

2026 年 09 月 27 日

证券研究报告·市场投资策略

策略周报（2026.9.21-9.24）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

美债利率继续上行，A 股震荡回调

摘要

- **A 股主要指数及行业表现：**本周 A 股震荡回调，主要指数多数下跌，小盘指数相对占优。中证 2000 上涨 0.55%，为主要指数中唯一上涨；上证综指、上证 50 分别下跌 0.60%、0.63%，深证综指、沪深 300、中证 1000 分别下跌 1.45%、1.51%、1.53%，科创 50、中证 500、创业板指分别下跌 1.86%、2.25%、2.48%。风格指数中，消费小幅上涨 0.10%，金融微跌 0.04%，稳定、周期、成长分别下跌 1.06%、1.41%、1.76%。行业层面，房地产、煤炭、医药、石油石化分别上涨 2.20%、1.77%、1.48%、1.00%；有色金属、通信、电力设备及新能源、建材分别下跌 4.12%、3.11%、2.35%、2.19%，行业分化明显。
- **A 股主要指数及行业估值：**本周全部 A 股 PE(TTM)较上周下降 0.16 至 21.34 倍，处于近 10 年 76.6%分位；PB(LF)下降 0.01 至 1.82 倍，处于近 10 年 58.1%分位。其中美容护理(+0.50)、社会服务(+0.48)、医药生物(+0.48)、煤炭(+0.38)、房地产(+0.37)PE(TTM)周环比提升，通信(-1.66)、农林牧渔(-1.27)、国防军工(-1.08)、电子(-1.05)、机械设备(-0.89)周环比降幅居前。从申万一级行业 PB-ROE 情况来看，有色金属、非银金融、食品饮料、家用电器、石油石化、银行等行业位于趋势线上方，相对低估或有安全边际；房地产、综合、农林牧渔、商贸零售、建筑材料、计算机等行业位于趋势线下方，相对高估或依赖预期兑现。
- **A 股情绪指标：**本周市场情绪冲高后连续回落。周一上涨家数占比为 81.6%，周二至周四依次回落至 42.7%、33.9%、20.1%，5 日均值降至 50.9%；收盘价站上 20 日均线的个股占比由周一的 55.1%回落至 39.7%，市场赚钱效应与广度走弱。全 A 股权风险溢价环比上升 0.04pp 至 2.94%，低于 3.5 年滚动历史均值（3.13%），处于 5 年 51.6%分位。截至周三（9 月 23 日），两融余额为 26,550 亿元，占 A 股流通市值的 3.02%，较上周基本持平（+0.00pp）。
- **全球大类资产表现：**本周韩国综合指数、日经 225、纳斯达克指数涨幅居前，分别上涨 2.71%、2.07%、2.06%；恒生指数、上证指数分别下跌 0.97%、0.60%。中国 10 年期国债收益率下行 0.80bp 至约 1.67%，美国 10 年期国债收益率上行 16.00bp 至 5.17%，英、德、日 10 年期国债收益率分别上行 3.50bp、8.00bp、9.20bp；大宗商品中，LME 铜、大豆分别上涨 1.45%、1.30%，伦敦金现、布伦特原油、LME 铝分别下跌 2.13%、1.83%、0.94%。
- **投资策略：**市场隐含本轮终端利率约 4.89%，较 SEP 上沿高 49bp，反映通胀尾部风险溢价。历史上，加息初期利率预期易超调，待通胀与美联储立场明朗后，SEP 将重新成为锚。短期地缘局势、油价及美债利率上行仍压制风险资产。国内节前缩量主要源于季节性观望，并非趋势转弱。若无新增通胀冲击、加息预期见顶，科技板块四季度或迎修复。
- **风险提示：**宏观环境超预期变化、风险事件超预期演绎、统计偏差等风险。

西南证券研究院

分析师：程睿智

执业证号：S1250524050004

邮箱：chengzuoz@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏

执业证号：S1250523030002

邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

1. 日元拐点的预警——2026 年三季度策略（2026-08-24）
2. 阶段性冲击下的美股底部形成机制——2023 年以来美股五次回撤复盘与底部信号（2026-06-17）
3. 全球三大非均衡正反馈发散系统下的范式重塑——李嘉图不等价、购买力不平价与利率不平价（2026-04-24）
4. 2026 年策略展望：大类资产定价的 K 型背离——黄金坐标系的切换与财政风险溢价的扩散路径（2025-12-04）
5. 系统动力学模型研判市场系列之二：来自物理学的预警——LPPL 模型如何提示历史行情主升浪顶部（2025-09-11）
6. 基于系统动力学模型的牛市正反馈切换点识别与当前市场研判（2025-09-04）

