

策略周评 20261011

短期反弹可能来临

2026 年 10 月 11 日

中秋假期以来市场持续调整，成交额也缩量至最低 1.42 万亿。国庆节后并未如期出现“国庆效应”，当前该如何应对，以及识别后续的变化节奏？

■ 下跌的宏观因素：美债上行及 FCC 限制，压制风险偏好

非农就业不及预期，长端利率不降反升，高利率环境持续压制风险偏好：假期期间，美国公布 8 月核心 PCE 同比为 3.0%，低于市场此前预期；9 月新增非农就业仅 2.9 万人，7、8 月合计下修 6 万人，就业数据显著低于预期。市场对美联储 10 月加息的预期大幅降温。但从结果看，美债 2 年期利率有所回落，而长端收益率持续上行，10 月 7 日 30Y 美债利率 5.67% 为 2002 年以来最高水平。核心因素仍是地缘、美国中期选举等不确定性，长端利率需要风险溢价补偿。持续走高的利率反映出中期流动性偏紧的事实，仍对全球的风险偏好形成压制。

FCC 限制悬而未决，或制约科技远期估值空间：国庆期间频繁讨论的是摩根士丹利发布的报告，关于 FCC 限制对象最可能落在 3.2T 代际的中国产光模块，措施最早将于 10 月分阶段推进。虽然中国 800G 和 1.6T 光模块近两年并不受冲击，但本质上看是中美科技摩擦制约 AI 产业的生产分配模式。尤其是当前科创板等估值水平处于较高水平，科创 50 的 10 月 9 日的 PE_ttm 为 119.52，2020 年以来分位数为 78.8%；一定程度上制约科技远期估值空间。目前的 FCC 限制仍为外资券商的倾向性判断，而下一次 FCC 公开会议将在 10 月 29 日召开，因此 FCC 限制依旧悬而未决。基于不确定性的担忧，市场情绪相对谨慎。

■ 下跌的微观因素：假期季节性的偏差，科技筹码仍较为集中

我们在《国庆假期的“季节效应”》中提到，国庆的“季节效应”，量能层面，呈现“节前缩量、节后放量”的特征；大势方面，节前两个交易日往往是布局的最佳窗口期，节后大盘可能会上涨。但今年并未如期出现，甚至节后大幅调整。除了宏观因素外，今年假期的特殊性，国庆后仅两个交易日，当前量能水平尚不能代表节后的稳态。因此需要关注后续成交量的变化。

为了厘清科技调整的底层因素，我们从市值、估值、基金持仓、产业链等四个维度对科技股进行比较：（1）从产业链角度出发，国产和海外链表现差异不大。（2）与直觉不同，9 月高估值/负市盈率组合对高利率环境并不敏感，反而低市盈率的表现较弱；即低市盈率并不代表“便宜”，反而容易陷入“低估值陷阱”。（3）走势差异较为明显的是市值组合和基金持仓组合，体现出**大市值组合明显弱于小市值，基金重仓组合弱于基金低仓位组合**。而所筛选个股的市值（10 月 9 日）和基金持仓占自由流通市值占比（基金持仓半年报）的相关系数高达 0.63，表明基金重仓往往偏向于大市值，因此能够解释两种维度中不同组合的走势较为接近的原因。我们认为**基金重仓组合跑输的核心原因在于筹码仍较为集中**，从 8-9 月的换手率变化可以佐证，重仓组合的平均 8 月换手率为 105.8%，9 月为 81.25%，下滑 23.2%；中仓位组合的平均月换手率从 8 月的 109.9% 下滑至 9 月的 89.63%，而低仓位组合从 8 月的 85.99% 小幅上升到 9 月的 88.34%。即**筹码的过度集中，没有明显增量资金入场，缺乏赚钱效应的背景下换手热情持续下滑，进而导致了基金重仓股的调整**。

■ 以史为鉴，强分子是破局高利率环境的重要因素

回顾近 10 年历史，美联储加息并导致利率中枢快速上移的时间段主要包括 2016 年 11 月、2018 年 1 月、2022 年 3 月、2022 年 9 月：

