

策略季报：低波动防御，保留现金期权（2026 年四季度）

主要观点：

1. 市场回顾：全球市场分化加剧，AI 属性较强的指数领涨

全球大类资产年内呈现“油强金弱、科技领涨”格局。受中东地缘冲突推升油价影响，ICE 布伦特原油年内涨幅超 106%领跑全球资产；伦敦现货黄金年内下跌 0.8%（截至 9 月 25 日）。在 AI 产业高景气的强劲驱动下，以纳斯达克、韩国综合指数为代表的科技相关指数总体表现强势。

A 股季度表现大幅波动，二季度主要指数普涨，三季度呈普跌态势；年内科创 50 指数表现领先，通信、电子、煤炭年内涨幅超过 20%（截至 9 月 24 日）。

2. 经济环境：短期经济扩张动能趋弱

1-8 月，生产端保持平稳，工业增加值同比增速 5.3%；固定资产投资降幅扩大，消费增速放缓，出口维持高增态势，累计同比涨幅达 19.3%，高技术产品全面领跑，集成电路、3D 打印机出口金额实现翻倍增长。工业企业盈利增速放缓，1-8 月规上工业企业利润总额同比增长 15.7%（前值 17.6%），企业回款压力加大，规模以上工业企业应收账款余额 29.48 万亿元，同比增长 9.0%，且比 7 月末增速上升 0.5 个百分点。

3. 政策环境：“十五五”规划体系密集落地，金融强国与新兴产业培育同向发力

9 月，“十五五”规划体系密集出台，金融强国、医药工业等顶层施工图相继明确，国有大行注资、专项行动启动等执行举措同步落地。

金融领域，《金融强国建设“十五五”规划》正式出台，明确“两步走”战略目标，央行提出构建货币政策与宏观审慎管理“双支柱”框架，证监会明确以投融资综合改革为牵引，融资端重点在于“新”，主动适应全球科技创新与产业变革新趋势，投资端重点在于“稳”，持续加强稳市机制建设。医药工业方面，十部门发布“十五五”规划，明确到 2030 年生物医药将成为国家新兴支柱产业，创新药产业规模增速年均达 20%以上。国务院明确算力网为人工智能发展基础支撑，“人工智能+软件”专项行动全面启动，提出到 2030 年关键软件全面实现智能化升级。

报告日期：2026-9-29

执业信息

崔威 策略分析师
执业编号：S1750523090001
电话：18603058668
邮件：cuiwei@jypscnet.com

免责声明

观点基于逻辑分析、数据规律推演，并不能预知不同市场主体在复杂约束下的多样选择结果。

相关报告

20260929 策略季报：弱美元预期下的配置策略（2026 年四季度）

20260801 策略月报：K 型的撇和捺，估值的顶和底（2026 年 9 月）

20260707 策略季报：K 型分化，科技主线不变，注意再平衡（2026 年三季度）

20260715 策略月报：EPMI 景气持续，创业板创历史新高（2026 年 6 月）—补发报告

20260714 策略月报：与 2021 年的形似和神似（2026 年 5 月）—补发报告

20260713 策略季报：外部冲击显韧性，盈利复苏提信心（2026 年第二季度）—补发报告

20260708 策略月报：未来产业藏牛股，PPI 潮起看周期（2026 年 3 月）——补发报告

20260121 策略月报：全球失序关注黄金，政策主线轮动出圈（2026 年 2 月）

央行三季度例会重申继续实施适度宽松货币政策，加大逆周期调节力度，加强货币财政政策协同配合。

4. 投资策略

(1) 市场格局研判：A 股接近风险收益均衡区，低波动震荡或为主基调。

外部层面，美联储 9 月加息 25bp 后弱美元交易出现逆转，美债收益率高位上行、美元指数重返 100 上方；若四季度维持高位，全球美元流动性将边际收紧，长久期与高估值成长、非生息资产黄金、部分新兴市场及离岸流动性依赖较高市场面临不确定性冲击。

内部层面，基于 PB-ROE 体系测算，上证指数 PB 约 1.45 倍处于风险收益均衡区域，若 PB 回落至 1.40 倍附近配置价值显著增强，继续大幅下杀空间有限，但向上弹性仍需等待流动性、盈利或政策预期共振，底部反复震荡或为市场最佳选择。

(2) 把握国际事件非线性演绎特征，保留现金期权对冲尾部风险。

2025 年以来，关税争端、地缘政治与美联储路径等国际事件均呈非线性演绎，终局难以预测。对投资而言，与其预测，不如承认终局不可稳定预测。四季度应保留更高比例的高流动性资产，用现金对冲非线性事件尾部风险，并用现金等待风险事件冲击后的错杀机会。

(3) 核心配置思路：现金为盾、结构为矛、回撤为买点。

建议低波动格局下增加防御思路，适度增配现金/短债与红利价值资产，稳定组合波动，把握创新药和港股创新药及相关 ETF 的配置机会；若上证指数 PB 回落至均衡区下沿附近，可逐步提高权益配置。

风险提示：国内方面，关注增量政策及政策落地效果、科技创新进展、经济复苏节奏等风险因素；海外方面，警惕地缘政治风险、贸易摩擦升级、美元指数上行风险及美联储政策等不确定性。

20260104 策略年报：2026 年 A 股年度策略——心有猛虎，细嗅蔷薇

20251130 策略月报：震荡蓄势，来年可期（2025 年 12 月）

20251031 策略月报：持盈保泰，关注红利（2025 年 11 月）

20250929 策略季报：从“先信资本”到存款活化（2025 年第四季度）

20250629 策略季报：迎接中国资产的“DeepSeek 时刻”（2025 年第三季度策略报告）

20250330 策略季报：从激情燃烧到回归理性（2025 年第二季度策略报告）

20241230 策略年报：2025 年 A 股年度策略——柳暗花明，行则将至

20231229 策略年报：2024 年 A 股策略——向新而生，不离辘重

一、市场行情回顾

1.1 行情回顾

（1）主要指数：全球市场分化加剧，AI 属性较强的指数领涨

9 月以来，全球资本市场呈现显著的分化走势。截至 9 月 25 日，大宗商品领域“油强金弱”特征明显：受地缘局势影响，ICE 布伦特原油月内大涨 12.9%，报收 97.62 美元/桶；伦敦现货黄金则回调 3.7%，报收 4,284.613 美元/盎司。

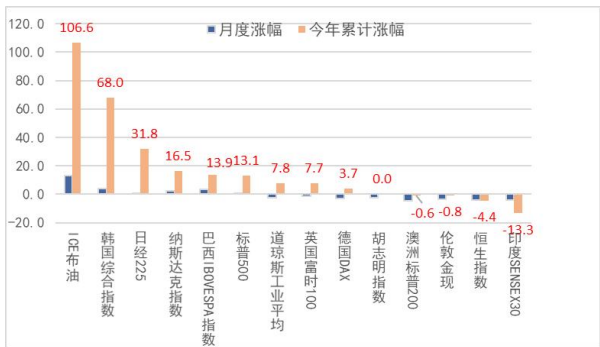
权益市场方面，风格分化同样显著。美股内部，科技成长风格优于传统蓝筹，纳斯达克指数与标普 500 指数月内分别上涨 2.6%和 0.7%，而道琼斯工业指数下跌 2.6%。新兴市场涨跌互现，巴西 IBOVESPA 指数上涨 3.4%，而胡志明指数、印度 SENSEX30、恒生指数均录得 2%—5%的跌幅。

宏观层面，中东冲突推升油价引发输入型通胀担忧，加之新西兰联储、欧洲央行、美联储及日本央行相继宣布加息，全球流动性预期收紧对资本市场构成扰动。然而，在 AI 产业高景气的强劲驱动下，以纳斯达克、韩国综合指数为代表的科技相关指数展现出较强韧性，逆势保持强势。

截至 9 月 25 日，ICE 布油以 106.6%的年内涨幅领跑全球资产，韩国综合指数（+68.0%）与日经 225 指数（+31.8%）紧随其后。美股核心资产表现稳健，纳斯达克、标普 500 及巴西 IBOVESPA 指数年内涨幅均超 10%；相比之下，印度 SENSEX30 指数表现疲弱，年内累计下跌 13.3%，恒生指数亦下跌 4.4%。

A 股表现分化，季度波动显著。截至 9 月 24 日，科创 50 以 20.7%的年内涨幅领跑，创业板指、中证 500 亦录得正收益；而上证 50、北证 50 跌幅居前，分别下跌 6.2%和 26.7%。从季度节奏看，二季度市场普遍回暖，科创 50 单季大涨 75.7%，创业板指涨 36.4%；但三季度多数指数回调，科创 50 跌 26.5%，万得全 A 跌 11.2%，上证 50、上证指数跌幅相对较少，呈现“二季度强、三季度弱”的波动特征。

图表 1 国际主要指数及大类资产涨幅（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2026/09/25）

图表 2 A 股主要指数涨幅（%）

证券简称	最新价	今年累计	三季度	二季度	一季度
万得全A	6,350.25	-0.9	-11.2	12.8	-1.2
科创50	1,621.87	20.7	-26.5	75.7	-6.5
创业板指	3,288.95	2.7	-24.3	36.4	-0.6
中证500	7,624.07	2.1	-15.6	18.6	2.0
国证2000	9,988.60	0.3	-11.9	13.1	0.7
中证1000	7,570.14	-0.3	-14.1	15.6	0.3
上证指数	3,888.37	-2.0	-5.0	5.2	-1.9
中证A500	5,486.01	-2.8	-13.1	14.3	-2.1
沪深300	4,439.14	-4.1	-10.9	11.9	-3.9
上证50	2,842.74	-6.2	-4.9	5.8	-6.8
北证50	1,055.74	-26.7	-15.6	0.2	-13.3

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2026/09/24）

（2）风格指数

9 月风格指数普遍承压，周期与上游板块领跌。截至 9 月 24 日，中信上游、中信周期及中信中游指数月内分别下跌 9.5%、4.8%和 4.5%，调整幅度居前。

拉长至年内视角，“科技成长+红利资产”的哑铃型配置仍具韧性，但内部呈现分化。中信 TMT 累计上涨 18.9%，成长风格与上证红利指数年内涨幅均超 7%，显著跑赢其他风格板块；而中信下游、消费风格及具有消费属性的深证红利风格表现偏弱，年内跌幅居前。

图表 3 主要风格指数涨幅 (%)

分类	代码	指数	9月	8月	上半年	年内累计	2025年	对应主要申万行业
中信风格	CI005917.WI	金融风格	-1.3	0.6	-12.6	-6.6	11.6	非银金融、银行、地产
	CI005918.WI	周期风格	-4.8	5.9	-4.3	-6.9	35.4	有色、基础化工、汽车、机械、电力设备、石油石化
	CI005919.WI	消费风格	-1.7	0.8	-13.5	-8.4	6.6	医药生物、食品饮料、家用电器、农林牧渔
	CI005920.WI	成长风格	-3.0	8.3	36.7	7.1	43.9	电子、电力设备、计算机、通信、机械设备、国防军工
	CI005921.WI	稳定风格	-1.4	-1.6	-6.4	-3.6	0.0	公用事业、建筑装饰、交通运输、通信
中信产业	CI005901.WI	中信上游	-9.5	10.8	0.1	-1.6	60.2	有色、石油石化、煤炭
	CI005902.WI	中信中游	-4.5	5.4	8.8	-8.4	38.3	电力设备、机械设备、基础化工、国防军工
	CI005903.WI	中信下游	-1.6	0.7	-14.6	-10.8	10.7	医药生物、汽车、食品饮料、家用电器、农林牧渔
	CI005904.WI	基础设施建设	-1.4	0.0	-6.6	-4.2	5.2	公用事业、交通运输、建筑装饰、环保
	CI005905.WI	中信TMT	-1.8	9.8	54.6	18.9	44.7	电子、计算机、通信、传媒
申万估值	801821.SI	高市盈率指数	-2.0	14.5	38.4	3.6	30.9	电子、计算机、机械设备、国防军工、传媒、通信
	801823.SI	低市盈率指数	-2.4	-0.7	-10.6	-5.0	19.8	有色、银行、非银、食品饮料、电力设备、家用电器
	801831.SI	高市净率指数	-1.2	13.1	59.8	14.0	31.9	电子、通信、计算机、机械设备、电力设备、医药生物
	801833.SI	低市净率指数	-0.3	-0.3	-13.0	-5.1	8.9	银行、建筑装饰、房地产、交通运输、石油石化
红利风格	000922.CSI	中证红利	-4.4	2.7	-8.7	-0.6	-1.4	银行、煤炭、交运、有色金属、石油石化、基础化工
	000015.SH	红利指数-上证	-4.1	5.7	-6.0	7.4	-5.1	银行、煤炭、交运、石油石化、纺织服饰、钢铁
	399324.SZ	深证红利	-8.1	-2.1	-10.5	-16.2	5.4	家电、食品饮料、有色、医药生物、计算机、机械、传媒

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2026/09/24）

（3）行业指数

科技与能源领涨市场。截至 9 月 24 日，仅 8 个申万一级行业年内上涨，上涨比例为 25.8%。通信、电子年内涨幅超过 34%，煤炭涨幅 21.6%，建筑材料涨幅 12.1%，综合、石油石化、机械设备、公用事业涨幅在 0—10%之间；商贸零售、汽车、美容护理、钢铁等行业年内跌幅超过 20%。

9 月当月，房地产、通信、银行、国防军工、美容护理、医药生物 6 个行业指数小幅收涨，区间涨幅在 0—3%之间；其余行业指数收跌，有色金属、电力设备跌幅超过 8%。

图表 4 申万一级行业指数涨幅 (%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2026/09/24）