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 A股主要指数及行业表现.....	1
2 A股主要指数及行业估值.....	2
3 A股情绪指标.....	4
4 全球大类资产表现.....	5
5 投资策略.....	6
6 风险提示.....	7

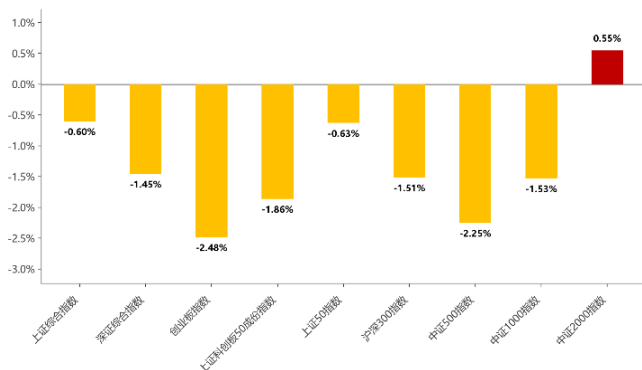
图 目 录

图 1：本周 A 股主要指数涨跌幅（2026.9.21-9.24）	1
图 2：本周 A 股主要指数风格涨跌幅（2026.9.21-9.24）	1
图 3：本周中信行业涨跌幅（2026.9.21-9.24）	1
图 4：近 10 年全部 A 股 PE(TTM)估值情况	2
图 5：近 10 年全部 A 股 PB(LF)估值情况	2
图 6：A 股主要指数 PE(TTM)估值对比情况（2026.9.21-9.24）	2
图 7：A 股主要指数 PB(LF)估值对比情况（2026.9.21-9.24）	2
图 8：A 股各行业 PE(TTM)估值对比情况（2026.9.21-9.24）	3
图 9：A 股申万一级行业 PB-ROE 估值情况（2026.9.24）	3
图 10：全部 A 股中上涨家数占比	4
图 11：全部 A 股中收盘价高于 20 日均线的公司数量占比	4
图 12：近 5 年全 A 股权风险溢价变化情况	4
图 13：两融余额及占 A 股流通市值比重情况	5
图 14：本周港股及海外主要指数涨跌幅（2026.9.21-9.25）	5
图 15：本周港股及海外主要指数 PE(TTM)估值对比情况（2026.9.21-9.25）	5
图 16：全球 10 年期国债收益率走势	6
图 17：本周全球大宗商品价格涨跌幅（2026.9.21-9.25）	6

1 A股主要指数及行业表现

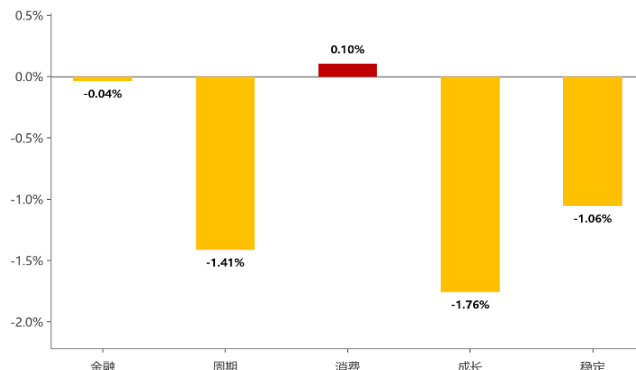
本周A股震荡回调，主要指数多数下跌，小盘指数相对占优。中证2000上涨0.55%，为主要指数中唯一上涨；上证综指、上证50分别下跌0.60%、0.63%，深证综指、沪深300、中证1000分别下跌1.45%、1.51%、1.53%，科创50、中证500、创业板指分别下跌1.86%、2.25%、2.48%。风格指数中，消费小幅上涨0.10%，金融微跌0.04%，稳定、周期、成长分别下跌1.06%、1.41%、1.76%。

图1：本周A股主要指数涨跌幅(2026.9.21-9.24)



