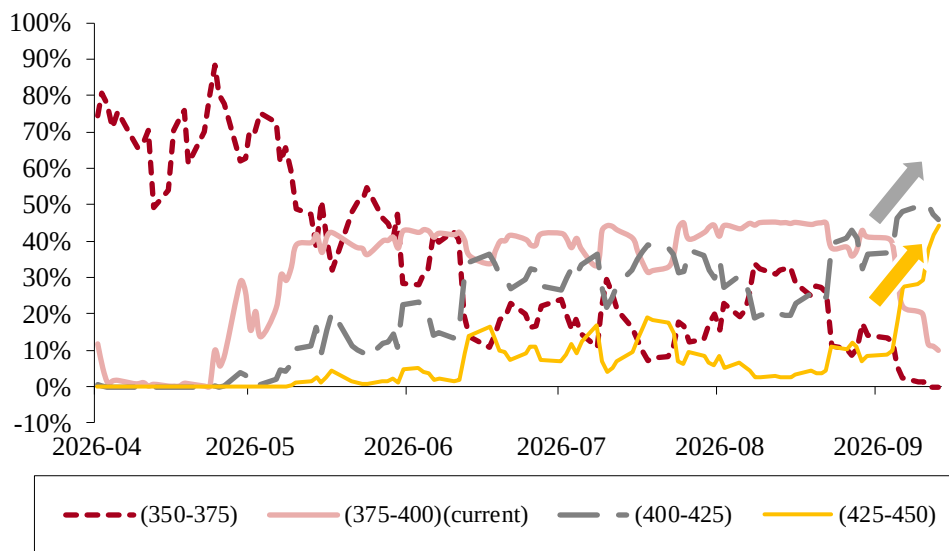
市场热点思考

美联储加息预期落地。本周 A 股在海外加息预期及中东局势的影响下呈现先抑后扬的走势。前半周市场在油价上行与加息预期的影响下震荡走弱。周四美联储加息预期落地及中美元首会晤等因素影响下，周五市场出现明显反弹行情。9 月议息会议的点阵图显示年内还有一次加息，明年尚有分歧，这基本符合此前市场的鹰派预期。但联储席沃什在新闻发布会上强调当前金融条件“不具有限制性”，使得市场对于更长加息路径担忧并未实质性解除。目前来看，加息虽难以从根本上消化 AI 融资挤出与中长期美元信用问题，但可阶段性缓和美债担忧。国内货币政策仍以我为主，中美利差并非当前人民币汇率的限制性因素，人民币汇率缓慢升值趋势不改。商品层面，短期加息预期阶段性升温使得贵金属短期承压，但中长期美元信用对冲逻辑不改。

趋势未破，静候不确定性落地。A 股方面，分母端扰动趋于尾声，但分子端产业景气并未出现明确拐点，A 股整体从系统性上行到震荡分化寻找 alpha 阶段。分子端，AI 产业链资本开支与产业预期仍在上行，但龙头自由现金流开始分化：硬件环节相对稳健，应用层承压更明显。AI 产业趋势未破，但质量分化已经开始——从“赛道 β ”转向“现金流质量 α ”是必然方向。周期定位来看，当前国内由主动补库向被动补库过渡，分子端高增长进入中后期，估值拖累上升，风格难靠稳增长超预期扭转，只能锚定真实景气。分母端，ERP 指标自 2025 年 9 月以来持续位于【1X】和【2X】之间运行，8 月下旬以来已突破此前【1X】底部逼近 3 年均值水平，反映市场情绪处于年内低位，向下空间有限。随着海外加息预期的逐步兑现，分母端扰动有望趋于尾声。短期来看，十一前夕，资金观望情绪较重，预计市场短期大概率仍以震荡筑底为主，四季度有望迎来反弹行情。

关注近端高景气。配置上，分母贴现率偏高阶段不利于远端高估值叙事，宜聚焦近端高景气与兑现能力：海外算力链条中的 PCB、CPO、液冷等硬科技环节，以及机构关注度更高、明年 BD 有望放量的创新药承接。操作上不悲观亦不追高，等待加息路径、中期选举与三季报等不确定性逐步落地。此外也需密切关注中东局势对于油价及美债利率的影响。