(4) 推荐品种回顾

截至9月24日，累计推荐行业品种（不含宽基）19只，6只上涨，上涨比例31.6%。其中，工业母机ETF、消费电子ETF推荐后涨幅超过20%，人工智能ETF、电网设备ETF、港股创新药ETF涨幅超过10%，创新药ETF涨幅1.2%。恒生科技ETF、东南亚科技ETF年内跌幅均超过20%。

9月，港股创新药ETF涨幅13.8%，工业母机ETF涨幅5.3%，黄金ETF涨幅4.2%；港股跌幅居前，恒生科技ETF、恒生ETF分别下跌9.9%和4.5%。

图表5 推荐ETF品种累计涨幅情况(%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（2025年三季报首推旅游ETF，其统计起始日为20250901）

图表6 推荐ETF品种9月涨幅情况(%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至2026年9月24日）

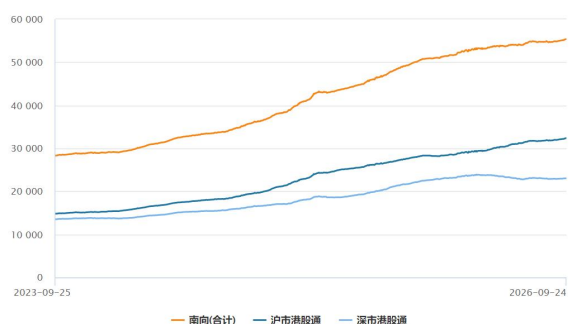
1.2 资金情况

(1) 南向资金

南向资金累计净流入规模稳步扩张，沪市港股通占据主导。截至9月24日，南向资金累计净流入规模达55373.8亿港元。从资金结构来看，沪市港股通与深市港股通累计净流入分别为32359.3亿港元和23014.5亿港元，沪市渠道贡献了约58%的累计净流入量。

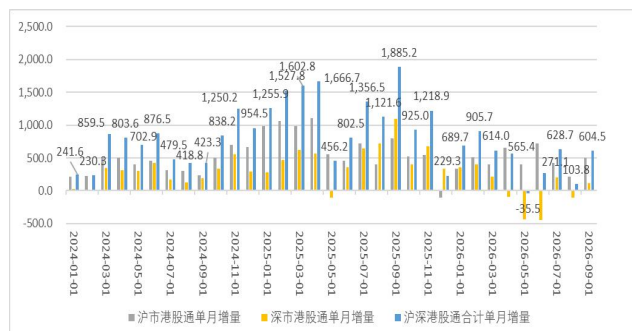
9月单月流入节奏延续“沪强深弱”特征。当月南向资金合计净流入604.5亿港元，其中沪市港股通净流入495.1亿港元，深市港股通净流入109.4亿港元，沪市单月流入规模约为深市的4.5倍。

图表7 南向资金累计净流入情况 (亿港元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表8 南向资金单月流入情况 (亿港元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 两融资金

融资余额9月小幅回落。截至9月23日，融资余额为26252.91亿元，较上年末增加1011.45亿元，较8月末减少101.7亿元；融券余额为297.05亿元，较上年末增长131.74亿元，较上月末增加4.34亿元。融资交易活跃度边际回落，杠杆资金情绪趋于谨慎。9月融资买入额占A股总成交额的日均比例为8.62%，低于近一年均值（9.82%），也较8月（9.13%）和7月（8.85%）均值进一步走低，显示杠杆资金的交易活跃度有所下降。

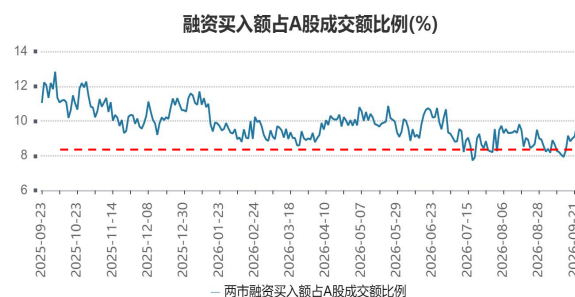
图表9 融资融券余额变动情况 (亿元)



数据来源：Wind

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表10 融资买入额占比情况



数据来源：Wind

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

二、政策经济环境分析

2.1 经济环境分析

1-8 月，生产端保持平稳，工业增加值同比增速 5.3%，与前值持平；投资端降幅扩大，固定资产投资同比增速-7.2%（前值 1-7 月同比增速为-6.7%），其中房地产投资拖累依旧显著，同比增速-19.9%，基建与制造业投资亦同步走弱，同比增速分别为-5.4%和-2.3%。消费端增速放缓，社会消费品零售总额累计同比增速 1.1%，低于前值 1.2%；出口维持高增态势，累计同比涨幅达 19.3%，高于前值 18.5%。

8 月当月，CPI 同比增速 0.8%，高于前值 0.5%且符合预期；PPI 同比增速 3.8%，高于前值 3.5%且略超预期。8 月末，M1 同比增速 4.1%，高于预期值 4.0%；M2 同比增速 7.5%，低于预期值 7.6%；人民币贷款累计新增 104400 亿元，较 7 月末增加 600 亿元，比预期少 3600 亿元，整体流动性保持合理充裕。8 月 PMI 指数边际回升但仍处收缩区间，制造业 PMI 为 49.8%（前值 49.2%），非制造业 PMI 为 49.0%（前值 49.0%），预示短期经济扩张动能依然偏弱，但边际改善迹象初显。

图表 11 宏观经济数据概览

主要经济指标	预测值		实际值		8月实际 比预期
	2026-09F	2026-08F	2026-08	2026-07	
工业增加值:月累计同比(%)	5.8	--	5.3	5.3	*
工业增加值:当月同比(%)	5.0	4.7	5.2	4.5	0.5
固定资产投资:月累计同比(%)	-2.1	-7.2	-7.2	-6.7	0.0
固定资产投资:制造业:月累计同比(%)	0.3	-1.7	-2.3	-1.7	-0.6
固定资产投资:基础设施建设:月累计同比(%)	-0.4	-4.2	-5.4	-4.1	-1.2
固定资产投资:房地产开发:月累计同比(%)	-16.6	-19.7	-19.9	-19.2	-0.2
社会消费品零售总额:月累计同比(%)	3.7	--	1.1	1.2	*
进口金额:月累计同比(%)	--	--	27.0	26.8	*
出口金额:月累计同比(%)	--	--	19.3	18.5	*
社会消费品零售:当月同比(%)	0.7	0.7	0.4	0.6	-0.3
进口:当月同比(%)	19.7	28.1	28.2	27.5	0.1
出口:当月同比(%)	17.4	21.9	25.0	23.9	3.1
中国制造业采购经理指数(PMI):月末值	49.9	49.9	49.8	49.2	-0.1
中国非制造业采购经理指数:月末值	--	--	49.0	49.0	*
CPI:当月同比(%)	0.9	0.8	0.8	0.5	0.0
PPI:当月同比(%)	4.2	3.6	3.8	3.5	0.2
M1:月末同比(%)	5.0	4.0	4.1	4.0	0.1
M2:月末同比(%)	7.1	7.6	7.5	7.7	-0.1
人民币贷款:月末同比(%)	7.1	5.0	4.9	5.1	-0.1
人民币贷款:月累计新增(亿元)	--	108000.0	104400.0	103800.0	-3600.0
社会融资规模存量:月末同比(%)	8.3	7.3	7.2	7.4	-0.08
社会融资规模:月累计新增(亿元)	--	243450.0	239082.0	222505.0	-4368.0

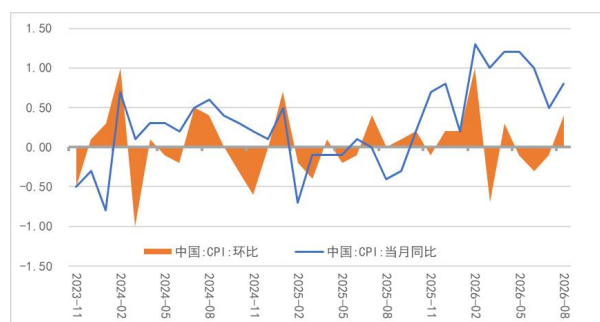
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

(1) CPI 与 PPI

8 月份，CPI 同比温和回升至 0.8%，环比由负转正（读数 0.4%），扭转了此前连续三个月环比负增长态势；分类别看，价格结构性分化特征仍较明显。食品烟酒类价格当月同比下降 0.7%，仍是主要拖累项，其中猪肉价格下降 11.8%、鲜菜下降 2.8%；非食品项中，医疗保健价格上涨 2.7%、交通通信上涨 2.5%、教育文化娱乐上涨 1.4%、衣着上涨 1.3%、生活用品及服务上涨 0.7%，居住类价格下降 0.3%。

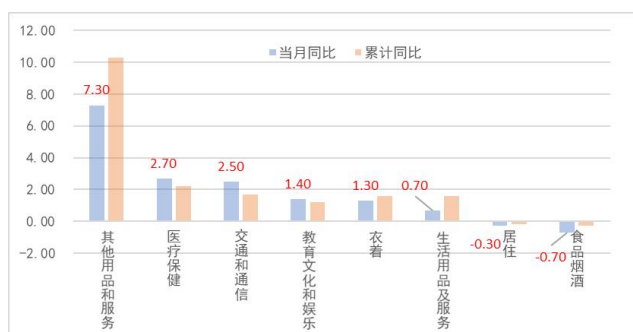
1—8 月，CPI 累计同比上涨 0.9%，其中食品价格累计同比下降 0.8%，非食品价格上涨 1.3%；消费品价格上涨 1.0%，服务价格上涨 0.8%。整体看，CPI 温和回升态势延续，但食品项持续偏弱，内需端支撑力度仍有待进一步观察。

图表 12 CPI 当月同比/环比 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

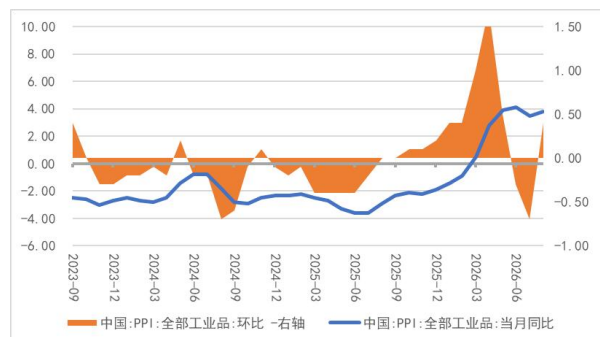
图表 13 CPI 分项：当月同比/累计同比 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

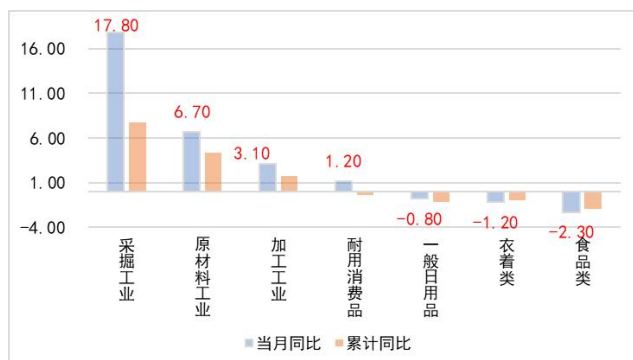
8 月份，PPI 同比涨幅扩大至 3.8%，环比由降转涨，上下游价格分化特征仍较明显。当月同比涨幅较上月扩大 0.3 个百分点，环比上涨 0.4%。生产端，采掘工业价格同比上涨 17.8%，原材料工业上涨 6.7%，加工工业上涨 3.1%；生活端，食品价格同比下降 2.3%，衣着下降 1.2%，一般日用品下降 0.8%，仅耐用消费品上涨 1.2%。1—8 月，PPI 累计同比上涨 2.0%，涨幅较 1—7 月提高 0.2 个百分点。整体看，PPI 上行主要由上游生产资料拉动，下游生活资料仍处于低位，价格向终端传导尚不充分。

图表 14 PPI 当月同比/环比 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 15 PPI 分项：当月同比/累计同比 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

PPI 细分行业价格走势延续分化，上游能源与部分中高端制造价格走强，传统终端需求相关行业仍偏弱。1-8 月，有色金属矿采选业价格累计同比上涨 29.2%（前值 30.4%），有色金属冶炼及压延加工业价格上涨 21.6%（前值 21.7%），石油和天然气开采上涨 8.2%（前值 7.8%），煤炭开采和洗选业价格上涨 7.6%（前值 5.1%），黑色金属矿采选业上涨 2.4%（前值 2.6%），电气机械和器材制造业价格上涨 3.9%（前值 3.6%），计算机、通信和其他电子设备制造业价格累计同比上涨 1.8%（前值 1.3%）。食品制造业价格同比下降 1.6%（前值-1.6%），酒、饮料和精制茶制造业价格下降 3.4%（前值-3.1%），医药制造业价格下降 4.4%（前值-4.5%），汽车制造业价格下降 2.2%（前值-2.2%），电力、热力生产和供应业价格下降 4.0%（前值-4.1%）。

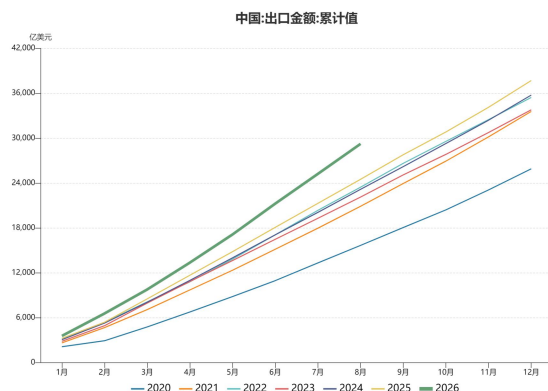
（2）投资、消费、出口

出口：8 月出口延续高增速。2026 年 1-8 月份，我国出口金额 29238.39 亿美元，同比增长 19.3%，比 1-7 月份增速提高 0.8 个百分点，比去年同期增速提高 13.5 个百分点。8 月，出口当月值为 4014.41 亿美元，同比增速 25.0%，比 7 月增速提高 1.1 个百分点。