数据来源: wind、西南证券整理

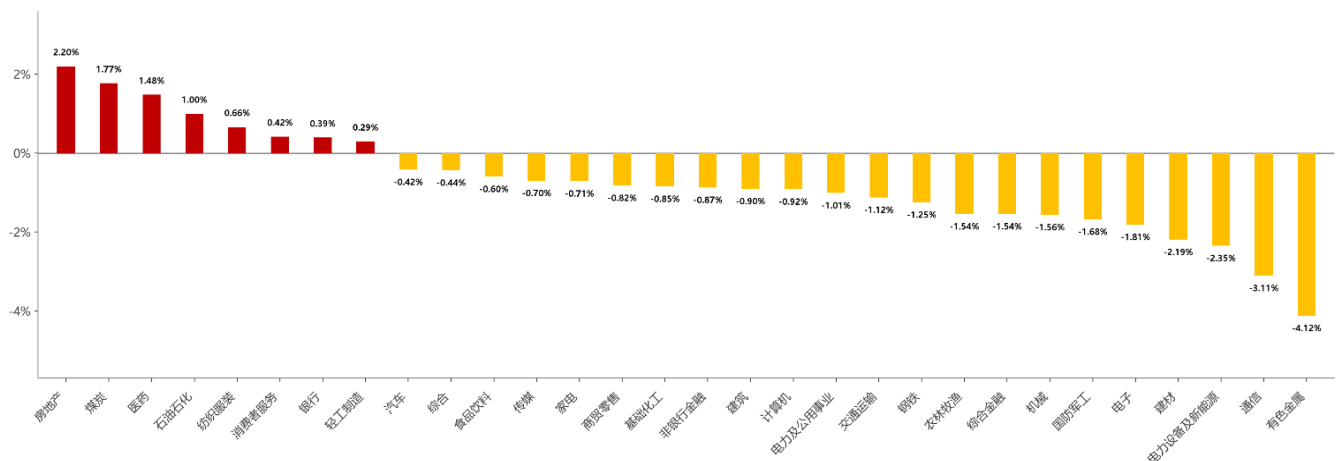
图2：本周A股主要指数风格涨跌幅(2026.9.21-9.24)



数据来源: wind、西南证券整理

行业层面，房地产以2.20%的涨幅领涨，煤炭、医药、石油石化分别上涨1.77%、1.48%、1.00%；有色金属、通信、电力设备及新能源、建材分别下跌4.12%、3.11%、2.35%、2.19%，跌幅居前。行业分化明显，房地产、煤炭和医药相对强势，成长制造及部分资源方向回调。

图3：本周中信行业涨跌幅(2026.9.21-9.24)

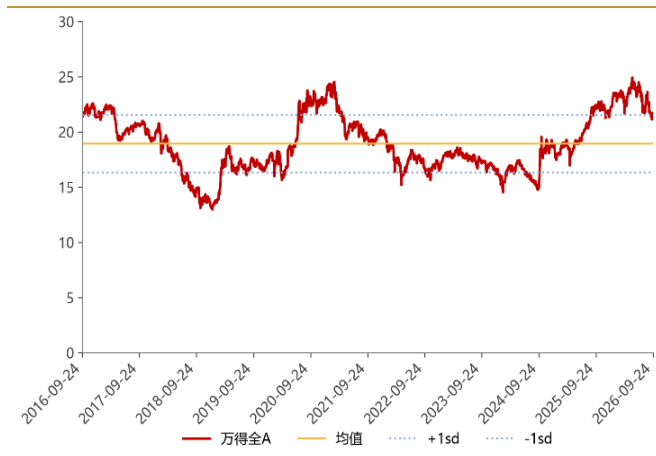


数据来源: wind、西南证券整理

2 A股主要指数及行业估值

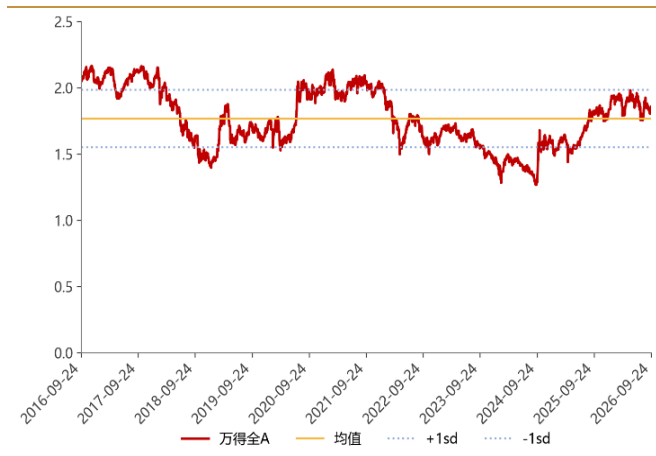
本周 A 股主要指数多数下跌，全部 A 股 PE(TTM)较上周下降 0.16 至 21.34，1 年/3 年/10 年分位数分别为 3.6%/64.4%/76.6%；PB(LF)下降 0.01 至 1.82，1 年/3 年/10 年分位数分别为 25.2%/74.8%/58.1%。

图 4：近 10 年全部 A 股 PE(TTM)估值情况



数据来源：wind、西南证券整理

图 5：近 10 年全部 A 股 PB(LF)估值情况



数据来源：wind、西南证券整理

主要指数中，中证 500 本周下跌 2.25%，PE(TTM)较上周下降 0.70 至 32.63，1 年/3 年/10 年分位数分别为 9.9%/67.1%/78.4%；PB(LF)下降 0.05 至 2.37，1 年/3 年/10 年分位数分别为 30.7%/76.9%/79.2%。