美债加速上行不必然导致 A 股的调整，分子端的强劲是逆势的重要因素：2016 年 11 月 10Y 美债利率从 1.79% 上行至 2.6%，上证指数继续震荡上行；2016 年 10 月制造业 PMI 为 51.20%，连续三个月持续扩张，对冲了美债上行的压力。2018 年 1 月 10Y 美债从 2.46% 上行至 2.77%，

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 谢立昕

执业证书：S0600525080001

xielx@dwzq.com.cn

相关研究

《10 月度金股：节后返场，买什么？》

2026-10-09

《国庆假期大事与节后 A 股展望》

2026-10-07

上证指数先涨后跌；对比基本面来看，2017 年 GDP 增速为 6.9%，是 7 年来首次提速，但到 2 月份开始，A 股中小创公司业绩连续暴雷。2022 年 6 月 10Y 美债利率从 3.43% 快速回落至 2.67%，但上证指数却持续调整；中国的产成品库存同比自 2022 年 4 月的峰值 20.0% 开始快速下滑，工业利润增速也持续回落。

利率的回落或成为下一轮行情的催化：2016 年 12 月美联储加息落地，10Y 美债从 2.54% 回落至 2017 年 1 月的 2.33%，随后 A 股进入春季躁动行情；同样，2022 年 10 月 10Y 美债从 4.24% 快速回落至 2022 年的 12 月的 3.42%，伴随优化疫情防控政策的出台，春季躁动行情提前启动。若分子端无明显压力，或政策托底经济的背景下，美债利率的下行，有望成为后续行情的催化因素。

■ AI 趋势未完，市场情绪见底叠加美债利率回落，有望迎来反弹行情

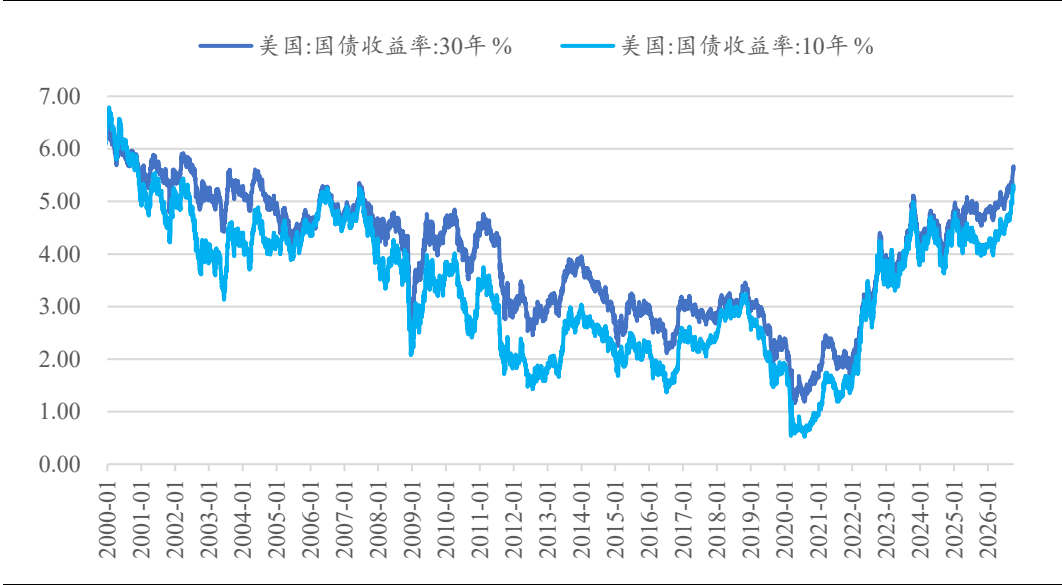
政策延续“存量托底”主基调，AI 产业趋势进展积极。节前政策端密集出台：央行下调 PSL 利率并扩围至“六张网”等新基建领域，科技创新及技改再贷款进一步加码支持重点项目；居民房贷贴息自 10 月 1 日起正式实施等。政策组合拳覆盖货币、财政与结构性工具等多个维度，既释放出稳增长、稳预期的明确信号，也凸显出本轮调控更加注重精准滴灌与存量优化。AI 方面，产业层面虽无重磅的新共识形成但积极进展充足：模型发布加速，AI 的新应用场景个人 Agent 出现渗透的早期信号。科技硬件作为即期和下期 EPS 能见度更高的品种在高息环境下具有分子端优势。