我国出口产品“含科量”持续提升，高端制造产业链全球竞争力加速兑现。1-8 月，“新三样”产品累计出口金额 1645.94 亿美元，同比增长 49.1%，持续发挥出口核心引擎作用。其中，电动载人汽车（+76.9%）、锂离子蓄电池（+39.9%）保持高增速；太阳能电池出口增速有所放缓至 13.1%，主要受 2026 年 4 月 1 日起光伏产品增值税出口退税取消影响，政策窗口期前集中抢出口透支部分需求，叠加退税取消后出口成本阶段性抬升、海外部分市场（尤其是欧洲）处于库存消化周期，但整体出口规模依然庞大，产业韧性犹存。

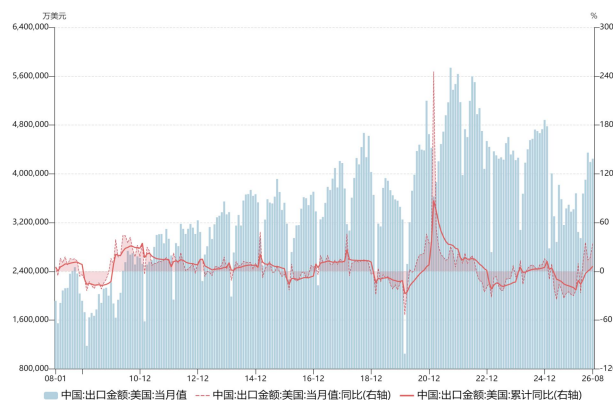
高技术产品全面领跑。集成电路（+103.9%）、3D 打印机（+111.7%）出口金额实现翻倍增长，无人驾驶航空器（+17.8%）、船舶（+35.2%）、汽车包括底盘（+53.2%）及电工器材（+23.1%）均维持较高景气度。这表明我国出口向技术密集型加速转型，新动能对出口的支撑作用日益显著。

图表 16 中国出口金额月度累计值 (亿美元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 17 对美国出口累计值连续两个月正增长



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

对美国出口增速显著提高。按海关口径（美元计价），1—8月，我国对美出口累计值 3003.29 亿美元，同比增长 6.2%（前值 2.6%）；其中 8 月单月对美出口达 424.75 亿美元，同比增长 34.4%，较上月大幅提高 17.0 个百分点，改善幅度显著。

这一修复趋势的宏观支撑在于：今年 5 月中美元首会晤就构建“中美建设性战略稳定关系”达成共识，双边经贸关系持续回暖。9 月 23 日至 25 日，中美两国进一步达成八项共识，明确构建“基于尊重、公平、对等的中美建设性战略稳定关系”。两国元首对中美经贸磋商机制的积极作用及双方团队磋商成果予以充分肯定，包括建立并推进贸易理事会等机制、达成 300 亿美元对等降税安排、延期吉隆坡经贸磋商成果等，并已指示推动落实，为两国常态化贸易往来奠定了良好基础。

双方立足各自市场需求与产业利益敲定对等降税产品清单，美方拟对玩具、家电、婴童用品、厨卫制品、节日礼品等约 300 亿美元自华进口商品下调关税，中方拟对农产品、个人护理品、医疗器械、煤炭等约 300 亿美元自美进口商品下调关税，降税品类以非敏感商品为主。本次属于限定范围的经贸缓和，整体偏正面；但中美科技博弈的长期性、复杂性特征并未改变。

对非美区域出口维持较高增速，但全球贸易摩擦仍存在不确定性。对欧盟出口增长 15.3%，前值 16.7%（德国 17.5%，前值 18.8%；法国 9.7%，前值 12.1%；意大利 18.2%，前值 19.8%）；对英国出口增长 13.1%，前值 14.0%，对澳大利亚出口增长 19.8%，前值 21.0%；对日本出口增长 8.1%，前值 8.1%；对韩国出口增长 35.3%，前值 33.3%。**对东盟国家**出口增长 25.8%，前值 25.1%（越南 28.2%，前值 27.5%；马来西亚 34.2%，前值 30.5%；泰国 31.7%，前值 31.4%；印度尼西亚 18.4%，前值 18.7%）。对拉丁美洲出口增长 13.6%，前值 13.0%（巴西 22.4%，前值 21.9%；墨西哥 7.6%，前值 6.1%；阿根廷 4.1%，前值 4.1%）；对印度出口增长 20.1%，前值 20.6%；对俄罗斯出口增长 30.7%，前值 29.5%；对非洲出口增长 25.8%，前值 25.0%。

贸易摩擦方面，欧盟对华施压节奏有所加快。欧盟贸易和经济安全委员谢夫乔维奇近期表示，若中方 10 月中旬前未就中欧贸易问题拿出“切实成果”，欧方将考虑通过限制进口、调整配额与关税等手段对中国“关闭市场”。欧方核心关切聚焦三方面：一是中国纺织品、化工品、塑料、机械、电池及新能源汽车等产品对欧出口增长问题；二是改善欧盟企业进入中国市场的条件，扩大欧洲产品和企业在中国市场份额；三是提高中国稀土、传统芯片等关键供应品出口的透明度，保障欧洲产业链获得稳定供应。谢夫乔维奇计划 9 月中旬与中方视频会谈，10 月初访华，10 月 15 日欧盟峰会前后评估谈判进展。针对欧方表态，商务部新闻发言人黄玲回应，中欧各层级磋商应坚持稳定、平衡的伙伴关系定位，平等解决彼此关切，不能单方面要价、以“关闭市场”相要挟。中方强调，致力于在经贸领域与欧方加强对话沟通，努力管控摩擦分歧，保护主义没有出路，合作共赢才是正道。

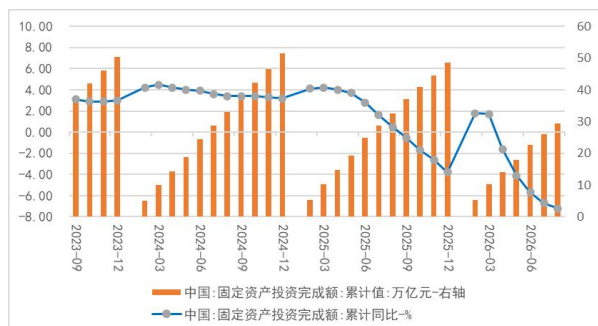
中欧经贸博弈呈现“摩擦常态化、升级可控”特征。中欧经济深度捆绑（2026 年 1—8 月，中国与欧盟双边贸易额 6081.0 亿美元、同比+12.4%），全面脱钩将加剧欧洲通胀与转型成本。短期在美欧博弈背景下，摩擦或阶段性升温但烈度可控，全面贸易战概率较低。10 月中欧贸易投资磋商机制（TIC）第二次

会议进展是观察双边经贸关系走向的关键窗口。

投资：固定资产投资增速延续下滑，高技术产业投资增速保持平稳。1—8月，固定资产投资（不含农户）293092亿元，同比下降7.2%，比上月增速下降0.5个百分点。其中，国有控股企业投资同比下降3.6%（前值-3.3%），民间投资下降10.1%（前值-9.4%），港澳台商投资下降6.9%（前值-8.1%），外商投资下降4.3%（前值-5.4%）。分类别看，制造业投资累计同比下降2.3%，比上月增速下降0.6个百分点；基础设施建设投资下降4.0%，比上月增速下降0.4个百分点；高技术产业投资增长5.2%，比上月扩大0.2个百分点。其中，计算机、通信和其他电子设备制造业与铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业保持较快增长，成为投资结构中的亮点。

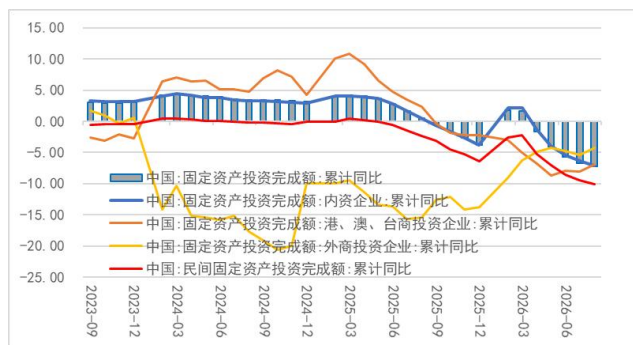
1—8月，固定资产投资增长的行业主要包括：采矿业同比增长3.4%（前值3.3%），煤炭开采增长7.4%（前值6.6%），石油天然气开采增长6.6%（前值4.3%），黑色金属矿采选业增长2.0%（前值5.8%），有色金属矿采选业增长3.8%（前值8.4%），纺织业增长5.4%（前值7.9%），通用设备制造业增长0.9%（前值1.4%），电气机械制造业增长0.8%（前值1.4%），**铁路、船舶、航空航天制造业增长16.3%（前值18.7%）**，计算机、通信和其他电子设备制造业增长8.1%（前值7.8%），比上月增速提高0.3个百分点。

图表 18 固定资产投资累计额及同比增速



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 19 固定资产投资分项累计增速 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

固定资产投资同比下降的行业主要包括：医药制造业下降8.3%（前值-7.4%），化学纤维制造业下降15.2%（前值-15.2%），专用设备制造业下降9.0%（前值-9.2%），汽车制造业下降6.0%（前值-5.3%）。有色金属冶炼及压延业下降4.1%（前值-3.9%），电力、热力、燃气及水生产供应业下降6.9%（前值-5.3%），农副食品加工业下降2.0%（前值-3.0%），食品制造业下降10.4%（前值-9.4%），酒、饮料和精制茶制造业下降8.4%（前值-4.5%）。

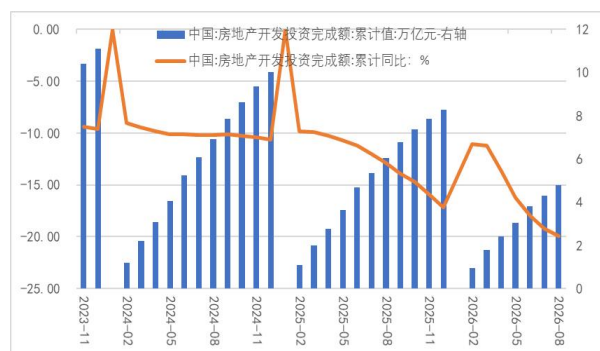
此外，教育、卫生和社会工作、文体娱乐业投资累计同比降幅均超过14%，显著低于固投平均水平，主要受人口结构转型与消费需求疲弱双重挤压。一方面，少子化与老龄化导致学龄人口减少，教育等依赖人口增量的刚性需求萎缩，迫使供给端收缩；另一方面，居民预防性储蓄增加抑制了服务消费，导致社会资本进入意愿降低。这反映了相关领域正从规模扩张向存量优化转型，是人口基本面变化与经济动能转换在投资端的集中体现。

地产：地产价格持续寻底，房地产开发投资降幅较大。7月份，70大中城市新建商品住宅销售价格指数当月同比下降3.3%，环比下降0.2%；二手住宅销售价格指数同比下降5.1%，环比下降0.3%，延续2022年以来的下降态势。

1-8月份，全国房地产开发投资47979亿元，同比下降19.9%；其中，住宅投资37017亿元，同比下降19.7%。房屋新开工面积累计2.99亿平方米，同比下降24.8%。商品房销售面积累计4.99亿平方米，同比下降12.1%。商品房销售额累计4.75万亿元，同比下降13.0%。8月末，新建商品房待售面积75349万平方米，同比下降1.1%；其中，待售3年以下面积54819万平方米，下降4.2%。

资金端承压显现：1-8月房地产开发企业到位资金5.09万亿元，同比下降21.0%。其中，定金及预收款1.60万亿元，同比下降14.8%；个人按揭贷款6846亿元，同比下降22.4%。销售回款作为房企核心资金来源，其显著下滑反映出市场信心修复仍需时间，也预示着房地产销售新政实施后房企现金流压力短期或将进一步加剧。

图表 20 房地产开发投资完成额累计值及同比



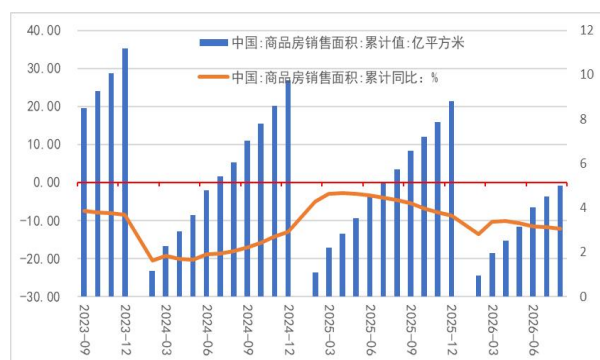
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 21 房屋新开工面积累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 22 商品房销售面积累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 23 商品房销售额累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

房地产新模式正加速构建，政策组合拳系统性重塑行业底层逻辑。2026年8月28日，住房和城乡建设部、自然资源部、金融监管总局联合印发《关于完善商品住房销售制度的通知》，明确新出让土地项目

优先现房销售、预售门槛统一抬升至主体结构封顶，并同步推行项目公司制、主办银行制等配套制度。9月18日国新办发布会上，住建部进一步强调“现房销售是大势所趋”，并明确当前房地产市场已出现“供求关系重大变化”与“进入存量时代”两个根本性转变，二手房交易占比今年前8个月已达52%。这一系列政策并非短期调控，而是对房地产“高杠杆、高周转”旧模式的系统性纠偏，标志着行业正式迈入以项目为本、以品质为核心的新发展阶段。