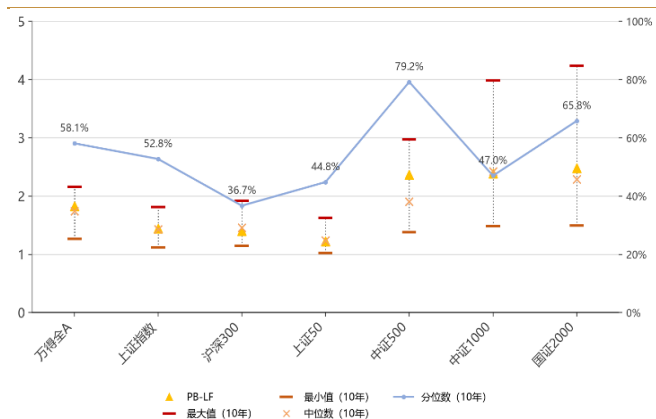
上证指数本周下跌 0.60%，PE(TTM)较上周下降 0.06 至 15.73，1 年/3 年/10 年分位数分别为 0.8%/62.8%/75.5%；PB(LF)下降 0.01 至 1.45，1 年/3 年/10 年分位数分别为 4.7%/64.3%/52.8%。

图 6：A 股主要指数 PE(TTM)估值对比情况 (2026.9.21-9.24)



数据来源：wind、西南证券整理

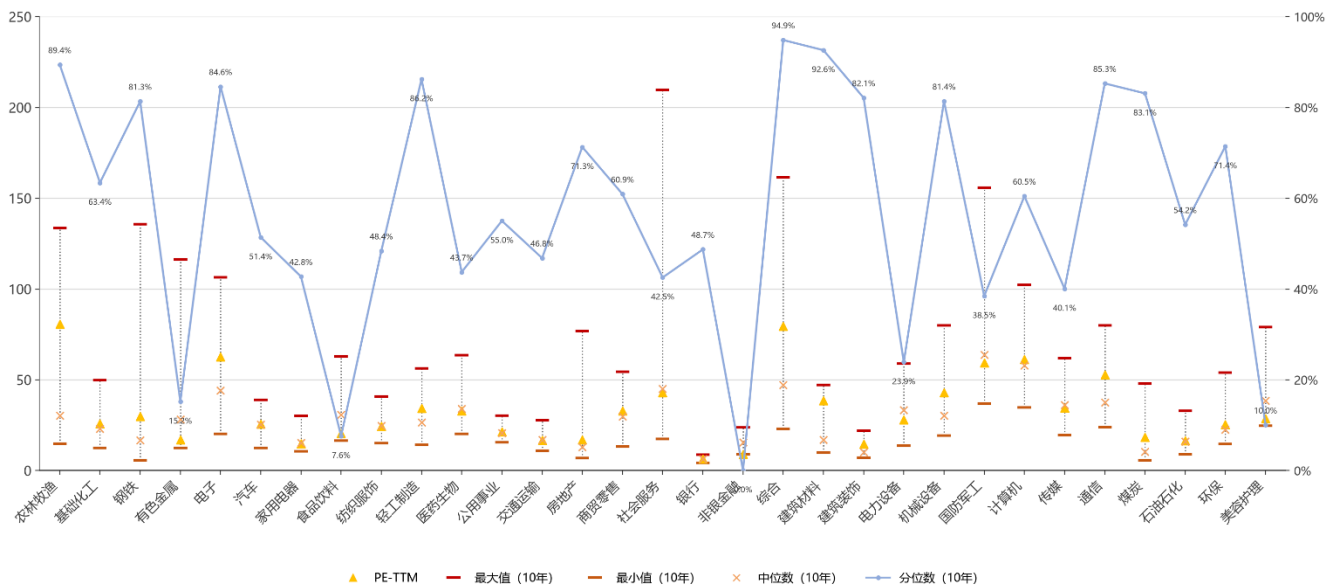
图 7：A 股主要指数 PB(LF)估值对比情况 (2026.9.21-9.24)



数据来源：wind、西南证券整理

看各行业估值周环比变化，美容护理(+0.50)、社会服务(+0.48)、医药生物(+0.48)、煤炭(+0.38)、房地产(+0.37)PE(TTM)周环比提升，通信(-1.66)、农林牧渔(-1.27)、国防军工(-1.08)、电子(-1.05)、机械设备(-0.89)周环比降幅居前。