图表 1.9 月初以来年内加息预期显著提升



资料来源：CME，中银证券（注：截至 2026 年 9 月 18 日）

图表 2.当前市场赔率指标处于有利位置



资料来源：万得，中银证券（注：截至2026年9月18日）

图表 3.历年十一假期上证指数表现情况（单位：%）

年份	T-10	T-5	T+5	T+10
2016	(0.62)	(1.24)	1.21	4.11
2017	(0.67)	(0.26)	0.88	0.95
2018	6.22	3.31	(8.98)	(5.90)
2019	(4.16)	(3.37)	2.24	0.96
2020	(2.36)	(1.72)	3.68	1.86
2021	(3.96)	(1.66)	0.12	0.40
2022	(5.49)	(2.72)	2.00	(1.55)
2023	(0.40)	0.06	(1.18)	(5.50)
2024	22.58	21.91	(4.05)	(1.52)
2025	0.58	1.42	0.86	1.02
2026	(0.77)			

资料来源：万得，中银证券（注：截至2026年9月18日）

图表 4.历年十一假期前两周 A 股不同风格表现情况（单位：%）

年份	上证	沪深 300	创业板指	科创 50	金融	周期	消费	成长	稳定	大盘	中盘	小盘	高市盈率	中市盈率	低市盈率
2016	(0.62)	(0.22)	0.19		0.68	0.16	0.71	(0.48)	(1.60)	(0.45)	(0.13)	(0.38)	(0.43)	(0.41)	(0.23)
2017	(0.67)	0.17	(0.65)		(1.22)	(0.83)	1.72	(0.09)	(2.25)	0.50	(0.66)	(1.16)	(2.37)	(0.28)	(0.46)
2018	6.22	7.40	1.84		7.30	4.45	6.06	1.05	4.26	7.93	3.47	1.15	0.16	5.71	7.54
2019	(4.16)	(3.97)	(4.85)		(4.92)	(5.76)	(2.58)	(6.04)	(4.94)	(3.84)	(4.93)	(6.41)	(6.60)	(4.09)	(4.04)
2020	(2.36)	(2.16)	(0.79)	3.97	(1.59)	(3.76)	(3.21)	(2.24)	(4.14)	(1.92)	(2.30)	(3.51)	(0.66)	(3.69)	(2.80)
2021	(3.96)	(2.51)	1.58	(1.14)	(5.85)	(11.22)	3.46	(4.23)	(1.82)	(1.65)	(6.06)	(8.18)	(2.21)	(1.76)	(8.61)
2022	(5.49)	(5.52)	(5.58)	(6.07)	(6.24)	(7.27)	(3.65)	(7.39)	(6.57)	(5.55)	(6.04)	(7.59)	(6.81)	(6.09)	(6.13)
2023	(0.40)	(1.26)	(1.17)	(0.15)	(0.46)	(0.65)	(0.03)	(0.84)	(1.27)	(1.43)	(0.36)	(0.33)	(1.35)	(0.25)	(0.03)
2024	22.58	26.10	39.58	31.31	28.93	24.09	26.31	28.31	17.94	26.43	27.08	27.27	29.21	25.28	24.64
2025	0.58	2.37	5.61	11.56	(2.33)	2.85	(2.84)	5.38	(1.86)	2.12	4.92	2.26	3.40	4.17	(0.17)
2026	(0.77)	(0.99)	1.82	2.57	(2.24)	(2.37)	(1.63)	2.11	(0.99)	(0.59)	0.16	0.96	4.59	(1.39)	(2.36)

资料来源：万得，中银证券（注：截至2026年9月18日）

一周数据集锦

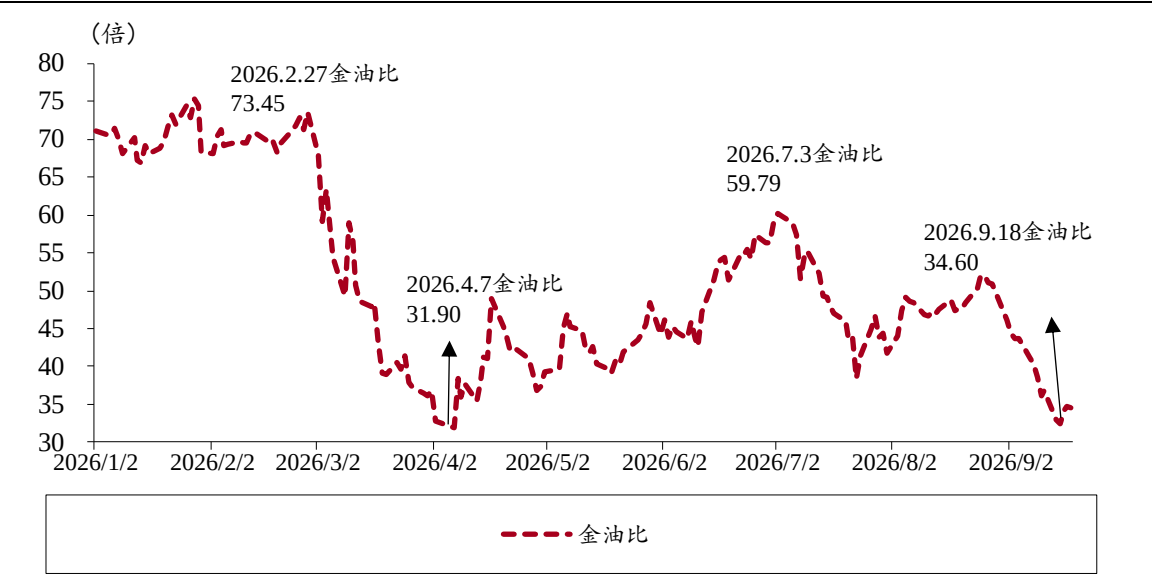
本周全球主要股指震荡分化，A股日股领涨。本周油价有所上行，当前金油比 34.60。本周 BOCI 情绪指数快慢线指标均有所下行。截至 9 月 18 日，BOCIASI 情绪指标慢线下行至 49.3%，快线自 9 月 15 日低点后反弹至 37.7%。BOCI 快线指标于 9 月 15 日发出快线加仓信号。

图表 5.本周全球资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	9月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	(0.47)	(1.09)	10.92
	MSCI新兴市场	(0.62)	(0.49)	21.82
	标普500	(0.08)	(0.46)	11.76
	日经指数	1.57	(1.95)	29.16
	斯托克指数	(1.22)	(2.39)	7.70
	韩国综指	(0.23)	1.09	63.60
	万得全A	1.70	(1.76)	0.28
	恒生指数	(0.22)	(3.19)	(3.43)
汇	美元指数	1.14	0.81	1.98
	美元兑人民币	(0.33)	(0.45)	(3.94)
	美元兑日元	2.18	(1.79)	0.13
	欧元兑美元	(0.97)	(1.13)	(2.21)
商	CRB商品	(0.13)	2.92	41.43
	LME铜	2.26	1.87	17.22
	布伦特原油	5.55	38.87	99.78
	伦敦金现	(0.37)	(3.70)	0.93
债	10Y美债收益率(Bps)	5.00	26.00	83.00
	10Y国债收益率(Bps)	(0.79)	(0.63)	(20.85)

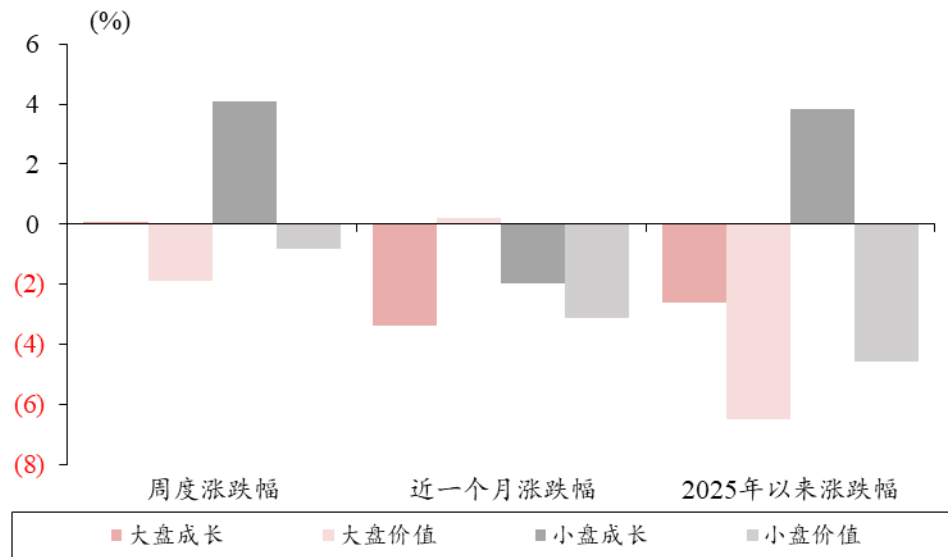
资料来源：万得，中银证券（注：截至 2026 年 9 月 18 日）

图表 6. 当前金油比 34.60



资料来源：万得，中银证券（注：截至 2026 年 9 月 18 日）

图表 7. 本周大盘成长风格表现相对占优



资料来源：万得，中银证券（注：截至2026年9月18日）

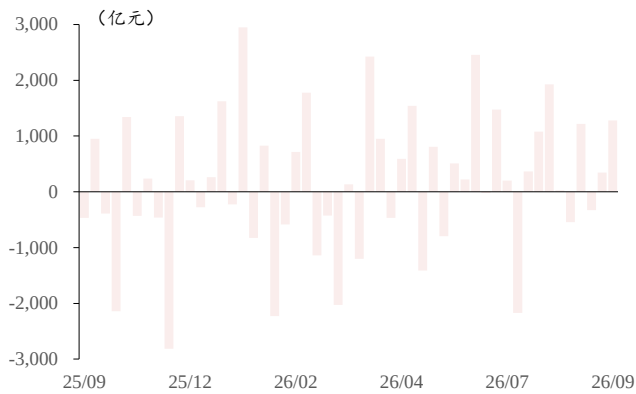
图表 8. BOCI 情绪指数于 9 月 15 日发出快线加仓信号



资料来源：万得，中银证券

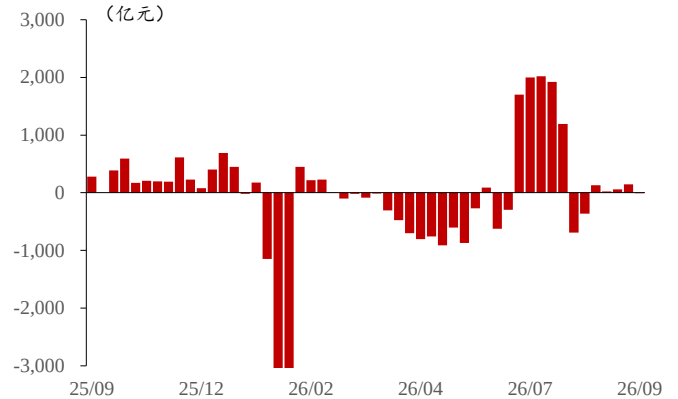
本周 A 股市场主力资金净买入 1276.94 亿元，为连续第 2 周净买入，环比增加 933.90 亿元，单周净买入规模创 6 周以来最大。具体行业上，本周市场资金倾向性最高的行业是电子，资金净流入规模达 790.44 亿元；通信、机械设备分列二、三，资金净流入规模分别是 200.59 亿元和 170.53 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是银行、有色金属和国防军工。本周股票型 ETF 场内净赎回金额 9.65 亿元，结束此前连续 4 周的净申购，单周净赎回规模创 5 周以来最大。其中，份额增加最多的五只 ETF 分别是南方中证 500ETF、华夏上证 50ETF、易方达创业板 ETF、易方达国证成长 100ETF、华泰柏瑞沪深 300ETF；减少最多的五只 ETF 分别是华夏上证科创板 50 成份 ETF、广发中证香港创新药 ETF(QDII)、国联安中证全指半导体产品与设备 ETF、易方达上证科创板 50 成份 ETF、富国上证综指 ETF。

图表 9. 本周主力资金扩大净流入



资料来源：通联数据，中银证券

图表 10. 本周股票型 ETF 转为净赎回



资料来源：通联数据，中银证券

图表 11. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）

	近一周	近一月	近三月	近半年		近一周	近一月	近三月	近半年
电子	790.44	1,089.49	1,691.75	8,659.78	美容护理	(0.77)	(5.73)	(9.73)	(39.87)
通信	200.59	505.20	368.72	2,199.87	钢铁	(2.43)	(18.21)	(54.88)	(190.11)
机械设备	170.53	300.84	804.89	2,060.43	综合	(3.66)	7.56	27.62	31.27
医药生物	89.73	(133.73)	658.76	146.85	交通运输	(4.55)	45.45	47.23	(201.75)
汽车	51.93	131.16	237.81	115.26	社会服务	(5.44)	22.45	18.57	(106.62)
电力设备	50.60	(116.54)	(409.78)	(986.93)	商贸零售	(5.70)	54.27	47.59	(55.68)
房地产	38.44	77.59	117.78	171.60	公用事业	(8.47)	84.80	(202.09)	(441.16)
基础化工	34.19	90.55	245.72	588.55	煤炭	(17.26)	8.81	72.67	(21.63)
计算机	33.95	(54.42)	454.94	10.86	石油石化	(22.26)	6.13	22.52	(298.77)
建筑材料	33.56	46.79	44.52	348.71	农林牧渔	(22.87)	182.37	274.55	58.38
轻工制造	29.83	70.63	123.01	200.47	非银金融	(26.94)	(16.32)	(259.46)	(1,066.30)
纺织服饰	13.31	19.80	65.32	92.29	传媒	(33.03)	82.42	65.61	(419.25)
食品饮料	9.22	(11.28)	27.56	(250.49)	国防军工	(40.45)	119.55	51.49	(185.80)
环保	6.82	(6.78)	(5.59)	(20.11)	有色金属	(40.96)	(204.37)	(61.67)	285.59
家用电器	5.11	41.98	91.36	45.16	银行	(50.69)	65.44	218.14	(31.06)
建筑装饰	4.16	21.36	70.86	(101.56)					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2026/9/18

图表 12. 中长级主题投资系统热点主题输出结果

序号	入选主题	指数代码	综合热度	区间评级	▲两周
1	语音技术	885772.TI	2.29	$H_t \geq 90\%$	(2.01)
2	短剧游戏	886060.TI	1.82	$H_t \geq 90\%$	3.86
3	黄金概念	885530.TI	1.79	$H_t \geq 90\%$	(7.18)
4	人形机器人	886069.TI	1.30	$H_t \geq 90\%$	(2.97)
5	高端装备	885427.TI	1.29	$H_t \geq 90\%$	(2.28)
6	AI智能体	886099.TI	1.27	$H_t \geq 90\%$	(1.64)
7	无人驾驶	885736.TI	1.27	$H_t \geq 90\%$	(1.55)
8	华为概念	885806.TI	0.88	$75\% \leq H_t < 90\%$	(1.65)
9	光热发电	886011.TI	0.85	$75\% \leq H_t < 90\%$	(1.36)
10	光伏建筑一体化	885920.TI	0.84	$75\% \leq H_t < 90\%$	(2.12)
11	铜缆高速连接	886073.TI	0.83	$75\% \leq H_t < 90\%$	2.54
12	回购增持再贷款概念	886089.TI	0.83	$75\% \leq H_t < 90\%$	0.55
13	PCB概念	885959.TI	0.79	$75\% \leq H_t < 90\%$	0.51
14	无人机	885564.TI	0.79	$75\% \leq H_t < 90\%$	(0.84)

资料来源：万得，中银证券

风险提示

- 1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。
- 2) 市场波动风险。
- 3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371