供给端加速出清，行业集中度提升趋势进一步强化。广东省房地产行业协会会长王韶表示，现房销售将房企回款周期从预售模式下的6-12个月拉长至2—3年。房地产企业资金占用规模与财务成本显著上升，叠加预售门槛提高、购地须用自有资金等要求，传统依赖滚动开发的高杠杆主体承压加剧，中小房企生存空间进一步收窄。与此同时，资金实力雄厚、融资渠道畅通的央企国企及头部稳健民企，凭借长周期垫资能力与产品力优势，有望在新一轮行业洗牌中持续扩大市场份额，市场集中度或将加速提升。

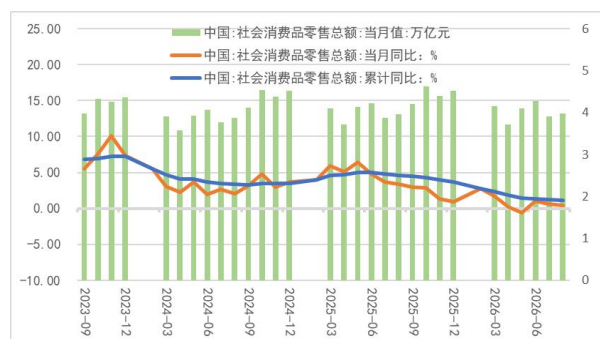
需求端信心修复可期，但短期供应节奏或面临阶段性扰动。“所见即所得”的现房销售模式配合购房资金全额监管、“交房即交证”等制度设计，从根源上化解了交付风险与信息不对称问题，有助于修复购房者信心、推动观望需求逐步释放。个人住房贷款期限上限延长至40年、预售项目按揭贷款延至竣工后发放等配套措施，也进一步降低了居民购房的月供压力与前期风险。不过，短期内新房供应节奏可能因开发周期拉长而出现阶段性放缓，局部区域或面临供应空窗，但考虑到当前在建库存规模较大、二手房市场活跃，整体供需格局或将保持平稳。

中长期看，行业竞争逻辑从“规模驱动”转向“品质驱动”。现房销售倒逼房企从“营销导向”回归“产品导向”，户型设计、工程质量、社区配套、物业服务成为核心竞争力。盲目复制模板、同质化竞争的粗放模式难以为继，深耕本地、精细研磨产品的企业将获得更公平的竞争环境与合理溢价。整体而言，这一轮制度变革虽带来短期阵痛，但有助于推动房地产回归居住本源，促进行业向高质量、可持续发展方向转型。

消费：消费增速低位趋缓。1-8月份，社会消费品零售总额32.76万亿元，同比增长1.1%，比上月增速下降0.1个百分点。其中，城镇消费品零售额累计增长1.0%，比上月增速下降0.1个百分点；乡村消费品零售额增长2.3%，比上月增速下降0.1个百分点。全国网上商品和服务零售额134766亿元，同比增长4.6%（前值4.8%）。其中，网上商品零售额84195亿元，增长4.3%（前值4.6%）；网上服务零售额50571亿元，增长5.1%（前值5.2%）。

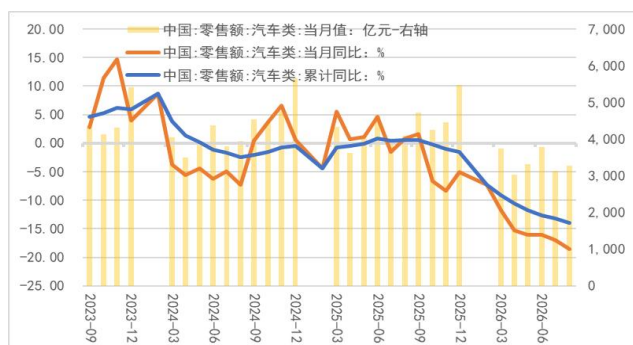
各分项销售情况：多品类销售额累计增速下滑，通讯器材类是保持两位数增速的少数品类。1-8月份，汽车类销售额累计25805亿元，同比增长-13.9%（前值-13.2%）；家用电器和音响器材类增长-5.6%（前值-6.6%），通讯器材类增长16.3%（前值15.1%），体育娱乐用品类增长-3.7%（前值-3.5%），家具类增长-4.9%（前值-4.5%），金银珠宝类增长-1.5%（前值0.7%），中西药品类增长3.9%（前值3.8%），烟酒类增长12.4%（前值12.4%），饮料类增长5.5%（前值5.6%）。

图表 24 消费总额当月值 /当月同比 /累计同比



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 25 汽车零售额当月值 /当月同比 /累计同比



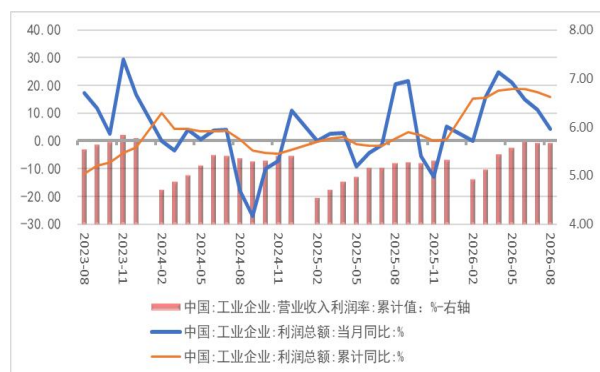
数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

(3) 工业企业盈利

工业盈利增速延续放缓态势。2026 年 1—8 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 52720 亿元，同比增长 15.7%（前值 17.6%）；8 月单月同比增长 4.2%，较 7 月同比增速下降 7.0 个百分点。同期，营业收入利润率 5.66%，同比提升 0.42 个百分点，环比持平。

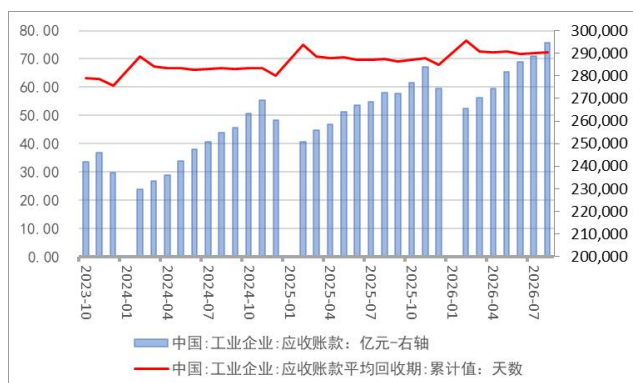
企业回款压力加大。截至 8 月末，规模以上工业企业应收账款余额 29.48 万亿元，同比增长 9.0%，高于营业收入增速（同期为 6.6%），且较 7 月末同比增速上升 0.5 个百分点；工业企业应收账款平均回收天数为 72.2 天，持续处于历史高位水平。与此同时，微观企业经营承压，7 月末亏损企业数量增至 15.33 万家，同比增加 1344 家。上述数据表明，尽管企业整体利润保持增长，但企业端“回款慢、变现难”的问题依然突出，资金周转效率有待进一步改善。

图表 26 工业企业利润当月及累计同比/营业利润率



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 27 工业企业应收账款余额/应收账款平均回收天数



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

除了计算机、通信和其他电子设备制造业与医药制造业等少数行业利润总额增速环比提升，多数行业利润增速环比下降。

表现亮眼的行业：计算机、通信和其他电子设备制造业增长 109.9%（前值 105.0%），有色金属冶炼和压延加工业利润总额同比增长 82.9%（前值 91.8%），有色金属矿采选业增长 71.8%（前值 74.9%），化

学原料和化学制品制造业增长 51.0%（前值 56.6%），煤炭开采和洗选业利润同比增长 51.6%（前值 50.4%）。

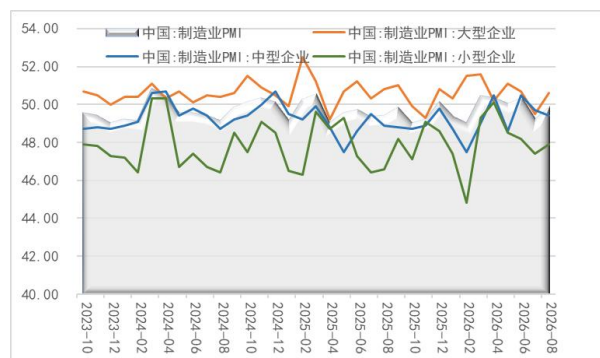
增速较好的行业：造纸和纸制品业利润总额同比增长 23.6%（前值 27.6%），铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 10.9%（前值 12.2%），医药制造业增长 3.9%（前值 3.8%）。

利润同比下滑的行业：汽车制造业利润总额同比下降 16.0%（前值-20.4%），专用设备制造业增长-2.1%（前值 0.8%），酒、饮料和精制茶制造业下降 34.7%（前值-16.1%），电力、热力、燃气及水生产和供应业下降 12.0%（前值-5.8%）。

（4）PMI 指数

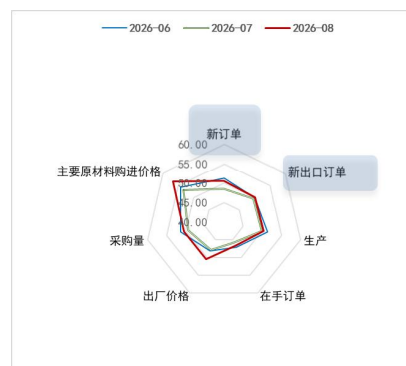
制造业 PMI：2026 年 8 月，制造业采购经理指数（PMI）为 49.8%，较上月回升 0.6 个百分点，虽仍处于荣枯线下方，但景气度边际改善。从企业规模看，**大型企业韧性凸显**，PMI 达 50.6%，环比上升 1.1 个百分点；中型企业 PMI 为 49.4%，环比微降 0.3 个百分点；小型企业 PMI 为 47.9%，环比回升 0.5 个百分点。

图表 28 制造业 PMI 指数情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 29 制造业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

分项指数方面，需求与生产端同步修复：新订单指数升至 50.6%（环比+2.1 个百分点），新出口订单指数回升至 50.1%（环比+0.5 个百分点），二者均重返景气区间；生产指数为 50.4%（环比+0.5 个百分点），采购量指数达 50.5%（环比+1.1 个百分点），显示供需两端活力有所恢复。价格端表现亮眼，出厂价格指数升至 50.4%（环比+2.6 个百分点），主要原材料购进价格指数达 56.6%（环比+3.4 个百分点），成本端上升幅度更大。

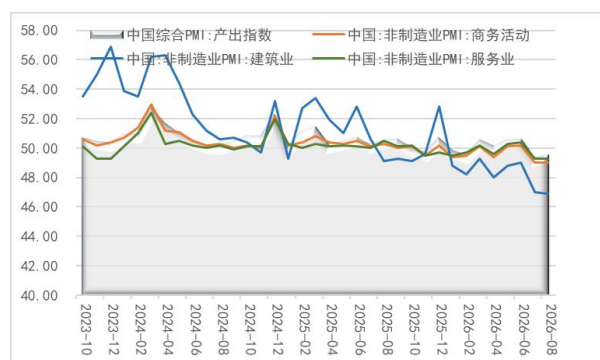
值得关注的是，新订单、新出口订单重回扩张区间，叠加出厂价格显著回升，且大型企业 PMI 环比回升力度更大，反映出大型企业在订单获取与成本传导上具备相对优势，盈利修复确定性或高于中小型企业。

非制造业 PMI：非制造业整体延续收缩态势，服务业需求隐忧与建筑业边际修复并存。2026 年 8 月，非制造业商务活动指数为 49.0%，与上月持平，继续位于荣枯线下方；中国综合 PMI 产出指数微升至 49.5%（环比+0.2 个百分点），显示整体生产经营活动虽有企稳迹象，但复苏基础尚不牢固，仍需进一步巩固。

服务业面临“业务稳、需求弱”的结构性矛盾，后续增长动能或受限。8月份，服务业商务活动指数维持在49.3%的平稳水平，但作为先行指标的新订单指数却回落至44.5%（环比下降0.7个百分点）。这种背离表明，尽管当前业务总量保持稳定，但服务业后续的业务增长持续性可能面临压力，内需不足依然是制约其扩张的主要因素。

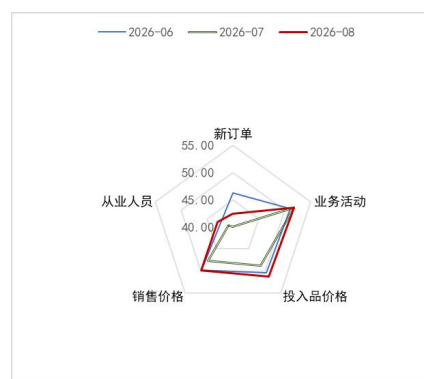
建筑业呈现“量价齐升但成本高企”的特征，政策托底效应初显但盈利承压。建筑业商务活动指数虽微降至46.9%，但细分指标透露出积极变化。新订单指数大幅回升2.3个百分点至42.4%，从业人员指数同步上升2.1个百分点至43.0%，显示稳增长政策推动下项目落地加快，用工需求随之回暖。然而，价格端数据显示投入品价格指数（51.2%）显著高于销售价格指数（49.8%），且前者环比上涨力度更大，意味着建筑企业正承受原材料成本上涨快于产品提价的压力，行业盈利空间可能受到挤压。

图表 30 非制造业 PMI 指数情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 31 建筑业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2.2 货币环境分析