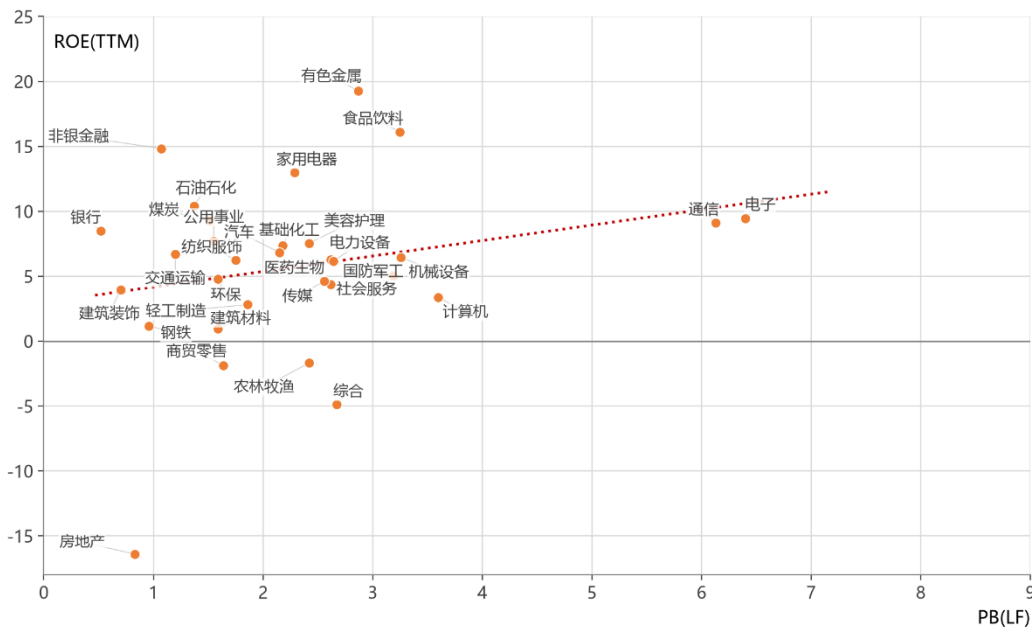
图 8：A 股各行业 PE(TTM)估值对比情况 (2026.9.21-9.24)



数据来源：Wind、西南证券整理

从申万一级行业 PB-ROE 情况来看，有色金属、非银金融、食品饮料、家用电器、石油石化、银行等行业位于趋势线上方，ROE 相对其 PB 偏高，相对低估或有安全边际；房地产、综合、农林牧渔、商贸零售、建筑材料、计算机等行业位于趋势线下方，ROE 相对 PB 偏低，估值隐含较多未来增长预期，相对高估或依赖预期兑现。

图 9：A 股申万一级行业 PB-ROE 估值情况 (2026.9.24)

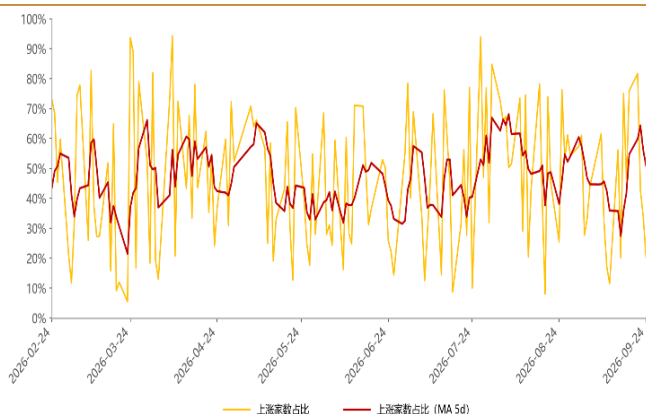


数据来源：Wind、西南证券整理

3 A 股情绪指标

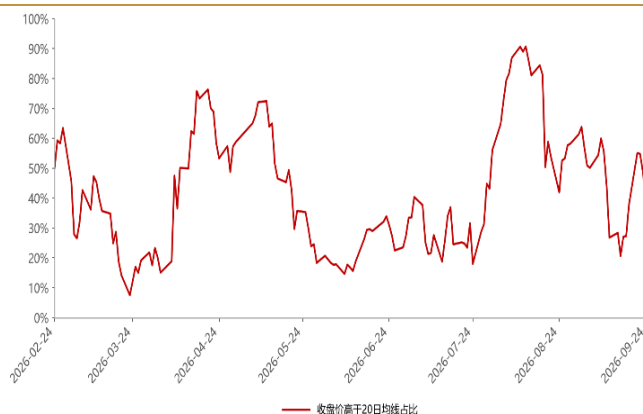
市场情绪在周一冲高后连续回落。周一上涨家数占比为 81.6%，周二至周四依次回落至 42.7%、33.9%、20.1%，5 日均值降至 50.9%；收盘价站上 20 日均线的个股占比由周一的 55.1% 回落至 39.7%，市场赚钱效应与广度走弱。