微观层面：情绪指标见底，ETF 持续净流入。我们多个情绪指标均已触底：红利股息-1/创业板 PE 截至 10 月 9 日为 1.27%，已经低于 -2σ 的 1.29%；股汇对冲指数截至 10 月 9 日为 -34，已经连续三个交易日处于高背离区间。两者均表明 A 股尤其是科技股均已见底。此外，ETF 逆市流入，自 9 月 28 日起 5 个交易日连续净流入 748 亿，尤其是节后两日净流入 412 亿。后续需观察成交量是否能够进一步放量，若资金回流以及交易情绪回暖，有望推动市场触底反弹。

美债长端利率回落，均衡布局算力硬件景气、地产链政策与三季报确定性品种。截至 10 月 9 日，10Y 美债和 30Y 美债利率均有所回落，而两者的历史波动率均持续超过 0.14%，进入高波动区间，短期有望回落。对比历史高息环境，强劲的分端能够对冲美债高息环境的压力；而如果利率有所回摆，则可能成为下一轮行情的催化。而由于科技筹码仍较为拥挤，因此建议均衡配置。一方面，布局算力硬件分支，包括国产算力与半导体产业链、先进封装、PCB 及其专用设备订单与业绩加速放量的环节；同时关注前期调整充分、盈利下修与政策影响已充分定价的科技龙头，把握其估值修复机会。另一方面，建议 1) 关注受益于房贷贴息、PSL 扩容与现房销售改革等政策落地、且后续存在一揽子增量政策预期的地产链，尤其是地产后周期的消费建材等方向；2) 关注景气回升、价格稳中有升的化工、天然气等周期上游方向；3) 关注业绩持续兑现、估值仍有吸引力的消费龙头以及供给格局偏紧的有色品种。

■ 风险提示：经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外政策不确定性；产业进展节奏不及预期等。

图1：国庆期间，美债长端利率持续上行



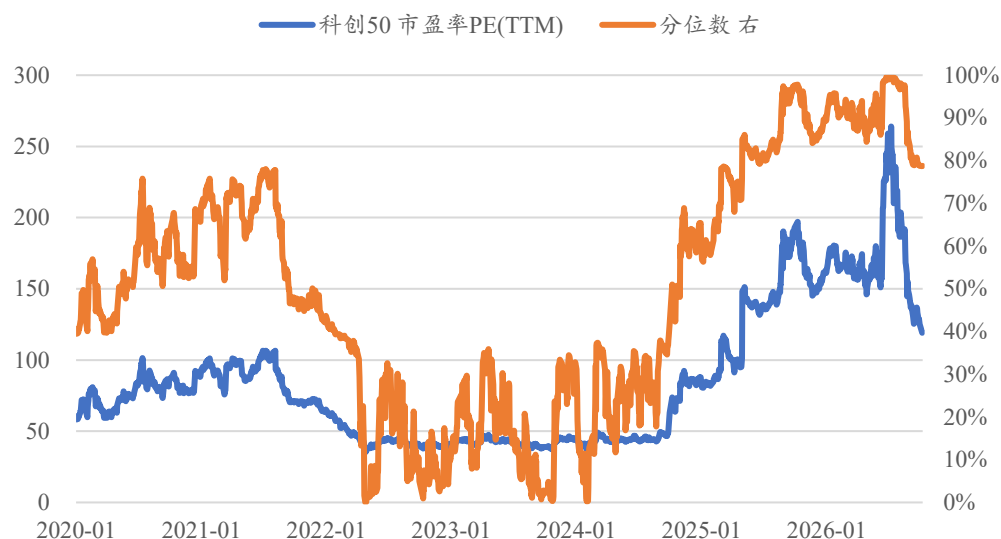
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：市场预期 10 月不加息

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL-CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES					
	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026-10-28	80.6%	19.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026-12-09	17.0%	67.7%	15.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2027-01-27	10.3%	47.9%	35.8%	6.0%	0.0%	0.0%
2027-03-17	3.1%	21.7%	44.2%	26.7%	4.2%	0.0%
2027-04-28	2.0%	15.2%	36.3%	32.9%	12.1%	1.5%
2027-06-09	1.2%	9.8%	27.7%	34.3%	20.6%	5.8%
2027-07-28	1.0%	8.6%	25.1%	33.3%	22.5%	7.9%
2027-09-15	0.9%	7.4%	22.4%	32.0%	24.3%	10.3%