(1) 利率

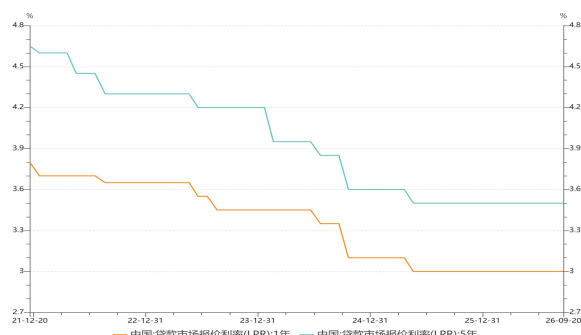
政策利率与国债利率相对平稳。9月20日，1年期与5年期以上贷款市场报价利率（LPR）分别维持在3.00%和3.50%，7天期逆回购利率保持在1.40%，各项政策利率均与上月持平。截至9月24日，短端1年期国债收益率为1.22%，较上月末微升1bp，较上年末下降12bp；长端10年期国债收益率为1.67%，较上月末微降3bp，较上年末下降19bp。

9月份，财政部2个月国库现金定存中标利率1.46%，上次为1.81%，下降35bp；3个月期国库现金定存中标利率1.47%，上次为1.67%，下降20bp。国库现金定存是央行将部分财政存款转存至商业银行的工具，其中标利率由银行投标竞争决定。这是银行体系流动性充裕的直接体现——银行负债端压力不大、投标意愿温和，反映出当前市场资金面“合理充裕、中性偏松”的整体格局。

9月19日，中国人民银行货币政策委员会召开2026年第三季度例会。会议指出，我国经济运行总体平稳、动能向新、结构向优，高质量发展取得新成效，但仍面临供强需弱、结构分化、外部冲击等问题和挑战。要继续实施适度宽松的货币政策，加大逆周期调节力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重

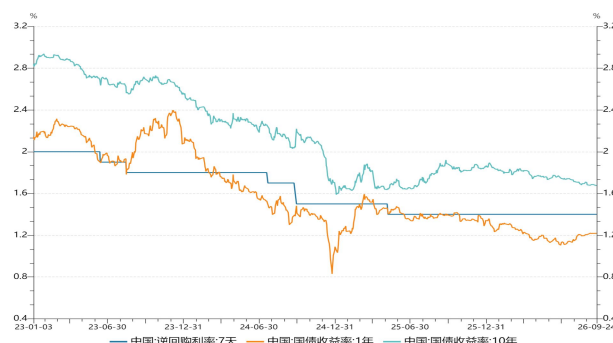
功能，加强货币财政政策协同配合，促进经济稳定增长和物价合理回升。

图表 32 MLF-1 年期 / LPR-1 年期及 5 年期



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 33 7 天逆回购利率、国债收益率 1 年期/10 年期

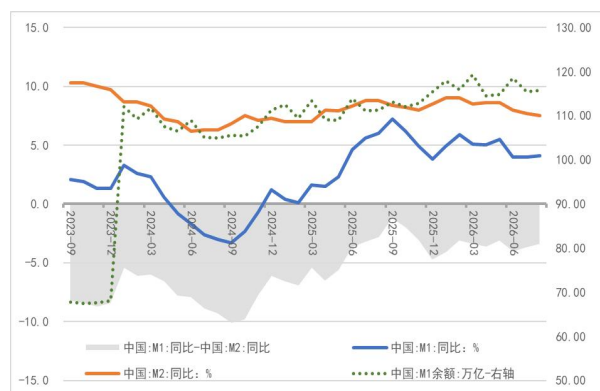


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 货币投放

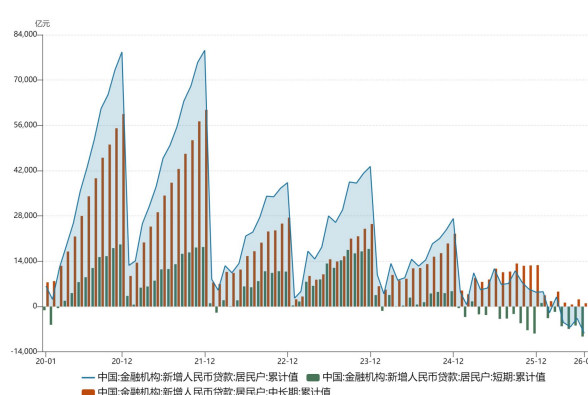
流动性总量处于合理充裕区间。2026 年 8 月末，M2 余额 356.81 万亿元，同比增长 7.5%，增速比上月回落 0.2 个百分点；M1 余额 115.77 万亿元，同比增长 4.1%，增速比上月提高 0.1 个百分点；M1-M2 剪刀差-3.4%，比上月收敛 0.3 个百分点。

图表 34 M1/M2 同比及 M1-M2 剪刀差 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 35 金融机构居民户新增人民币贷款转负 (亿元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

社融总量同比走弱，结构呈现分化。2026 年 1-8 月份，社会融资规模增量累计为 23.91 万亿元，同比少增 2.64 万亿元。对实体经济发放的人民币贷款增加 10.23 万亿元，同比少增 2.71 万亿元，是拖累社融总量的主要因素。与此同时，直接融资渠道表现活跃，企业债券净融资 2.79 万亿元（同比多增 1.23 万亿元），非金融企业境内股票融资 4700 亿元（同比多增 2031 亿元），外币贷款折合人民币增加 2103 亿元（同比多增 2919 亿元）；政府债券净融资 8.77 万亿元，同比少增 1.5 万亿元（1-7 月同比少增 1.15 万亿元），显示 8 月份政府债融资节奏有所克制

8 月当月，社会融资规模增量为 16577 亿元，同比少增 9083 亿元。其中，政府债券净融资 10097 亿

元，同比少增 3575 亿元；非金融企业境内股票融资 639 亿元，同比多增 183 亿元；社融口径新增人民币贷款 552 亿元，同比少增 5701 亿元。金融机构口径下，8 月企事业单位中长期人民币贷款增加 3200 亿元，同比少增 1500 亿元；企事业单位短期人民币贷款增加-1600 亿元，同比少增 2300 亿元；企业票据融资增加 1000 亿元，同比多增 469 亿元；居民户中长期人民币贷款增加-822 亿元，同比少增 1022 亿元；居民户短期人民币贷款增加-1219 亿元，同比少增 1324 亿元。

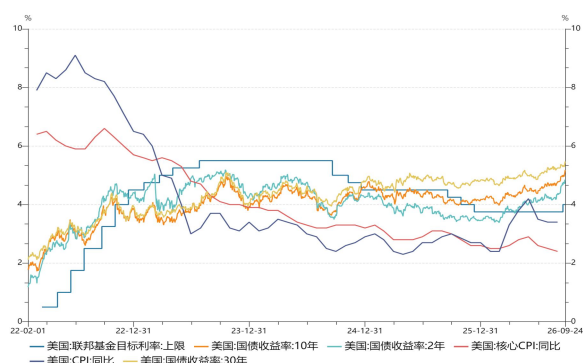
居民部门资产负债表持续收缩。2026 年 8 月末，金融机构口径下居民户年内新增人民币贷款累计增量降至-10300 亿元，年内负增长态势扩大。结构上，居民短期贷款年内净减少 10500 亿元，居民中长期贷款年内增量大幅回落至 188 亿元（7 月末年内增量为 1,010 亿元），印证居民部门主动降杠杆趋势显著。

（3）美国利率及其他

美债收益率高位继续上行。截至 9 月 24 日，30 年期美债收益率报收 5.47%，较上月末上行 22bp、较上年末上行 63bp；10 年期美债收益率报收 5.18%，较上月末上行 43bp、较上年末上行 100bp；2 年期美债收益率升至 4.87%，较上月末上行 53bp、较上年末上行 140bp。

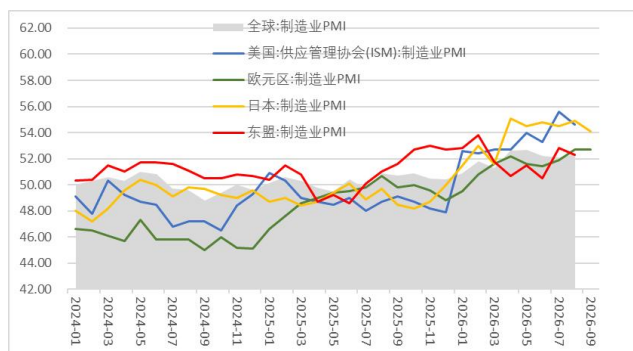
9 月 FOMC 会议宣布加息 25bp，政策表态明显转鹰。美联储将联邦基金利率目标区间上调至 3.75%—4.00%，为 2023 年 7 月以来首次加息。政策声明删除通胀归因中的“供应冲击”表述，直接强调通胀仍处于高位，并新增本次政策行动“有助于更及时实现 2% 通胀目标”的措辞。美联储主席沃什将本次加息定性为“撤回部分宽松”，指出当前金融条件尚未达到限制性水平，同时拒绝给出明确前瞻指引。决议落地后，美债收益率进一步上行，美元指数重回 100 上方，其对全球资本市场的影响值得重视。

图表 36 美国联邦基金利率/美国国债收益率/美国 CPI



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 37 主要国家制造业 PMI 指数 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

特朗普与美联储的政策分歧公开化，但对沃什个人保持克制。特朗普公开呼吁利率降至 1% 或更低，指责 FOMC 委员会带有“敌对”倾向、政策存在政治化色彩，称本次加息是“针对特朗普的加息”；但同时评价沃什“是个好人”，将矛盾焦点指向其余委员。其核心诉求在于压低利率，降低联邦债务付息成本、拉动制造业回流；沃什本次则将抗通胀置于优先位置，将偏鹰的政策立场落地。自 5 月就任以来，二者维

持有限默契，特朗普保留持续施压的空间。

全球制造业PMI 维持扩张态势，主要经济体景气度加速上行。2026年8月，全球制造业PMI 为52.3%，连续13个月处于景气区间。东盟国家PMI 为52.3%，比上月下降0.5个百分点；美国供应管理协会（ISM）制造业PMI 为54.6%，下降1.0个百分点。9月，欧元区制造业PMI 为52.7%，与上月持平；日本制造业PMI 为54.1%，比上月下降0.8个百分点。

2.3 政策环境分析：“十五五”规划体系密集落地，新兴产业培育与竞争秩序规范同向发力

9月，“十五五”规划体系密集出台，金融强国、医药工业等顶层施工图相继明确，国有大行注资、专项行动启动等执行举措同步落地。同时，新兴产业培育与反内卷持续推进，为新旧动能转换与高质量发展提供制度支撑。

图表 38 重要政策/会议/要闻

政策/会议/要闻	核心解读	主要内容
9月10日，国新办举行“开局起步‘十五五’”系列主题新闻发布会（金融领域），《金融强国建设“十五五”规划》正式出台	金融业国际影响力和竞争力持续提高	明确到2030年，形成中国特色现代金融体系总体框架，金融支持经济社会发展质效不断提升，金融业国际影响力和竞争力持续提高。央行将构建货币政策与宏观审慎“双支柱”框架，注重利率调控，提高直接融资比重，巩固提升香港国际金融中心地位。证监会将以持续深化投融资综合改革为牵引，主动适应全球科技创新与产业变革新趋势，优化发行上市制度，全力维护资本市场平稳运行。
9月10日，发改委、市场监管总局印发《关于重要工业品低价无序竞争成本核算有关事项的通知》	聚焦低价无序竞争问题突出的重要工业品生产领域	针对重要工业品低价无序竞争，明确成本调查与核算规则：以经营者个别成本为基础，无法核算时参考行业平均成本并考虑一定下浮幅度；产能利用率大幅低于行业平均的经营者，适当考虑其影响；行业平均成本由行业协会等机构在国家发展改革委、市场监管总局指导下测算，区域差异较大的可分区域测算。旨在依法依规治理低价无序竞争，维护市场价格秩序。
9月11日，国务院常务会议研究算力网建设工作	算力网是人工智能发展的基础支撑	算力网是人工智能发展的基础支撑：坚持合理布局、规范有序，完善算力基础设施，推进关键技术和装备研发应用，构建多层次网络化算力体系；推动算电协同、算网融合，加强算力资源监测调度和骨干光纤网络建设，加快绿电直连、源网荷储等项目落地。
9月11日，工业和信息化部举行《“人工智能+软件”专项行动实施方案》新闻发布会	到2030年，智能编程、智能体软件及智能服务等新业态成为产业新增长极	从软件生产变革、产品智能化升级、智能体软件新业态、智能软件服务、智能化发展基础、产业发展环境六方面推进“人工智能+软件”专项行动：发展智能体驱动的智能编程工具，推动项目级、全流程自主开发；组织软件企业智能化技改，加快基础软件、工业软件智能化升级，推动工业软件与AI深度融合；培育通用、专用、垂直、工业等各类智能体软件，推动建设智能体软件应用商店；大力发展“模型即服务”“智能体即服务”，推动软件开发由“人工编写”向“人机协同”、软件产品由“被动响应”向“主动执行”转变；完善智算云服务体系，用好算力券等普惠性政策，支持软件工程高质量数据集建设与重点开源项目在国家级社区首发。
9月18日，工信部等十部门公布《医药工业发展“十五五”规划》	到2030年，创新驱动效能充分释放，生物医药产业加速成为国家新兴支柱产业	围绕构筑韧性安全根基、深化数智融合赋能、提高普惠可及水平、拓展开放互利合作部署重点任务：加快前沿性、引领性高端医疗器械研发应用；实施专利过期药物高效替代行动；支持零售药店拓展专业服务、健康促进功能；推动中医药文化传承创新；加强重点药品生产供应信息监测；加速临床急需进口药械上市并引进境内生产；重点开发针对传统不可成药靶点的干预药物及AI赋能药物设计等应用场景。
9月18日，国新办“开局起步‘十五五’”系列主题新闻发布会（住房城乡建设部）	房地产进入存量时代，系统推进“好房子”建设。	以项目公司制、主办银行制、现房销售制“三项制度”为重点改革完善房地产基础性制度，防范交付风险；实施完整社区扩面提质增效和城市生态修复，建立全生命周期的房屋安全管理制度，实施物业服务品质提升行动。
9月21日，国新办“开局起步‘十五五’”系列主题新闻发布会（国家粮食和物资储备局）	“吃得好”、“吃得营养健康”	“十五五”时期，将深入实施优质粮食工程，不断提升粮食产业发展质量和效益，粮食产业有望实现年工业总产值4.5万亿元以上，更好满足人民群众从“吃得饱”向“吃得好”“吃得营养健康”转变的需要。做好加法，重点是延伸粮食产业链，引导粮食精深加工与初加工、综合利用加工协调发展。