图 10：全部 A 股中上涨家数占比



数据来源：wind、西南证券整理

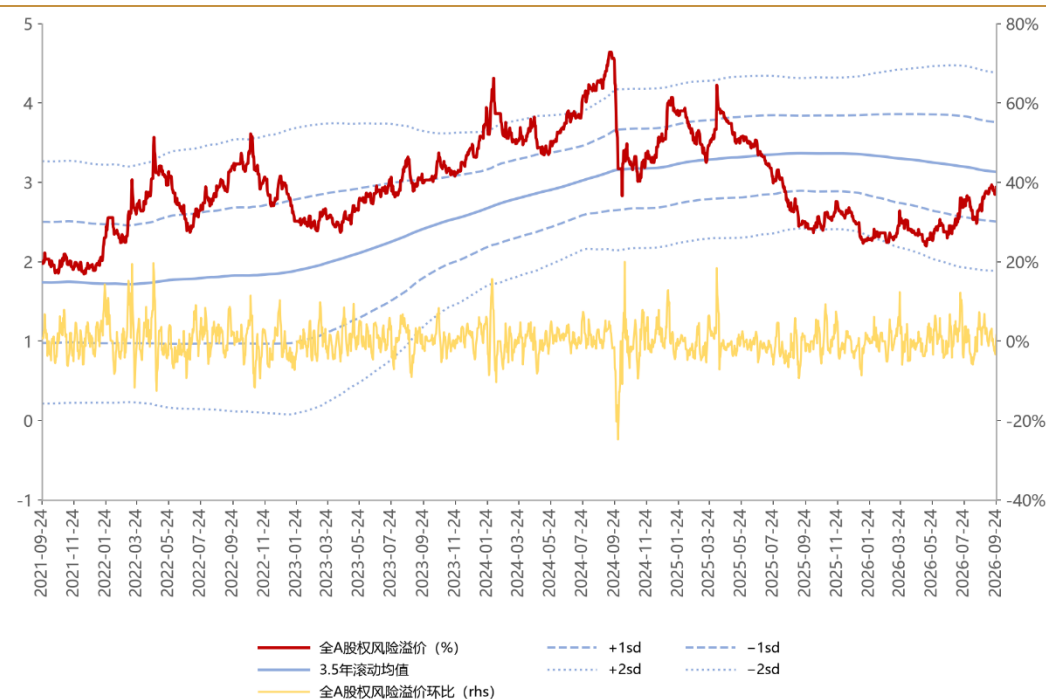
图 11：全部 A 股中收盘价高于 20 日均线的公司数量占比



数据来源：wind、西南证券整理

本周全 A 股权风险溢价环比上升 0.04pp 至 2.94%，低于 3.5 年滚动历史均值（3.13%）和 +1 倍标准差（3.76%），高于 -1 倍标准差（2.51%），处于 5 年 51.6% 分位，权益相对债券的性价比位于历史中位数附近。

