

2026 年 09 月 20 日

加息落地，权益定价或回归盈利预期

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

曹晋（分析师）

kysec.cn

证书编号：S0790526070003

● 本周 A 股领涨全球权益市场

本周（9.14-9.18），A 股主要宽基指数全收涨，科创 50、创业板指、深证成指和上证指数上涨 6.39%、1.52%、1.26% 和 0.61%。行业层面，上涨板块环比出现扩散效应，AI 链领涨，消费和地产建筑走势转好，而资源和周期受加息压制承压。

● 历次美联储“撤回宽松式”加息后，权益表现仍以盈利为定价锚

回顾近 40 年美联储货币政策周期中，共有 4 次类“撤回宽松式”加息，综合供需两方面，1999 年对本次美联储加息的参照意义更强。其一是 AI 技术蓬勃发展和互联网革命都提升了社会劳动生产率；其二，通胀是两次加息的直接推动因素，均受供给侧冲击导致原油价格和通胀抬升。

大类资产：在 1999 年 6 月 29 日美联储首次加息后，国际油价依旧攀升，加息预期抬高成为基准情形。（1）权益小幅上涨后受压制回落，结构上互联网革命驱动纳斯达克指数和信息技术板块表现强势；（2）外汇市场和大宗商品：美元短暂走强后震荡回落，铜价受互联网革命拉动，表现偏强；（3）美债市场：加息后，美债收益率短暂回落，整体处于熊平走势。

我们认为，本次美联储加息对大类资产影响以下两条路径概率偏大：**（1）乐观情形**：中东地缘局势缓和、油价中枢回落，10 月美联储巩固性加息后或转入观察期，权益资产有望迎来修复；**（2）中性情形**：中东局势仍维持拉锯战，国际油价维持高位、但不进一步抬升。该情形短期或对权益市场构成压制，但盈利预期才是主导权益市场表现的核心因素。

● A 股盈利还能上行多久？一个领先 9 个月的新指标

我们构造“企业融资总额”，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 股盈利仍有望上行，2027 年初或出现一定斜率回落。即盈利二阶导若边际放缓，需寻找兼具高增速 G 与盈利加速 ΔG 的“二次点火”资产。

● 投资建议——美联储加息落地，把握科技和再平衡

短期看，市场处于“长叙事未破，新叙事未出，拥挤度初缓”背景，可积极参与科技“反弹—高波震荡”行情，但较此前的趋势行情需更灵活应对，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，关注中证 2000 和万得微盘股；（2）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）行业再平衡关注：有色、基础化工、新能源、农业、医药，及造船等部分中游制造；（4）银行、公用事业、电力等高股息在高波市场中的风险收益比。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

《厄尔尼诺的“预期差”——投资策略专题》-2026.9.19

《机构关注度环比回升：计算机、通信、电子——机构调研周跟踪》-2026.9.15

《拥挤初缓，机会扩散——投资策略周报》-2026.9.13

目 录

1、 本周 A 股领涨全球权益市场	3
2、“撤回宽松式”加息后，权益表现或以盈利为锚	4
3、 A 股盈利还能上行多久？一个领先 9 个月的新指标	7
4、 投资建议——美联储加息落地，把握科技和再平衡	9
5、 风险提示	9

图表目录

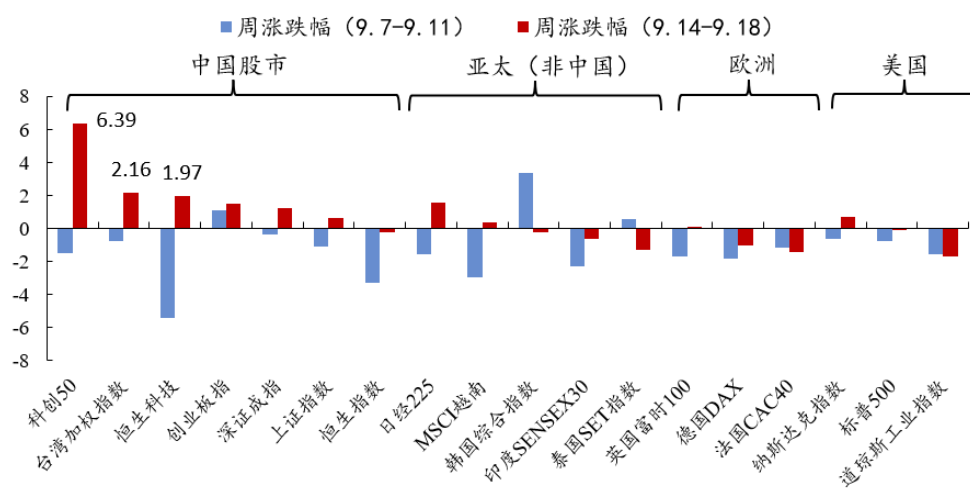
图 1： 本周，A 股领涨全球权益市场	3
图 2： 本周，上涨行业数显著增多，资源周期板块相对承压	3
图 3： 近 40 年，美联储有 4 次类“撤回宽松式”加息	4
图 4： 9 月美联储点阵图指引未来有 2 次加息的可能性偏大	5
图 5： 1999 年 6 月美联储加息后，油价继续攀升推高加息预期	5
图 6： 1999 年 6 月美联储加息后，美债收益率小幅回落后继续升高	6
图 7： 1999 年 6 月美联储首次加息前后，全球权益市场以震荡为主	6
图 8： 1999 年 6 月美联储首次加息前后，互联网革命代表的信息技术表现强势	7
图 9： 从旧指标的指引来看，2027 年盈利或将断崖式下行	8
图 10： 融资总规模同比增速对未来盈利的指引相对更积极一些	8

1、本周 A 股领涨全球权益市场

本周（9.14-9.18），面对美联储重启加息的 FOMC 会议，中国股市逆势走强。本周，A 股主要宽基指数全面收涨，科创 50、创业板指、深证成指和上证指数分别收涨 6.39%、1.52%、1.26% 和 0.61%。

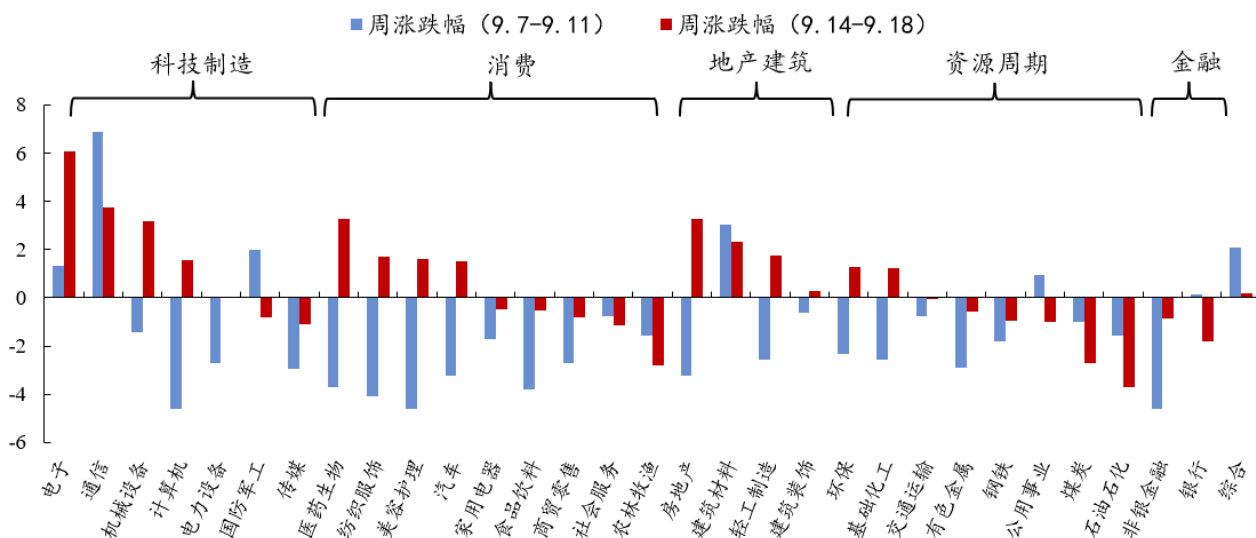
行业层面，本周板块出现一定扩散，AI 产业链领涨，消费和地产建筑走势转好，而资源和周期受加息压制，普遍承压。

图1：本周，A 股领涨全球权益市场



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周，上涨行业数显著增多，资源周期板块相对承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、“撤回宽松式”加息后，权益表现或以盈利为锚

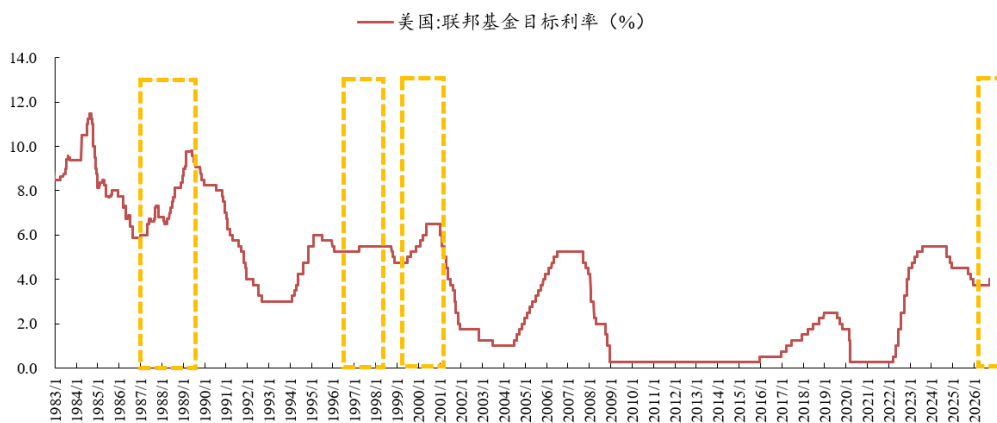
回顾近 40 年美联储货币政策周期中，共有 4 次类“撤回宽松式”加息——

(1) 1987 年，里根政府“美元贬值以促出口”政策影响，美国国内通胀再次快速走高、失业率下降。美联储希望通过加息提高美元资产的吸引力，并抑制经济过热导致 19 世纪 70 年代恶性通胀重现；(2) 1997 年 3 月，格林斯潘为应对持续强劲的经济活动，采取预防式加息，后因消费者支出反映的经济活动放缓暂停；(3) 1999 年 6 月，互联网技术发展带动“高增长、低通胀、高就业”，而科索沃战争和 OPEC 减产加剧了短期供给侧对价格的推升；(4) 2026 年 9 月，面对持续攀升的油价和通胀数据，FOMC 一致投票决定，将基准利率从 3.5% 至 3.75% 的区间上调至 3.75% 至 4% 的区间，这是自 2023 年 7 月以来的首次加息。

综合供需两侧因素，1999 年对本次美联储加息的参照意义更强。其一是 AI 技术蓬勃发展和互联网革命都提升了社会劳动生产率，从需求端增强了经济活动的强度；其二，通胀是两次加息的直接推动因素，且均来自供给侧冲击导致原油价格和通胀抬升，1999 年是科索沃战争和 OPEC 的减产加剧导致了短期价格的提升。

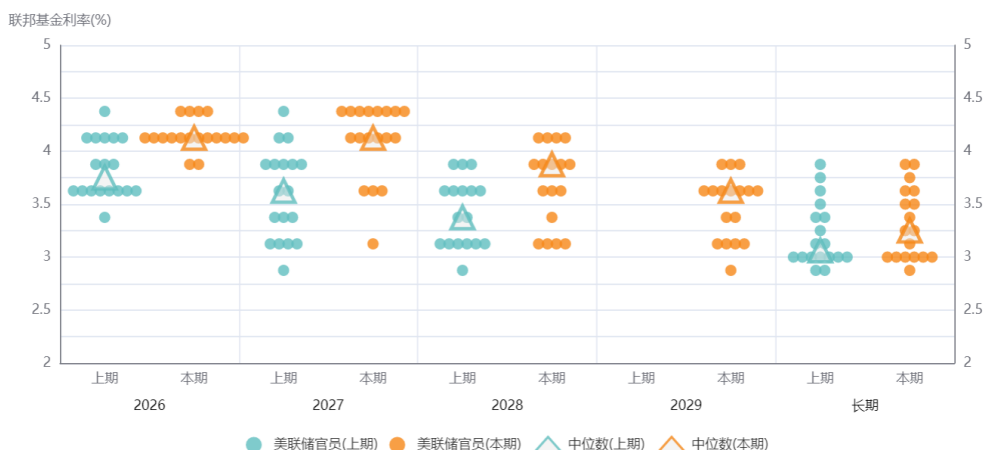
从美联储点阵图来看，多数支持 2026 年和 2027 年仍各有一次加息。我们认为，本次加息的特殊之处在于地缘风险是核心驱动因素，2 次累计加息 50BP 是建立国际油价持续处于高位运行的假设情形下，当前美债市场基本定价了仍有 2 次加息的可能性。本周中东局势略有缓和、且国际油价显著回落，基准情形或是美联储在 10 月巩固性加息后，美债市场波动对大类资产的冲击或有所减缓。

图3：近 40 年，美联储有 4 次类“撤回宽松式”加息



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：9月美联储点阵图指引未来有2次加息的可能性偏大



数据来源：Wind、美联储（数据截至2026年9月20日）

在1999年6月29日美联储首次加息后，国际油价依旧攀升，仍不断抬升持续加息预期。结合资产表现来看——

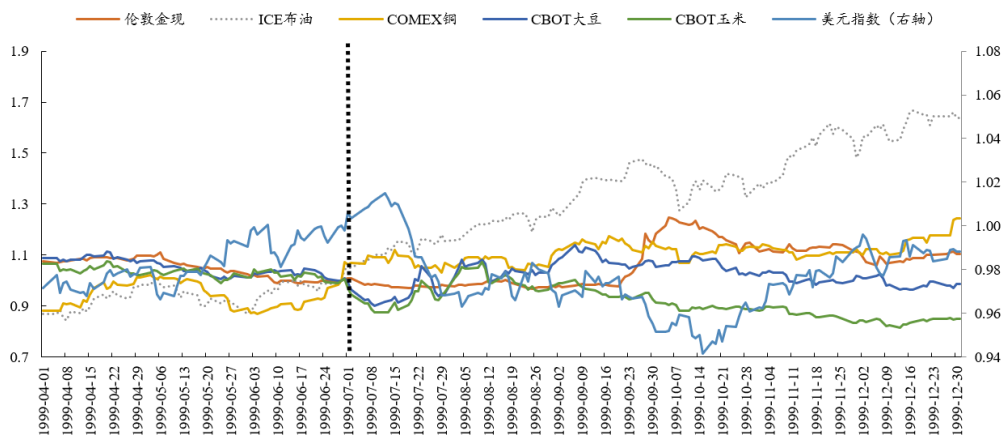
权益资产：全球股市小幅上涨后受压制回落，结构上互联网技术为代表的纳斯达克指数和信息技术板块表现较强。

外汇市场和大宗商品：美元短暂走强后震荡回落，黄金在首次加息后1-2个月内表现平缓；铜价受互联网革命拉动的工业金属需求，在加息周期内仍表现较强；

美债市场：在美联储1999年首次加息后，美债收益率短暂回落，受油价和通胀上升的影响，整体处于熊平走势。

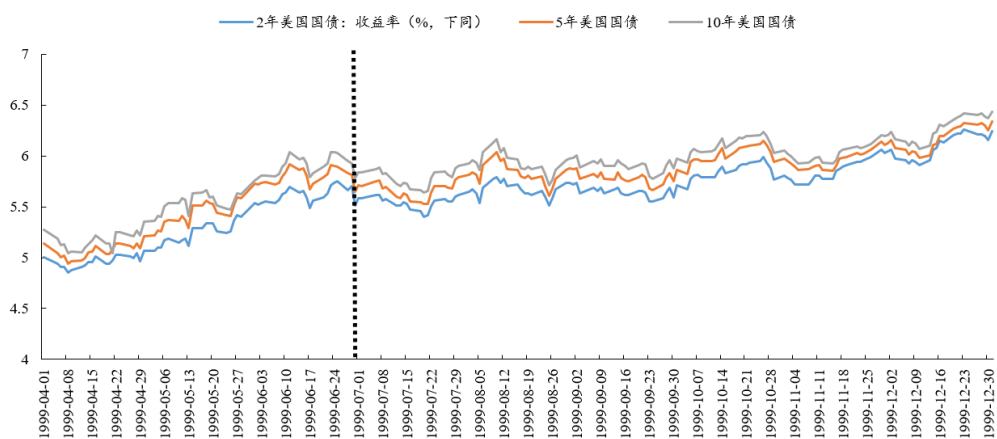
我们认为，鉴于本次地缘风险对美国通胀的影响，本次美联储加息对大类资产影响以下两条路径概率偏大，短期权益表现或回归盈利预期为核心导向：（1）乐观情形：中东地缘局势缓和、油价中枢回落，10月美联储巩固性加息后或停止加息转入观察期，权益资产有望迎来修复；（2）中性情形：中东局势仍以拉锯战形式持续，国际油价维持高位、但不进一步抬升，短期或对权益市场构成压制，但盈利预期才是主导权益市场表现的核心因素。

图5：1999年6月美联储加息后，油价继续攀升推高加息预期



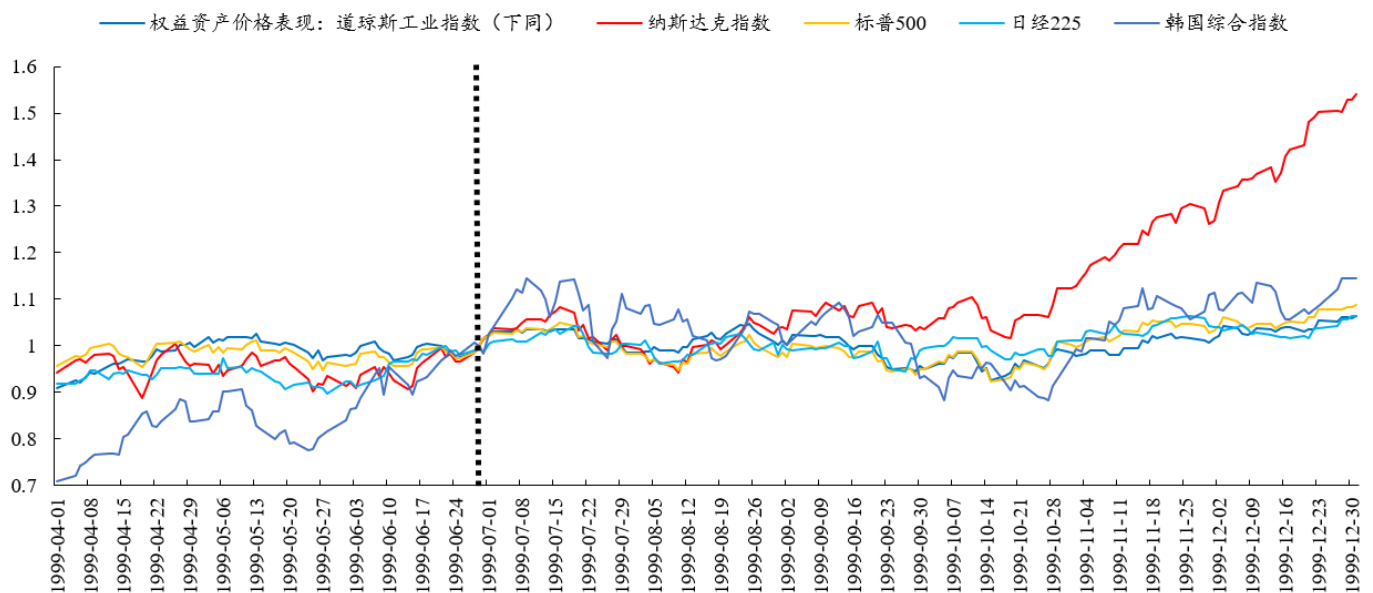
数据来源：Wind、开源证券研究所（以1999年6月29日美联储加息日为观察基准）

图6：1999年6月美联储加息后，美债收益率小幅回落后续续升高

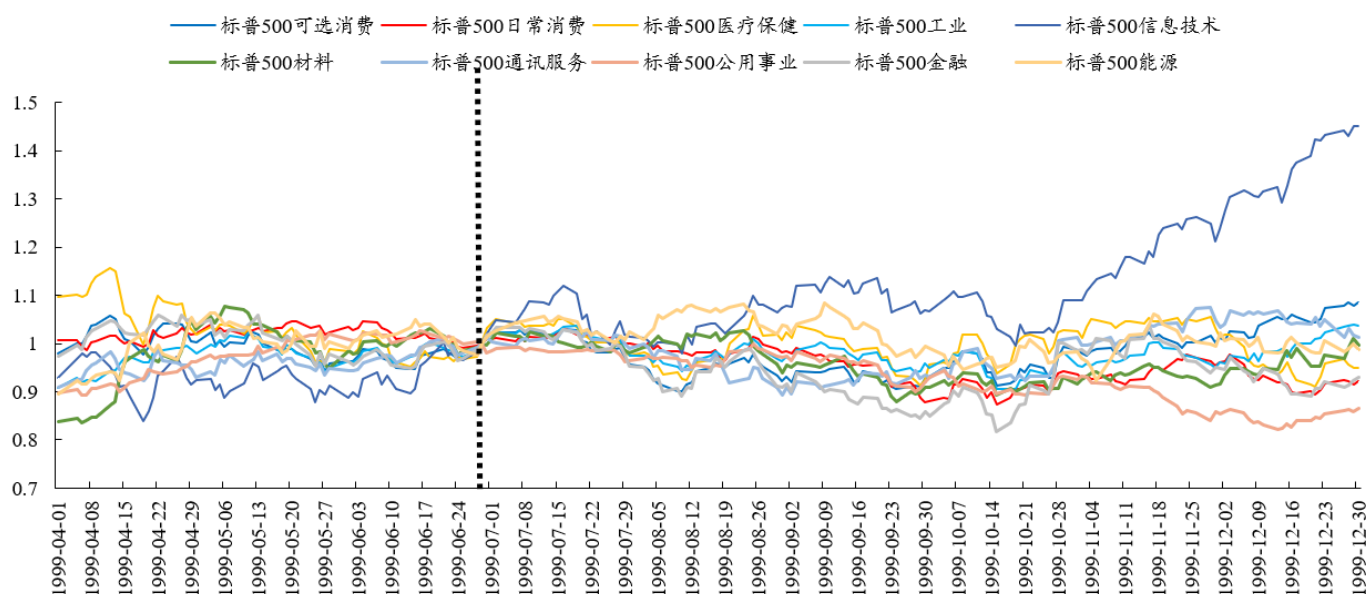


数据来源：Wind、开源证券研究所（以1999年6月29日美联储加息日为观察基准）

图7：1999年6月美联储首次加息前后，全球权益市场以震荡为主



数据来源：Wind、开源证券研究所（以1999年6月29日美联储加息日为观察基准）

图8：1999年6月美联储首次加息前后，互联网革命代表的信息技术表现强势


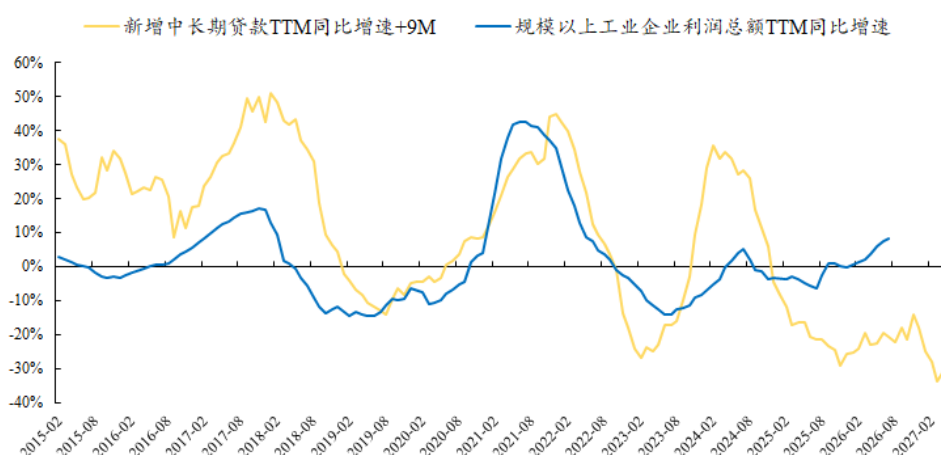
数据来源：Wind、开源证券研究所（以1999年6月29日美联储加息日为观察基准）

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。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。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9：从旧指标的指引来看，2027 年盈利或将断崖式下行

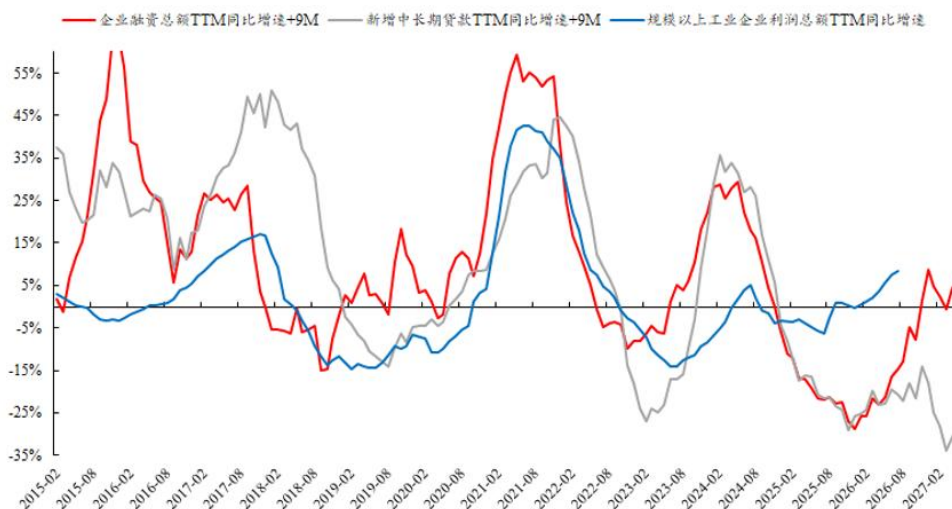


数据来源：Wind、开源证券研究所

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10：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——美联储加息落地，把握科技和再平衡

短期看，当前市场处于“长叙事未破，新叙事未出，拥挤度初缓”的背景，市场微观结构较 7-8 月明显改善，科技估值有所消化基准路径仍是“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；地缘局势超预期升级；历史数据不指引未来表现

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。

分析师声明

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的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（北交所基准指数为北证 50 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。

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1号楼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