资料来源：WIND、中国政府网、金圆统一证券研究所

各行业“十五五”规划体系落地，顶层设计与资本补充同步推进。

金融领域，《金融强国建设“十五五”规划》正式出台，明确了“两步走”战略目标：到2030年形成中国特色现代金融体系总体框架，金融调控政策协同有效，金融体系结构合理优化，金融监管严密有力，金融风险防控精准高效，金融支持经济社会发展质效不断提升，金融法治体系完备齐全，金融高水平开放稳步扩大，金融业国际影响力和竞争力持续提高；到2035年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的中国特色现代金融体系，为金融强国建设奠定坚实基础。围绕这一目标，中国人民银行与中国证监会

分别从货币调控与资本市场改革两端发力。**央行方面**，印发“十五五”改革发展规划及配套方案，提出构建货币政策与宏观审慎管理“双支柱”框架，逐步淡化数量型中介目标，更加注重发挥利率调控作用；高质量建设债券市场“科技板”，用好结构性工具支持新质生产力发展；加快建设上海国际金融中心，巩固提升香港国际金融中心地位。**证监会方面**，明确以投融资综合改革为牵引，实施更具包容性的发行上市与并购重组制度，健全“长钱长投”机制，力争到2030年基本形成资本市场高质量发展新格局。融资端重点在于“新”，主动适应全球科技创新与产业变革新趋势，优化发行上市制度，支持新兴产业、未来产业、传统产业转型升级和现代服务业、新型消费等不同类型、不同行业、多元化的优质企业发展壮大。投资端重点在于“稳”，进一步增强资本市场内在稳定性，持续加强稳市机制建设，健全“长钱长投”的市场机制和生态，全力维护资本市场平稳运行。

国有大行资本补充同步落地。9月6日，工商银行、农业银行分别宣布增资计划，拟募资不超过1000亿元、1600亿元用于补充核心一级资本；连同进出口银行、中国信保及国有保险公司等，八家中央金融企业合计增资规模达3600亿元。本次注资属于前瞻性、系统性的制度安排，有助于进一步夯实“十五五”开局金融体系资本安全垫，增强中央金融企业稳健经营与风险抵御能力，更好发挥其服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的作用。

医药工业方面，工信部等十部门发布《医药工业发展“十五五”规划》，聚焦构筑韧性安全根基与深化数智融合赋能。规划明确提出加快前沿高端医疗器械研发应用，实施专利过期药物高效替代行动，并重点开发针对传统不可成药靶点的干预药物及AI赋能药物设计等场景，创新药与高端器械产业景气度获顶层加持。

民生领域，“好房子”建设与粮食安全同步部署。房地产方面，随着市场供求关系发生重大变化，行业发展逻辑已从规模扩张转向存量提质，系统推进现房销售、“好房子”建设等基础性制度改革，有助于从源头化解交付风险、引导房企经营逻辑向产品力竞争转型，推动行业向高质量发展转型。粮食方面，“十五五”时期粮食产业年工业总产值有望达4.5万亿元以上，在守住“吃得饱”底线的基础上，通过优化种植结构、强化品牌引领、推动全谷物产业发展等举措，更好满足人民群众从“吃得饱”向“吃得好”“吃得营养健康”转变的需要，推动粮食产业提质增效。

新兴产业培育与竞争秩序规范持续推进，新动能与盈利修复并行。

算力网是人工智能发展的基础支撑。9月11日，国务院常务会议明确算力网是人工智能发展的基础支撑，要求构建多层次网络化算力体系，推动算电协同、算网融合，加快绿电直连与源网荷储项目落地。这一部署将为算力基础设施、光通信、电力设备及绿电运营产业链带来持续的政策催化。同日，“人工智能+软件”专项行动全面启动，工信部部署推进软件生产变革、产品智能化升级等六方面任务。方案提出明确量化目标：到2028年推广应用覆盖2万家规模以上软件企业，累计组织实施100项智能化技改项目；到2030年，关键软件全面实现智能化升级，智能编程、智能体软件等新业态成为产业新增长极，推动我国软件业抢占全球价值链制高点。

产业秩序方面，治理低价无序竞争进入实质性执行阶段。9月10日，发改委、市场监管总局印发《关于重要工业品低价无序竞争成本核算有关事项的通知》，明确了以经营者个别成本为基础、参考行业平均成本的调查核算规则。这一举措为治理价格战、推动落后产能出清提供了具体的执行抓手。

三、投资策略

3.1 市场估值水平

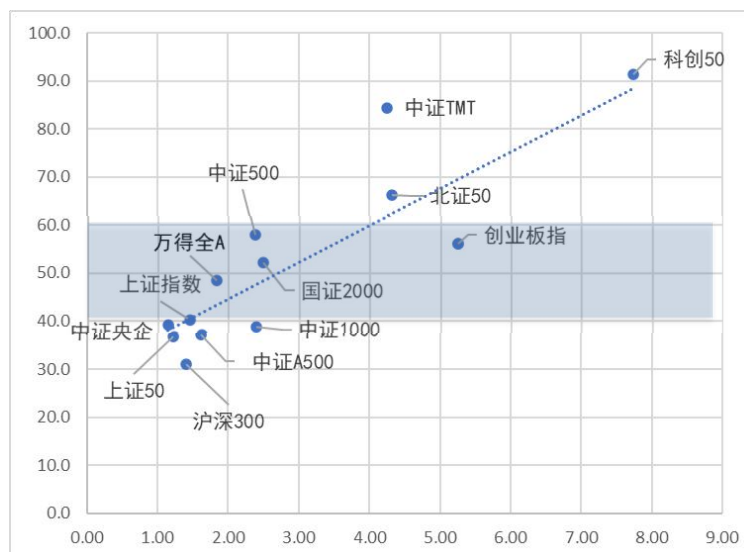
■ 宽基指数估值：除科创 50 指数以外，主要宽基指数的 PB 估值均已低于上年末水平。

截至 9 月 24 日，万得全 A 市净率 1.82 倍，2010 年以来历史分位值 48.6%，低于 2025 年末水平（市净率 1.84 倍，2010 年以来分位值 51.2%）。上证指数市净率 1.45 倍，分位值 40.3%，低于 2025 年末水平（市净率 1.50 倍，分位值 51.4%）；沪深 300 市净率 1.40 倍，分位值 31.1%，低于 2025 年末水平（市净率 1.49 倍，分位值 49.6%）；上证 50 市净率 1.23 倍，分位值 36.8%，低于 2025 年末水平（市净率 1.30 倍，分位值 56.5%）。

创业板指市净率 5.24 倍，分位值 56.2%，低于 2025 年末水平（市净率 5.49 倍，分位值 63.0%）；北证 50 市净率 4.32 倍，分位值 66.4%，比 2025 年末（市净率 5.06 倍，分位值 90.5%）显著回落。科创 50 市净率 7.74 倍，分位值 91.4%，比 2025 年末估值（市净率 6.14 倍，分位值 65.3%）上升 26.1 个百分点。

此外，中证央企指数（000926.CSI）市净率为 1.14 倍，分位值 39.3%，低于 2025 年末估值（市净率 1.18 倍，分位值 48.2%）；中证 TMT 指数（000998.CSI）市净率 4.25 倍，分位值 84.4%，高于 2025 年末估值（市净率 3.80 倍，分位值 74.3%）。

图表 39 主要指数 PB（横轴：倍数）及 2010 年以来 PB 分位（纵轴：%）

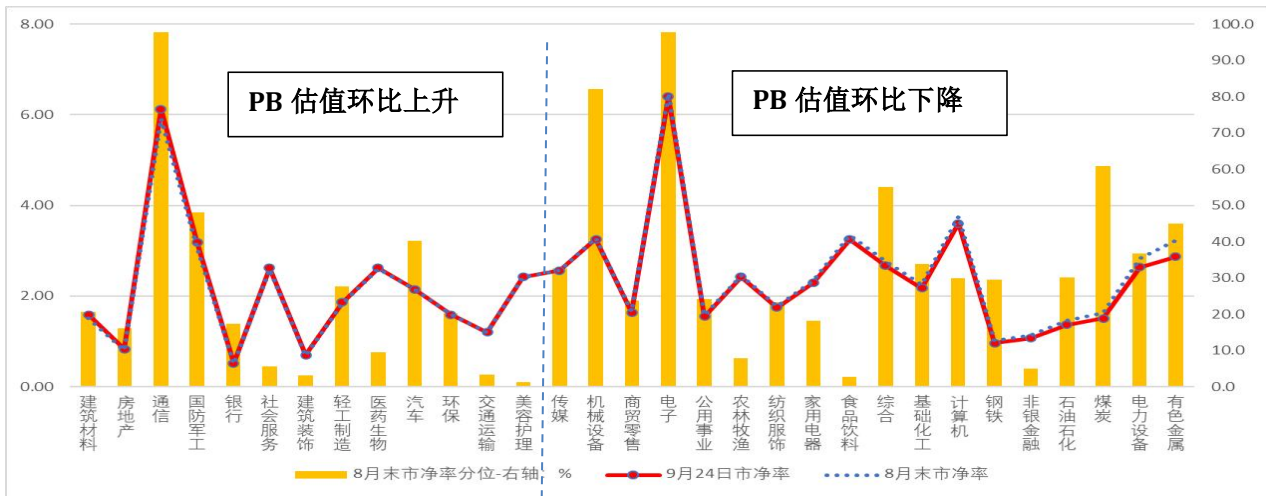


资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

■ 行业估值情况：PB 环比下跌行业的数量较多，幅度较大

截至 9 月 24 日，13 个申万一级行业市净率（LF）估值比上月末上升或持平，其中建筑材料、房地产、通信、国防军工行业市净率比上月涨幅超过 3%；18 个行业 PB 环比下降，其中有色金属、电力设备、煤炭、石油石化、非银金融、钢铁行业市净率比上月跌幅超过 5%。

图表 40 申万一级行业市净率及市净率分位值 (单位: 倍/%)



资料来源: WIND、金圆统一证券研究所 (统计区间 2010/1/1 至 2026/9/24)

3.2 市场策略

外部: 重视“高美债利率+强美元”环境下的资产再定价风险。在人工智能高增长背景下, 全球风险资产对高美债收益率阶段性钝化; 但美联储 9 月加息后, 弱美元交易出现逆转: 10 年期美债收益率在高位再上台阶, 美元指数重返 100 上方。若四季度维持高位, 全球美元流动性将边际收紧, 并沿“实际利率与贴现率抬升—美元融资约束增强—风险偏好收缩”的链条冲击权益与商品市场。结构上, 长久期与高估值成长首当其冲, 非生息资产黄金、部分新兴市场及离岸流动性依赖较高市场面临资金外流与估值压缩双重压力。与此同时, 关税、地缘与美联储路径均呈非线性演绎, 终局难以线性外推; 现金并非低效资产, 而是应对不确定性的核心缓冲, 并为风险释放后的错杀机会保留再配置能力。

图表 41 上证指数底部区域的情景测算

情景	PB 倍数	上证指数	测算 ROI	调整后 ROI	评估
中性假设上限	1.45 倍	3837 点	6.04%	6.65%	风险收益均衡
中性假设下限	1.40 倍	3704 点	6.26%	6.88%	配置价值显著增强
悲观情形	1.35 倍	3572 点	6.49%	7.14%	风险回报率极佳

资料来源: WIND、金圆统一证券研究所 (详细测算参见《20260713 策略专题: 基于 PB-ROE 体系对资本市场波动的研究》)

内部: A 股接近风险收益均衡区, 低波动震荡或为主基调。基于《20260713 策略专题: 基于 PB-ROE 体系对资本市场波动的研究》测算, 上证指数 PB 约 1.45 倍 (对应 3837 点), 处于风险收益均衡区域; 若后续 PB 回落至 1.40 倍附近, 测算调整后 ROI 将升至 6.88%, 配置价值显著增强; 若 PB 回落至 1.35 倍, 进入回报极佳阶段。指数继续大幅下杀的空间有限, 但向上弹性仍需等待流动性、盈利或政策预期共振, 底部反复震荡或为市场最佳选择。

策略：现金为盾、结构为矛、回撤为买点。建议适度增配现金、短债与红利价值资产，稳定组合波动，规避高估值长久期资产；结构上，重点把握创新药和港股创新药及相关 ETF 的配置机会；若上证指数 PB 回落至均衡区下沿附近，应逐步提高权益配置。

2026 年度战略投资方向：紧跟《“十五五”规划建议》政策导向，重点布局六大战略赛道：一是新兴产业（新能源、新材料、低空经济、航空航天）；二是未来产业（量子科技、脑机接口、具身智能、核聚变能）；三是传统产业升级（有色、机械、化工）；四是关键核心技术突破（集成电路、工业母机、基础软件、生物制造）；五是政策支持型成长领域（国防军工、创新药、高端医疗器械、文旅消费）；六是区域战略高地（成渝、海南、福建）。