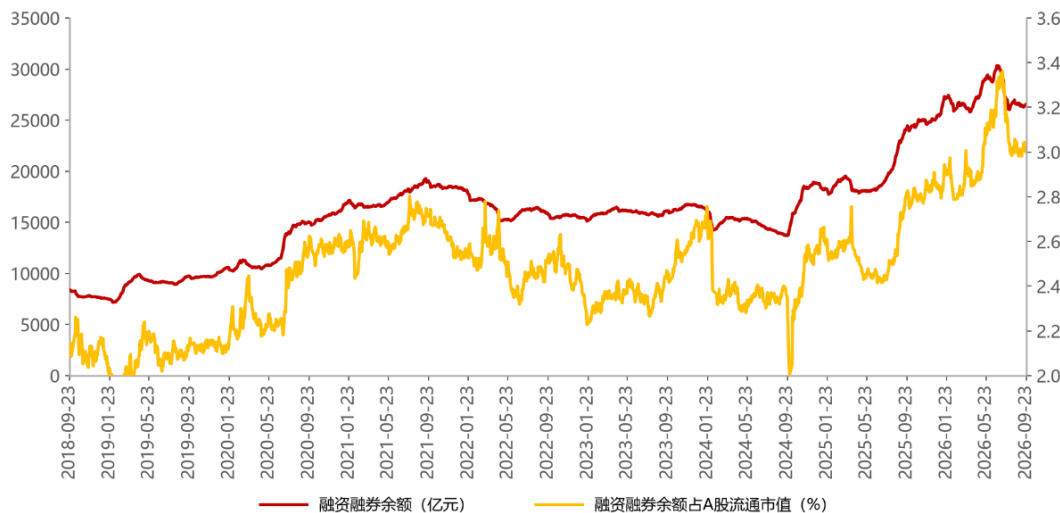
图 12：近 5 年全 A 股权风险溢价变化情况



数据来源：Wind、西南证券整理

本周两融余额占沪、深市 A 股流通市值的比重较上周下降 0.02pp 至 3.02%，杠杆资金活跃度维持低位。

图 13：两融余额及占 A 股流通市值比重情况

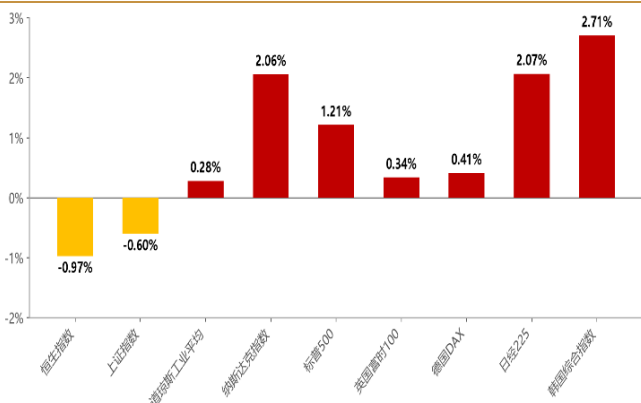


数据来源：Wind、西南证券整理

4 全球大类资产表现

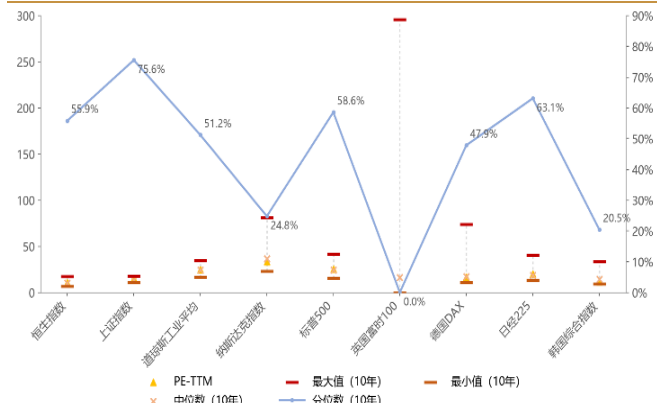
股指方面,本周韩国综合指数、日经 225、纳斯达克指数分别上涨 2.71%、2.07%、2.06%，标普 500 上涨 1.21%；恒生指数、上证指数分别下跌 0.97%、0.60%。PE(TTM)方面，纳斯达克指数、日经 225、韩国综合指数分别较上周上升 0.55 至 33.29 倍、上升 0.38 至 20.41 倍、上升 0.31 至 11.80 倍；德国 DAX、恒生指数分别下降 1.02 至 16.87 倍、下降 0.11 至 10.83 倍。

图 14：本周港股及海外主要指数涨跌幅 (2026.9.21-9.25)



数据来源：wind、西南证券整理

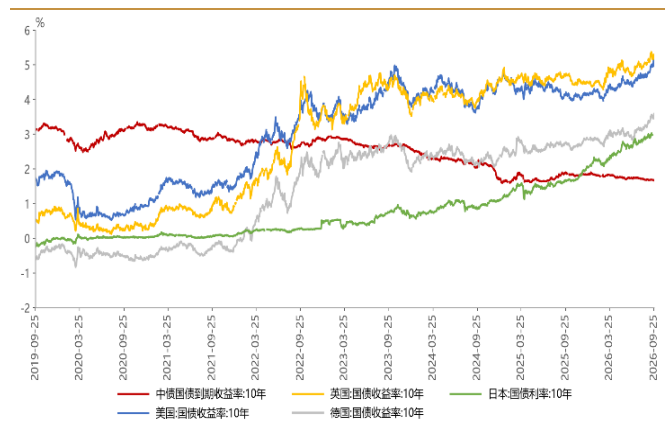
图 15：本周港股及海外主要指数 PE(TTM)估值对比情况 (2026.9.21-9.25)