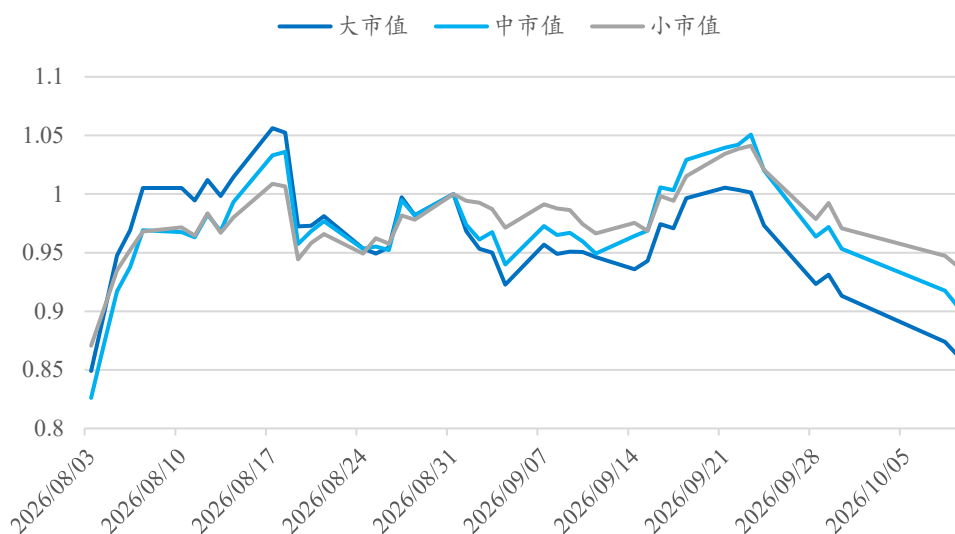
数据来源：Wind，CME，东吴证券研究所（更新时间：2026-10-09）

图3: 科创 50 的估值仍处于较高水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所（分位数为2020年以来至今的分位数）

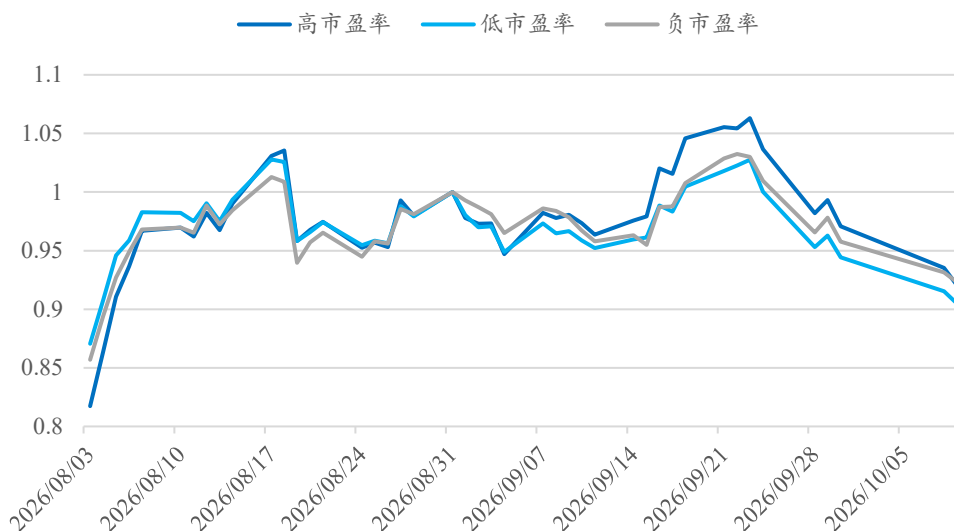
图4: 大市值科技股表现较弱



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：个股组合筛选标准，①行业为通信、电子、建筑材料（玻璃玻纤）、有色金属（小金属、金属新材料）；②剔除ST、退等特殊标志个股；③剔除2026年4月之后上市的个股；④10月9日个股市值中0-100亿为小市值，100-500亿为中市值，500亿以上为大市值；⑤以8月31日收盘为基准归一化。

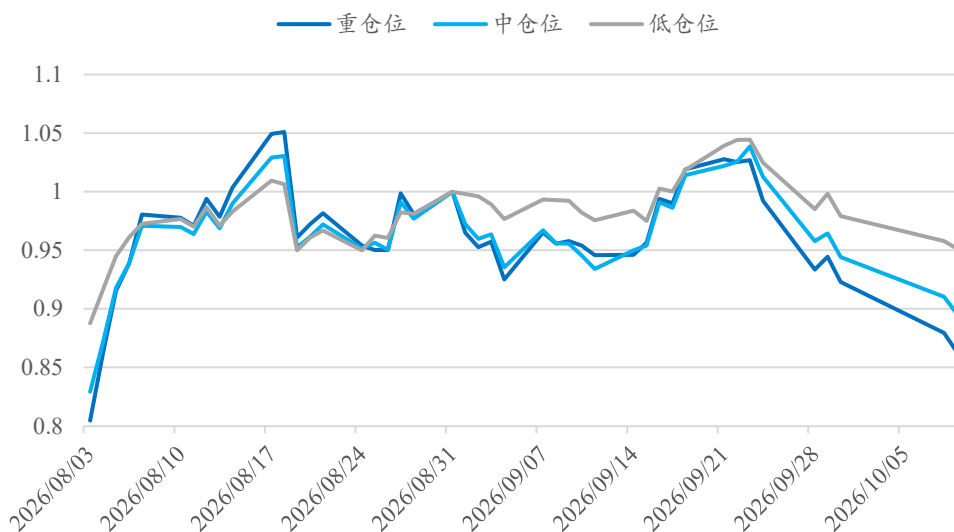
图5：低市盈率表现较弱，但整体相差不大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：个股组合筛选标准，①行业为通信、电子、建筑材料（玻璃玻纤）、有色金属（小金属、金属新材料）；②剔除ST、退等特殊标志个股；③剔除2026年4月之后上市的个股；④10月9日个股PE_ttm中负值为负市盈率、0-90为低市盈率，90以上为高市盈率；⑤以8月31日收盘为基准归一化。

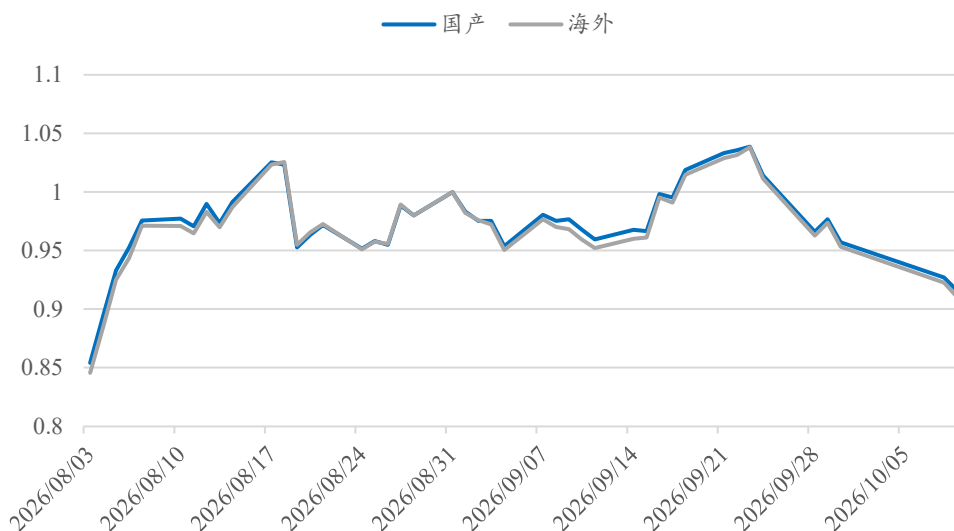
图6：基金重仓股表现明显更弱



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：个股组合筛选标准，①行业为通信、电子、建筑材料（玻璃玻纤）、有色金属（小金属、金属新材料）；②剔除ST、退等特殊标志个股；③剔除2026年4月之后上市的个股；④6月30日主动权益基金持仓（普通股票型、偏股混合型、灵活配置型），结合自由流通市值持股占比和基金持有市值占比两个维度，分为低-中-重仓位；⑤以8月31日收盘为基准归一化。

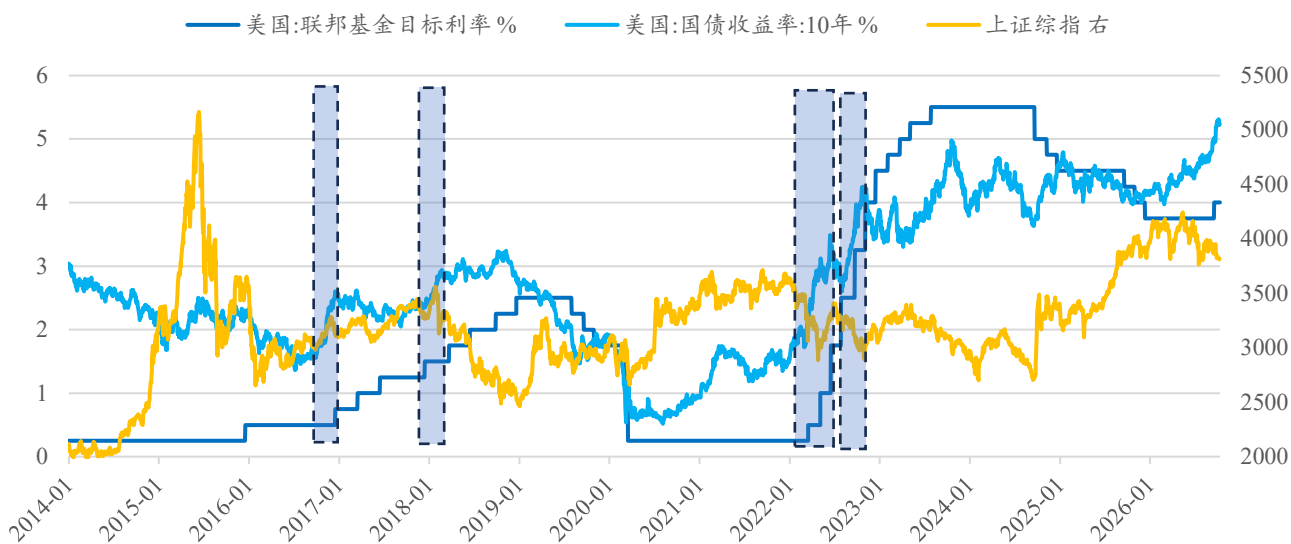
图7：海外链和国产链表现相差无几



数据来源：Wind，东吴证券研究所

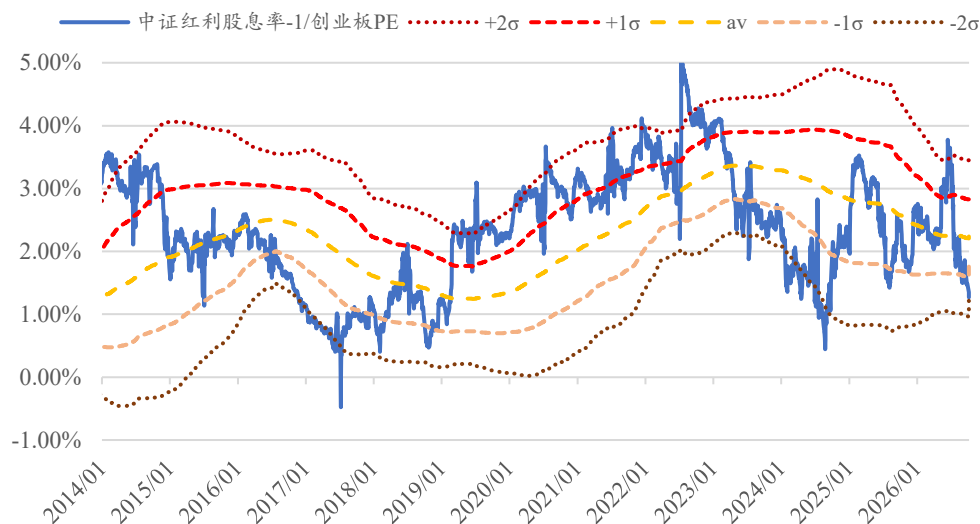
注：个股组合筛选标准，①行业为通信、电子、建筑材料（玻璃玻纤）、有色金属（小金属、金属新材料）；②剔除ST、退等特殊标志个股；③剔除2026年4月之后上市的个股；④6月30日半年报及2025年年报，境外收入占比中超过30%的为海外链，其余为国产链；⑤以8月31日收盘为基准归一化。

图8：2014年以来4次美联储加息导致美债利率快速上行



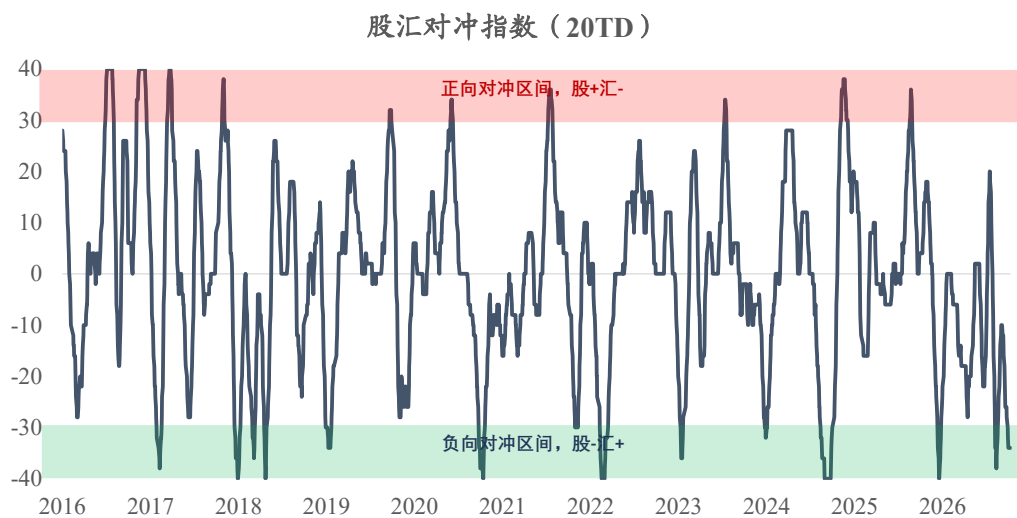
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：创业板相对红利具有较高的性价比



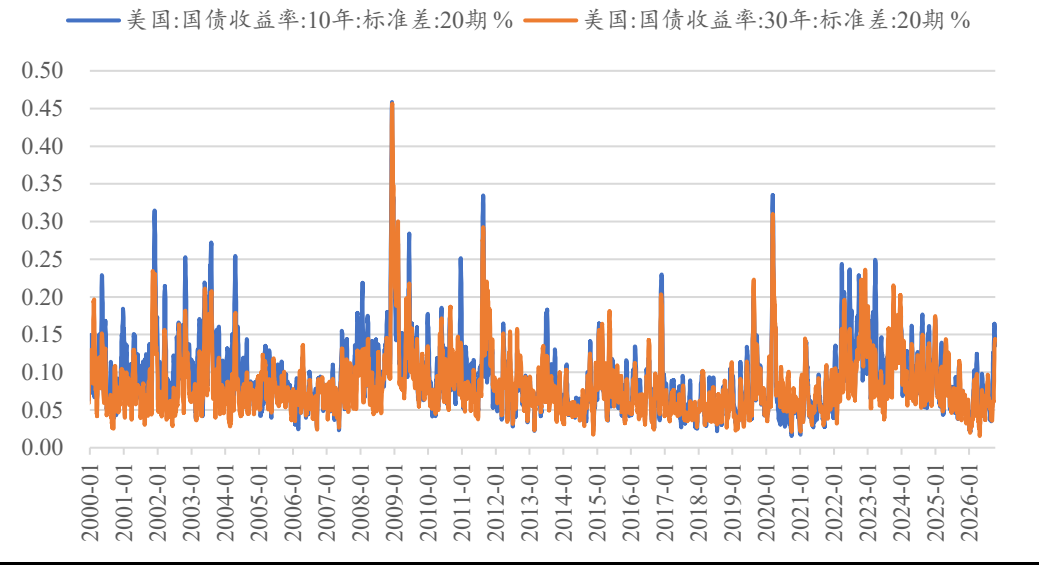
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：股汇对冲指数进入负向对冲区间



数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：指数构建逻辑为股票汇率同源性，一旦出现涨跌持续背离，便会进入对冲区间；具体数值无现实意义）

图11：美债的历史波动率已经触及高波动区间



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>