战术配置方向：年度报告聚焦 ETF 投资视角，从资产配置、宏观政策、行业景气、产业周期与估值水平等维度，提炼各细分方向的核心投资逻辑，建议 2026 年重点关注宽基、大类资产、科技创新、先进制造、上游周期、医药消费、红利低估七大类 19 个方向的 ETF。具体包括：沪深 300ETF、上证 50ETF；东南亚科技 ETF、黄金 ETF；人工智能 ETF、恒生科技 ETF、消费电子 ETF；机器人 ETF、光伏 ETF、电网设备 ETF、军工 ETF、工业母机 ETF、化工 ETF、黄金股 ETF、港股创新药 ETF、创新药 ETF、旅游 ETF、证券 ETF、自由现金流 ETF。2026 年 6 月，新增中证红利 ETF；8 月，新增恒生 ETF。

建议单一品种配置不超过 10%、单一风格敞口低于 30%，以提升组合抗波动能力。

3.3 专题论述

(1) 重点推荐方向跟踪

图表 42 2026 年度策略重点关注方向						
类别	序号	证券代码	证券简称	跟踪指数代码	跟踪指数名称	ETF 关联联接基金代码
宽基类	1	510300.SH	沪深300ETF华泰柏瑞	000300.SH	沪深300	022699.OF, 006131.OF, 460300.OF, 022948.OF
	2	510050.SH	上证50ETF华夏	000016.SH	上证50	005733.OF, 022959.OF, 001051.OF
大类资产	3	513730.SH	东南亚科技ETF华泰柏瑞	ASIATECP.SG	新交所泛东南亚科技指数	020516.OF, 020515.OF
	4	518880.SH	黄金ETF华安	Au9999.SGE	SGE黄金9999	000216.OF, 022653.OF, 000217.OF
科技创新	5	159819.SZ	人工智能ETF易方达	930713.CSI	CS人工智	012733.OF, 012734.OF
	6	513180.SH	恒生科技ETF华夏	HSTECH.HI	恒生科技	023763.OF, 013403.OF, 013402.OF
	7	159732.SZ	消费电子ETF华夏	980030.CNI	消费电子	018300.OF, 018301.OF
先进制造	8	159530.SZ	机器人ETF易方达	980022.CNI	机器人产业	020972.OF, 020973.OF
	9	515790.SH	光伏ETF华泰柏瑞	931151.CSI	光伏产业	012680.OF, 012679.OF
	10	159326.SZ	电网设备ETF华夏	931994.CSI	电网设备主题	025856.OF, 025857.OF
	11	512660.SH	军工ETF国泰	399967.SZ	中证军工	
	12	159667.SZ	工业母机ETF国泰	931866.CSI	中证机床	017472.OF, 017471.OF
上游周期	13	159870.SZ	化工ETF鹏华	000813.CSI	细分化工	022792.OF, 014942.OF, 014943.OF
	14	159562.SZ	黄金股ETF华夏	931238.CSI	SSH黄金股票	021075.OF, 021074.OF
医药消费	15	513120.SH	港股创新药ETF广发	931787CNY00.CSI	港股创新药(CNY)	019670.OF, 019671.OF
	16	159992.SZ	创新药ETF银华	931152.CSI	CS创新药	012782.OF, 012781.OF
	17	159766.SZ	旅游ETF富国	930633.CSI	中证旅游	
红利低估	18	512880.SH	证券ETF国泰	399975.SZ	证券公司	012362.OF, 022509.OF, 012363.OF
	19	159201.SZ	自由现金流ETF华夏	980092.CNI	自由现金流	023918.OF, 023917.OF

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（2026 年 1 月 4 日推荐）

6 月策略报告，新增关注中证红利 ETF；8 月新增关注恒生 ETF。

■ 创新药：产业规模增速年均有望达 20%，十部门“十五五”规划确立长期增长锚点

9 月 18 日，工信部等十部门联合发布《医药工业发展“十五五”规划》，明确到 2030 年生物医药将成为国家新兴支柱产业。

《规划》重点围绕产业规模效益、创新发展、企业培育和集群发展等方面提出了“十五五”时期医药工业发展预期性指标：一是产业规模效益稳步提升，规模以上医药工业企业营业收入超过 3.5 万亿元，创新药产业规模增速年均达到 20%以上，全球年销售额超 10 亿美元的品种数量达到 5 个以上；二是创新发展持续突破，医药工业上市企业平均研发投入强度年均达到 10%以上，首次开展临床试验在研新药研发管线数量和创新药上市数量位居世界前列，首创新药（FIC）占全球比例达到 25%以上，创新医疗器械上市数量达到 200 个以上；三是企业培育和集群发展迈上新台阶，年营业收入超过 100 亿元的医药工业企业数量达到 50 家，千亿级医药产业园区数量达到 20 个。

医药工业龙头企业培育仍处于爬坡期，板块规模扩张与结构升级具备较大空间。2025 年 A 股营业收入超百亿元的医药类上市公司共 46 家，其中医药流通、药店及医疗服务等非工业类企业达 22 家，占比近半。剔除后，符合“规模以上医药工业”口径的上市企业仅 20 余家，对照《规划》“百亿级工业企业达 50 家”的目标，龙头企业培育仍处于爬坡期。

流通与服务板块占据百亿阵营较大比重，工业板块内生增长亟待提速。医药商业流通企业以 20 家的数量占据百亿阵营首位，上海医药、九州通等商业龙头营收规模庞大，但其业务本质属医药商业范畴。当前百亿级工业企业主要集中在化学制剂与中药板块，生物制品与医疗器械领域百亿级标的仍相对稀缺。

规模目标倒逼产业提质增效，创新药械有望成为核心增长极。《规划》提出 2030 年规模以上医药工业营收超 3.5 万亿元，对应年化增速约 9%，且创新药产业规模年均增速需达 20%以上。在商业板块增速趋稳的背景下，具备全球竞争力的创新药械企业有望成为拉动工业规模扩张的核心力量，建议关注创新药龙头、高端医疗器械及具备品牌壁垒的中药企业。

图表 43 医药行业（申万三级）2025 年度营业收入前 50 名，医药流通企业居多

序号	证券代码	证券简称	营业收入 [报告期] 2025 年报 [单位] 亿元 ↓	市盈率 PE (TTM) [交易日期] 2026-9-22 [单位] 倍	市净率 PB (MRQ) [交易日期] 2026-9-22 [单位] 倍	所属申万行业 名称（2021） 三级行业
1	601607.SH	上海医药	2,836	12.47	0.76	医药流通
2	600998.SH	九州通	1,614	12.22	0.91	医药流通
3	000950.SZ	重药控股	824	25.25	0.77	医药流通
4	600332.SH	白云山	777	12.48	0.82	中药III
5	000028.SZ	国药一致	734	11.32	0.65	医药流通

6	200028.SZ	一致 B	734	5.86	0.33	医药流通
7	600713.SH	南京医药	550	10.46	0.91	医药流通
8	600511.SH	国药股份	525	10.22	1.05	医药流通
9	603259.SH	药明康德	455	23.50	6.11	医疗研发外包
10	000963.SZ	华东医药	436	13.49	1.84	化学制剂
11	600196.SH	复星医药	417	18.22	1.27	化学制剂
12	000538.SZ	云南白药	412	17.54	2.23	中药III
13	688235.SH	百济神州	382	96.79	11.70	化学制剂
14	600056.SH	中国医药	354	31.60	1.13	医药流通
15	000411.SZ	英特集团	337	12.59	1.02	医药流通
16	300760.SZ	迈瑞医疗	333	24.14	4.68	医疗设备
17	600276.SH	恒瑞医药	316	39.27	4.71	化学制剂
18	000999.SZ	华润三九	316	12.11	1.74	中药III
19	603233.SH	大参林	275	14.82	2.68	线下药店
20	000078.SZ	ST 海王	267	-5.04	3.93	医药流通
21	603939.SH	益丰药房	244	15.27	2.26	线下药店
22	600079.SH	ST 人福	240	15.06	1.58	化学制剂
23	300015.SZ	爱尔眼科	224	29.47	3.26	医院
24	603883.SH	老百姓	222	22.80	1.41	线下药店
25	002788.SZ	鹭燕医药	212	16.21	1.32	医药流通
26	603368.SH	柳药集团	209	9.45	0.78	医药流通
27	002462.SZ	嘉事堂	195	39.80	0.81	医药流通
28	301584.SZ	建发致新	194	30.37	3.93	医药流通
29	002422.SZ	科伦药业	185	36.53	2.71	化学制剂
30	002727.SZ	一心堂	173	23.72	0.86	线下药店
31	600085.SH	同仁堂	173	33.45	2.38	中药III
32	600664.SH	哈药股份	160	44.65	3.75	化学制剂
33	600380.SH	健康元	152	14.32	1.13	化学制剂
34	300759.SZ	康龙化成	141	47.69	5.00	医疗研发外包
35	688271.SH	联影医疗	138	47.71	3.83	医疗设备
36	000661.SZ	长春高新	121	-85.16	1.34	其他生物制品
37	000513.SZ	丽珠集团	120	14.19	1.78	化学制剂
38	603858.SH	步长制药	119	66.09	1.55	中药III
39	002004.SZ	华邦健康	115	13.86	0.88	化学制剂
40	600062.SH	华润双鹤	110	10.34	1.37	化学制剂
41	600267.SH	海正药业	105	15.81	1.54	化学制剂
42	600129.SH	太极集团	105	110.16	2.14	中药III
43	600829.SH	人民同泰	104	41.17	1.89	医药流通
44	002044.SZ	美年健康	104	55.40	2.26	医院
45	301017.SZ	漱玉平民	103	50.62	2.63	线下药店
46	300244.SZ	迪安诊断	101	49.74	2.04	诊断服务
47	300677.SZ	英科医疗	99	29.30	1.75	医疗耗材
48	600739.SH	辽宁成大	99	9.73	0.53	疫苗
49	000739.SZ	普洛药业	98	32.71	4.23	原料药

50	600587.SH	新华医疗	97	19.14	1.03	医疗设备
----	-----------	------	----	-------	------	------

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2026 年 9 月 22 日）

注：仅为统计列示，并非个股推荐。

（2）国际事件的非线性演绎

2025 年以来，国际事件的演进呈现出显著的非线性特征——美国关税战、美伊冲突、油价波动、国际关系走向、美联储加息路径，均难以用传统的线性逻辑推演过程与终局，甚至当事方与决策者自身也未必能完全预判事件的走向。

■ 2025 年中美关税战是典型的非线性博弈案例

2 月 1 日，美方以“芬太尼问题”为由宣布对华加征 10% 关税；3 月 3 日宣布上调至 20%；4 月 2 日启动“对等关税”，率先落地 34% 税率，随后在 4 月 8 日、4 月 9 日连续加码，新增关税叠加后，4 月 10 日新增“对等关税”最高达到 125%；叠加此前芬太尼相关关税，对华总关税一度高达 145%。中方同步反制，对美反制关税最高升至 125%，并对中重稀土实施对美出口管制。

彼时全球市场避险情绪急剧升温，多数观察者预期冲突将长期化。然而局势在 5 月出现戏剧性转折——5 月 10 日至 11 日，中美在瑞士日内瓦举行经贸高层会谈，5 月 12 日同步发布联合声明：美方取消 4 月 8、9 日新增的 91%加征关税，其中 24%的关税暂停加征 90 天，对华总关税从峰值 145%大幅回撤至 30%；中方采取同步措施，对美反制关税从 125% 回调至 10%，双方建立常态化磋商机制。美国对中国的关税水平从 145% 到 30%，仅用了一个月时间。

此后博弈并未终结，而是进入“升级—谈判—延期”的循环：6 月伦敦磋商、7 月斯德哥尔摩磋商、9 月马德里磋商（TikTok 议题入局，双方达成框架共识）、10 月吉隆坡磋商（关税暂停延长至一年），再到 2026 年 9 月中美元首达成八项共识，关税休战期再度延长。整个过程充满反复，每一步的走向都取决于多重变量的动态博弈——美国国内通胀压力、零售企业游说、农业州选票、中国稀土出口管制、供应链韧性等，任何单一因素都无法决定最终结果。

■ 美伊冲突与油价波动同样呈现显著的非线性特征

2026 年 2 月 28 日（星期六），美以联合发动代号“史诗狂怒”的军事行动，伊朗随即封锁霍尔木兹海峡，ICE 布油期货收盘价 2 天跳涨 12.0%，突破 81 美元/桶（3 月 3 日），3 月 12 日飙升至 100 美元/桶上方；3 月 23 日特朗普宣布暂停打击伊朗能源设施，ICE 布油收盘价单日暴跌 8.0%，至 96.07 美元/桶；3 月 28 日胡塞武装宣布参战并向以色列发射弹道导弹；4 月 7 日，布伦特原油现货（Dated Brent，DTD）达到 144.59 美元/桶，已超过 2022 年俄乌冲突时的最高现货价。

4 月 7 日美伊达成临时停火协议，4 月 11 日美伊双方在巴基斯坦伊斯兰堡进行首轮谈判，6 月 15 日美伊达成谅解备忘录，定于 6 月 19 日在瑞士正式签署，ICE 布油 6 月末回落至 73 美元/桶附近。7 月 7 日美军发动新一轮大规模打击，7 月 14 日美军开始对所有伊朗港口及沿海地区实施海上封锁，7 月末油价再度上涨到 90 美元/桶。

进入9月，油价大幅波动仍在延续：9月1日美军发动新一轮打击，9月10日ICE布油冲高至109美元/桶；9月17日美国政府已同意伊朗领导人参加9月22日开幕的第81届联合国大会高级别会议，特朗普则多次表示美伊战事很快结束，19日伊朗传达7项谈判条件，22日伊朗总统佩泽希齐扬赴美出席联大，油价当日回落到95美元/桶附近。9月25日，美国《华尔街日报》援引数名美官员消息报道称，美国总统特朗普拒绝了伊朗提出的七日内重开霍尔木兹海峡的提议，并告诉其助手他可能在11月美国国会中期选举后恢复对伊朗的轰炸。

图表 44 布伦特原油价格大幅波动



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

整个过程呈现典型的“开打即暴涨、停火即暴跌”脉冲式特征，ICE布油在短短数月内从70美元飙升至120美元附近，又快速回落至70美元下方，再反弹至100美元上方，波动幅度之大、节奏之快，远超传统供需模型的预测能力。以至于摩根大通公开宣布放弃预测油价，因美国对伊朗的战争没有明确的结局，该银行不再知道如何模拟市场。

核心变量——霍尔木兹海峡通航状况——的每一次变化，都直接引发油价的剧烈反应，而海峡通航本身又受到军事行动、谈判进展、第三方势力介入等多重因素的动态影响，形成复杂的多层博弈链条。非线性演绎的核心在于，国际事件并非简单的“输入—输出”关系，而是多方主体在动态博弈中不断重塑规则与边界的过程。

对投资而言，与其预测终局，不如承认终局不可稳定预测。四季度应保留更高比例的高流动性资产，用现金对冲尾部风险，并用现金等待风险事件冲击后的错杀机会。现金不是观点，而是期权；其价值在非线性的冲击放大时才会充分体现。

（3）四季度：低波震荡，积蓄动能

截至 9 月 22 日，上证指数 PB 约 1.47 倍，向上已接近估值阻力区（1.50-1.60 倍），向下 1.35 倍 PB 具备较强估值支撑；叠加逆周期调节机制托底，四季度大概率处于“反复低位震荡、积蓄上行动能”的阶段。我们从与 2021 年的镜像对比、自建情绪指数、期权隐含波动率走势三个维度进行交叉验证。

■ 低波动因素分析之一：与 2021 年镜像对比——四季度市场或震荡整固为主，以时间换空间

我们最早在 2024 年 12 月策略报告《策略月报：大行也需顾细谨》中将 2024 年“9.24 行情”与 2019 年的“春季躁动”行情进行了相似性的对比分析。

2025 年 2 季度策略报告《策略季报：从激情燃烧到回归理性》进一步对比分析指出，由于新创设的资本市场工具（证券、基金、保险公司互换便利与股票回购、增持专项再贷款）内嵌逆周期调节属性，且低市净率水平限制了下行空间，决定本轮行情（2024 年“9.24 行情”）在井喷过后的调整阶段，指数层面波动幅度更小，资本市场呈现更好的稳定性和韧性。

2026 年 5 月策略报告《策略月报：与 2021 年的形似和神似》继续进行镜像对比，指出 2019—2021 年与本轮行情呈现“形似”的四阶段演进路径——“超跌反弹→震荡整固→主升浪→再次震荡”；同时估值阈值“神似”，市净率 1.50-1.60 倍是上证指数单边上涨行情的关键阻力区。2021 年 2 月 19 日、9 月 13 日及 12 月 13 日，上证指数 PB（LF）分别为 1.63 倍、1.61 倍和 1.55 倍；今年 3 月 2 日和 5 月 13 日，上证指数 PB（LF）分别为 1.58 倍和 1.55 倍；两段行情均在估值关键阻力区达到年内高点区域，此后市场均出现了较为持续的回调。

图表 45 2019—2021 年行情与本轮行情（2024 年 9.24 以来）节奏的形似



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（T 日分别指 2019 年 1 月 4 日和 2024 年 9 月 18 日）

当前行情节奏与 2019—2021 年行情高度相似，已步入第四阶段的再次震荡期。这一阶段的核心特征

是：一方面，企业整体盈利上行有助于稳定估值中枢，潜在下行空间相对有限；另一方面，前期高景气板块已获充分定价，浮筹较多，向上突破动力有所减弱。综合来看，四季度指数层面大概率难现趋势性大涨或大跌，更多将呈现以时间换空间的震荡整固态势。

■ 低波动因素分析之二：情绪指数进入回落周期，上证指数震荡整固为主

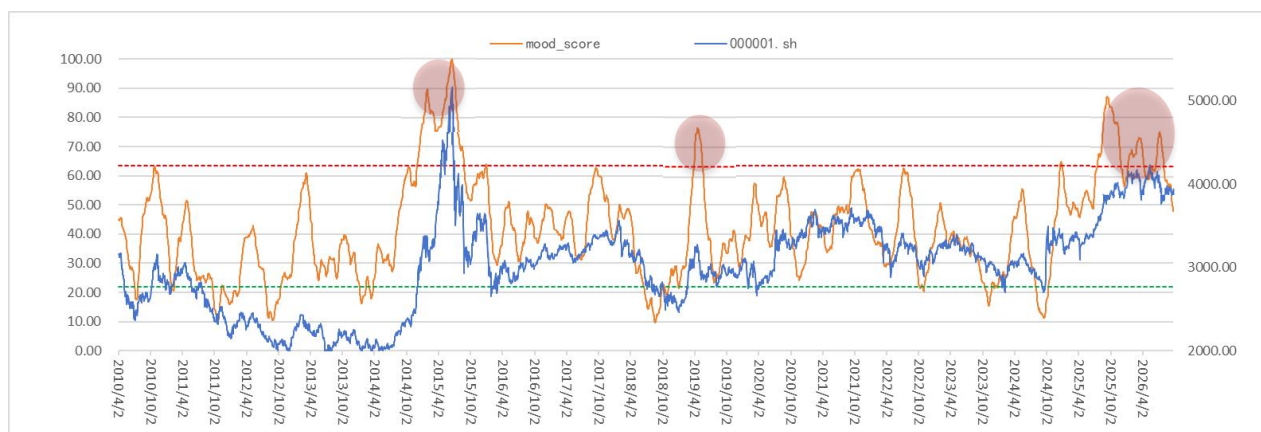
2024 年，我们选取相对强弱指数（RSI）、乖离率（BIAS）、换手率（TURN）及成交量比率（VR）四个核心因子，构建了上证指数“情绪指数”（MOOD-SCORE）。该指标旨在量化刻画市场情绪波动，对判断指数的中长期阶段性高低点具有重要的前瞻或同步指引作用。

回溯本轮行情，2025 年 9 月 16 日上证指数报收 3862 点，情绪指数录得 87.31%，创下 2024 年“9.24 行情”以来的最高值；此后虽震荡回落，但市场情绪惯性维持高位，并于 2026 年 7 月 6 日再次上冲至 75.12% 的次高点区域。

若从 2024 年 9 月 13 日的情绪低点（11.31%）算起，截至 2026 年 7 月 6 日次高点，本轮情绪上升周期累计长达 434 个交易日。从周期维度看，这一时长已超越 2014—2015 年超级牛市的情绪上升周期（2014 年 1 月 17 日至 2015 年 6 月 12 日，共计 342 个交易日）；从热度维度看，也超过了 2019—2021 年行情的阶段性高点（2019 年 4 月 19 日，读数 76.51%）。

市场情绪波动具有明显的周期性特征。截至 2026 年 9 月 24 日，情绪指数已回落至 47.94% 的中性区域，标志着市场情绪大概率已进入回落阶段。鉴于本轮情绪上行周期在时间跨度与热度水平上均已充分释放，随着情绪指标的持续降温，四季度指数层面大概率难现趋势性上行行情，更多将维持震荡整固格局。

图表 46 上证指数的情绪指数于 2026 年 7 月 6 日触及次高点后持续回落



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

■ 低波动因素分析之三：期权隐含波动率回落，印证市场进入理性整固期

期权隐含波动率（Implied Volatility, IV）是将期权市场交易价格代入定价模型反推得出的波动率参数，反映市场参与者对未来标的资产价格波动幅度的集体预期，属于前瞻性指标。IV 快速抬升，意味着

期权市场预期未来指数波动空间扩大，权利金中的不确定性溢价上升；IV 持续回落，则意味着预期波动区间收窄，不确定性溢价收敛。

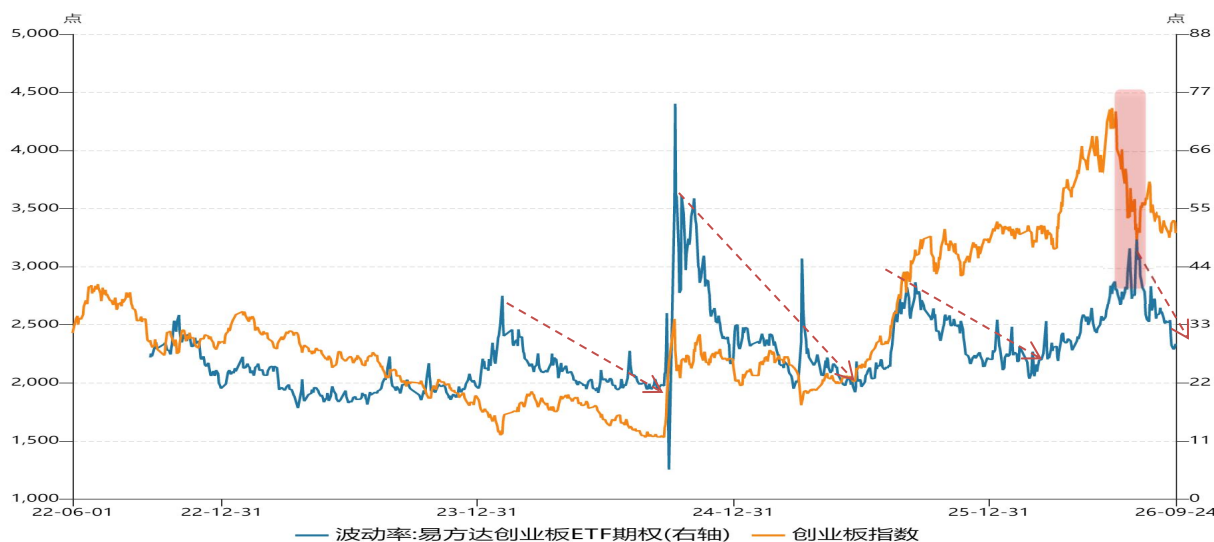
简言之，IV 是期权市场对标的“未来波动幅度”的前瞻性定价变量：上行对应预期波动空间打开，下行对应预期波动空间收敛。需注意的是，IV 仅衡量波动幅度，不预测波动方向，高 IV 并不必然伴随标的下跌。

回顾本轮行情，创业板指数与易方达创业板 ETF 期权经历了从高波动向低波运行的切换过程。今年 4—6 月，创业板指快速冲高至 4380 点，呈现“指数大涨、波动率上行”的亢奋交易特征；7 月市场急跌，波动率受避险情绪驱动脉冲式上行（如图中尖峰所示），一度触及 49.55%（2026 年 7 月 30 日）的高位，呈现“指数大跌、波动率上行”的恐慌交易特征。4-7 月间，市场情绪完成了从亢奋到恐慌的转折。

从历史规律看，亢奋与恐慌均为短周期非常态，极端情绪释放后通常会回归以低波动为常态的整固期。9 月以来，创业板 ETF 期权 IV 自 9 月初 35% 以上回落至 29.40%（2026 年 9 月 24 日），显示参与者对短期波动幅度的预期收敛，交易行为正由“高波动博弈”转向“低波动配置”。

在低波动/降波周期中，市场通常以时间换空间，呈现震荡修复特征。经验上，IV 自高位回落至低位的降波阶段平均持续约半年；若该规律延续，未来数月创业板指更可能维持震荡整固格局，并在波动率低位钝化中积蓄下一轮上行动能。

图表 47 创业板 ETF 期权波动率进入下降周期



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

风险提示：国内方面，关注增量政策及政策落地效果、科技创新进展、经济复苏节奏等风险因素；海外方面，警惕地缘政治风险、贸易摩擦升级、美元指数上行风险及美联储政策等不确定性。

投资评级声明：

分类	评级说明		
股票评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对所属板块指数涨幅	买入	股价相对强于基准 20%以上；
		增持	股价相对强于基准 10%—20%以上；
		持有	股价相对基准波动±10%以内；
		卖出	股价相对弱于基准 10%以上；
行业评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对沪深 300 指数涨幅	强于大市	相对强于基准 10%以上；
		中性	相对基准波动±10%以内；
		弱于大市	相对弱于基准 10%以上；

分析师声明：

负责本报告全部或参与部分内容的分析师在此声明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告基于市场公开的合法合规信息进行撰写，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

特别声明：

法律许可的情况下，金圆统一证券可能会持有或交易本报告中提及的标的证券，也可能为标的证券提供股债融资、财务顾问、资产证券化和理财投顾服务。因此，投资者应当考虑到金圆统一证券及/或相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为决策的唯一依据。

免责声明：

金圆统一证券有限公司（以下简称“金圆统一证券”或“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由金圆统一证券制作并发布。本报告仅供本公司及其客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告是基于金圆统一证券认为可靠的已公开信息编制，但金圆统一证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使金圆统一证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此金圆统一证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向他人做出邀请。在法律允许的情况下，金圆统一证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为金圆统一证券所有。未经金圆统一证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻

版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若金圆统一证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，金圆统一证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成金圆统一证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经金圆统一证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。金圆统一证券将保留随时追究其法律责任的权利。

金圆统一证券营业网点

厦门地址：厦门市思明区展鸿路 82 号国际金融中心大厦 10-11 楼

深圳地址：深圳市南山区粤海街道高新区社区科苑南路 3099 号中国储能大厦 4801

上海地址：上海市中国（上海）自由贸易试验区陆家嘴环路 1233 号汇亚大厦 2301A、2302A 室

北京地址：北京市西城区武定侯街 2 号、4 号 10 层 F2-1（B）1001-05A