数据来源：wind、西南证券整理

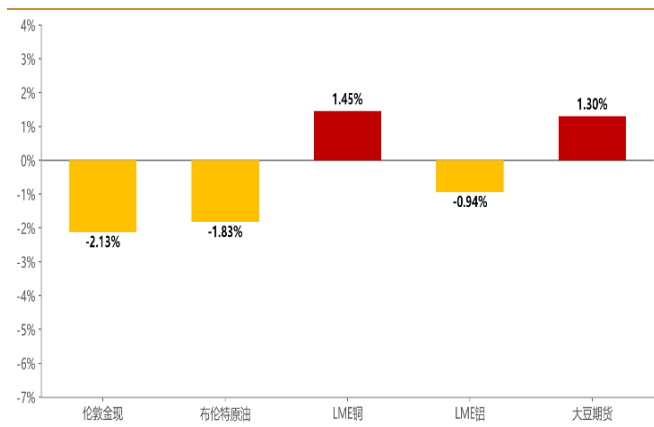
债市方面，中国 10 年期国债收益率下行 0.80bp 至约 1.67%，美国 10 年期国债收益率上行 16.00bp 至 5.17%，英国、德国、日本 10 年期国债收益率分别上行 3.50bp 至 5.29%、8.00bp 至 3.58%、9.20bp 至 3.07%；大宗商品方面，LME 铜、大豆分别上涨 1.45%、1.30%，伦敦金现、布伦特原油、LME 铝分别下跌 2.13%、1.83%、0.94%。

图 16：全球 10 年期国债收益率走势



数据来源: wind、西南证券整理

图 17：本周全球大宗商品价格涨跌幅 (2026.9.21-9.25)



数据来源: wind、西南证券整理

5 投资策略

联邦基金利率期货显示，市场预计本轮加息的利率峰值约为 4.89%，高于最新 SEP 预测区间上限 4.4%。这部分溢价主要源于市场对通胀持续性及潜在上行风险的担忧。在紧缩周期刚启动时，投资者通常难以准确判断通胀黏性和美联储的政策反应，利率峰值预期因而可能暂时突破 SEP 指引。2022 年加息开启后，市场定价的终端利率曾升至 3.4%，超过当时 SEP 上限 3.1%，并对权益资产形成明显压力。随着通胀路径和政策信号在 2022 年年中左右逐渐明朗，SEP 预测区间对市场预期的约束力随之增强。若通胀未出现新的超预期冲击，终端利率接近 SEP 上限往往意味着紧缩预期已得到较充分反映，风险资产可能出现阶段性反弹。不过，近期中东局势扰动加剧，油价回落空间受限，同时美国 9 月 PMI 显著强于预期，美债收益率延续上行，MOVE 指数快速升至 96，短期仍可能压制风险资产估值。

国内方面，国庆节前成交额季节性收缩较为明显，与历史规律基本一致，更多反映节前资金观望和持仓调整。从历史经验看，长假前市场交投活跃度下降属于常见现象，主要源于假期不确定性、资金成本及仓位管理需求，增量资金入场意愿也相对不足，因此缩量并不必然指向趋势性走弱。结构上，国内科创板仍跟随海外市场波动，尤其对美债利率和全球科技股风险偏好较为敏感。若后续缺乏新的通胀冲击，本轮加息预期接近峰值，海外流动性收紧对成长估值的压制有望边际缓和，科技板块四季度或迎来修复机会。

6 风险提示

（1）宏观环境超预期变化的风险

1) 经济基本面超预期变化：若国内经济复苏的斜率、节奏或结构明显偏离预期，将直接影响企业盈利预期与市场风险偏好，进而改变行业配置与估值中枢。

2) 政策环境超预期转向：货币、财政、产业政策的力度、节奏或方向若超预期调整，可能对市场资金面、风险溢价及估值水平产生冲击。

3) 海外宏观与流动性环境超预期变化：美联储货币政策路径、全球通胀走势、地缘政治局势、主要经济体衰退风险等若出现超预期演化，将通过汇率、资本流动、外需与风险偏好等渠道对国内市场形成传导。

（2）风险事件超预期演绎的风险

1) 黑天鹅事件冲击：突发的地缘冲突、极端自然灾害、重大信用违约等难以提前预测的事件，可能引发市场短期剧烈波动与情绪踩踏。

2) 尾部风险被低估：模型与历史规律难以充分刻画极端情形，若出现超预期的尾部风险，可能导致基于历史统计与中性假设得出的结论出现较大偏差。

（3）统计偏差的风险

1) 样本与数据口径的局限性：报告所引用的统计数据、财务指标及行业分类（如申万行业分类、指数成分等）均存在特定的编制口径、统计时点与修订机制。若样本覆盖不全、数据存在滞后或后续被追溯调整，可能导致历史规律与当前结论之间的偏差。

2) 幸存者偏差与选择性偏误：部分分析所使用的样本可能剔除或遗漏了已退市、被并购、暂停交易的标的，从而高估或低估整体表现。

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn