2026 年 10 月 17 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

第二轮去杠杆行情或已临近尾声

作者

董忠云 分析师
SAC 执业证书：S0640515120001
联系电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

庞晨 分析师
SAC 执业证书：S0640526040001
联系电话：
邮箱：pangc@avicsec.com

王警仪 分析师
SAC 执业证书：S0640525100001
联系电话：
邮箱：wangjybj@avicsec.com

杨子萌 分析师
SAC 执业证书：S0640526060001
联系电话：
邮箱：yangzm@avicsec.com

报告摘要

核心观点：

- 十一假期以来，全球科技板块共振下跌，开启了第二轮去杠杆阶段。一方面，中东局势依旧紧张，并存在冲突外溢的风险，欧盟已敦促成员国向其在红海的海军任务增派军舰，国际油价高位震荡。能源成本和 AI 投资的推动下，美国 9 月 CPI 超预期增长。另一方面，近期 OpenAI、ASML、Anthropic 等头部科技公司公布的营收均不及市场预期，引发市场对 AI 产业趋势的担忧，全球科技板块共振下跌，美债收益率有所回落。

- 9 月美联储加息落地，观测当前美国货币、金融环境情况。当前美国货币条件回落至近年低位，金融条件短期趋紧但在低位震荡，反映当前市场尚未交易持续加息周期的预期。位于低位的高收益债利差近期略有上行，或显示美国科技产业趋势下，市场对企业盈利、现金流和偿债能力等担忧略又增加，但风险仍然相对可控。2022 年底以来，美国货币条件指数和金融状况指数持续回落，而 6 月以来沪深 300 同比持续回落，往后看，沪深 300 或具有上行空间。

- 万得全 A 的股债风险溢价（ERP）回升至三年均值附近，即当前 A 股整体回归至中性水平附近。结构上，创业板指 ERP 处于两年均值正一倍标准差至正两倍标准差之间，即当前 AI 产业趋势尚未明显放缓的背景下，科技板块已经一定程度上超跌，估值安全边际提升，中期配置性价比增强。

- A 股杠杆资金已回吐 2026 年内全部增量资金，融资余额回落至去年年末下方。从结构上看，杠杆资金出清情况仍呈现明显的结构性分化特征，多数行业整体处于去杠杆状态，计算机、电力设备、汽

相关研究报告

中航策略周报：《美国中期选举下大类资产表现》

中航策略周报：《温和修复行情可期》

中航策略周报：《A 股风险偏好迎来修复，科技成长或占优》

中航策略周报：《市场对美联储加息预期定价已较为充分，等待靴子落地》

中航策略周报：《逢低布局，静待修复》

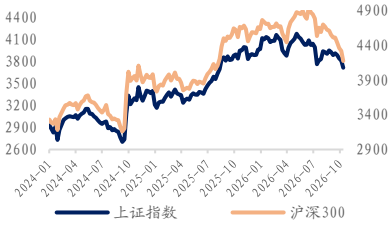
中航策略周报：《九月转向：不确定性峰值已过，积极做多窗口开启》

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

车三个行业较年初回落额最多；少数仍增加的行业中，电子行业融资余额显著高于年初，且增加额显著高于其他行业。

◆ 另一方面，本轮市场调整以来，万得全 A 自 9 月下旬高点回落，规模型 ETF 资金持续净流入，且随着大盘指数调整加深，资金承接力度有所增强。但若相比于此前几轮 A 股底部时的资金承接强度，截至 10 月 15 日，资金承接力度仍有一定差距，目前单位跌幅对应的净申购规模约为今年 7 月水平的一半。关注后续资金承接力度能否持续放大。

市场走势：



投资建议：

◆ 往后看，当前科技板块或处于第二轮去杠杆末期，末期期间市场情绪往往较弱、波动较大。中期看，等待资金出清、市场企稳后，A 股有望迎来更加健康的修复行情；结构上，“新登”、“老登”等多个板块或均存在机会，科技成长风格或相对占优，AI 应用与硬件或有望共同演绎。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场整体下跌，上证指数（-2.56%）、深证成指（-6.64%）、沪深300（-3.40%）、科创50（-6.77%）、创业板指（-8.90%）、中证500（-6.60%）、中证1000（-6.62%），均表现较弱。行业风格上，成长风格表现较弱，下跌 7.85%。分行业来看，申万一级行业中食品饮料、银行表现较强，分别上涨 1.89%、1.52%；通信、电子、电力设备表现较弱，分别下跌 10.87%、8.75%、7.42%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 15761.69 亿元，较上周减少 2293.22 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 20.08 倍，较上周下跌 3.69%。

正文：

十一假期以来，全球科技板块共振下跌，开启了第二轮去杠杆阶段。一方面，中东局势依旧紧张，并存在冲突外溢的风险，国际油价高位震荡。能源成本和 AI 投资的推动下，美国 9 月 CPI 超预期增长。另一方面，近期 OpenAI、ASML、Anthropic 等头部科技公司公布的营收均不及市场预期，引发市场对 AI 产业趋势的担忧，全球科技板块共振下跌，美债收益率有所回落。

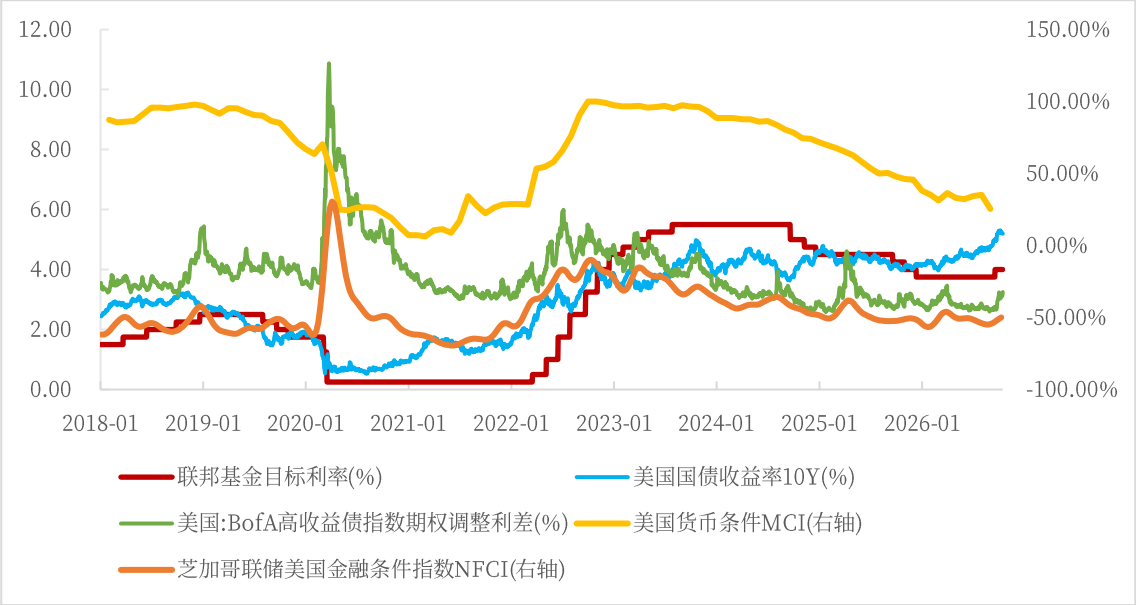
随着美伊冲突引发的连锁反应，中东地区面临冲突外溢风险，欧盟已敦促成员国向其在红海的海军任务增派军舰。同时，俄乌紧张局势持续，全球能源供给紧张加剧。美伊冲突方面，近日，白宫和五角大楼已制定方案，美军可能使用 GBU-43/B 大型空爆炸弹打击伊朗军事目标。这款武器又被称为“炸弹之母”，是美国威力最大的非核武器之一。但当地时间 10 月 15 日，美国总统特朗普表示不会在对伊朗的行动中使用核武器，“炸弹之母”也不是核武器，他不认为会在伊朗部署地面部队。10 月 14 日，美军中央司令部发布，美军 6 日在阿曼湾摧毁了一艘与伊朗有关联的帆船。**胡塞武装施压美国与沙特，**由于担心胡塞武装在沿海地区势力增强可能会进一步破坏全球能源供应，沙特支持的部队于 10 月初重新夺回了曼德海峡周边的关键地区。此后，胡塞武装转而将攻击目标定位到沙特的机场和能源基础设施。欧盟已敦促成员国向其在红海的海军任务增派军舰，以护航更多穿越红海和曼德海峡的商船从而保障全球贸易运输。**俄乌方面，**当地时间 10 月 15 日，乌克兰对俄一家炼油厂发动大规模袭击，引发炼油厂火灾。总统泽连斯基表示，基辅已不打算继续遵守美国总统特朗普宣布、但遭俄罗斯无视的能源停火安排。**10 月 14 日，国际能源署发布月度石油市场报告，受中东和俄罗斯柴油出口持续受阻等因素影响，全球柴油市场供应紧张局面加剧，库存持续下降，柴油供应紧张态势预计将持续至 2027 年。**

9 月美联储加息落地，观测当前美国货币、金融环境情况。我们构建的美国货币条件指数 MCI 上升指向货币环境紧缩，下降指向货币环境宽松。芝加哥联储的美国全国金融状况 NFCI 指数为正值表示金融条件较历史平均水平更趋紧，负值表示金融条件较历史平均水平宽松。

截至 10 月 16 日可得数据，美国货币条件月度数据更新至 8 月，芝加哥联储美国金融条件周度数据更新至 10 月 9 日。**当前美国货币条件回落至近年低位，金融条件短期趋紧但在低位震荡，反映当前市场尚未交易持续加息周期的预期。位于低位的高收益债利差近期略有上行，或显示美国科技产业趋势下，市场对企业盈利、现金流和偿债能力等担忧略又增加，但风险仍然相对可控。**

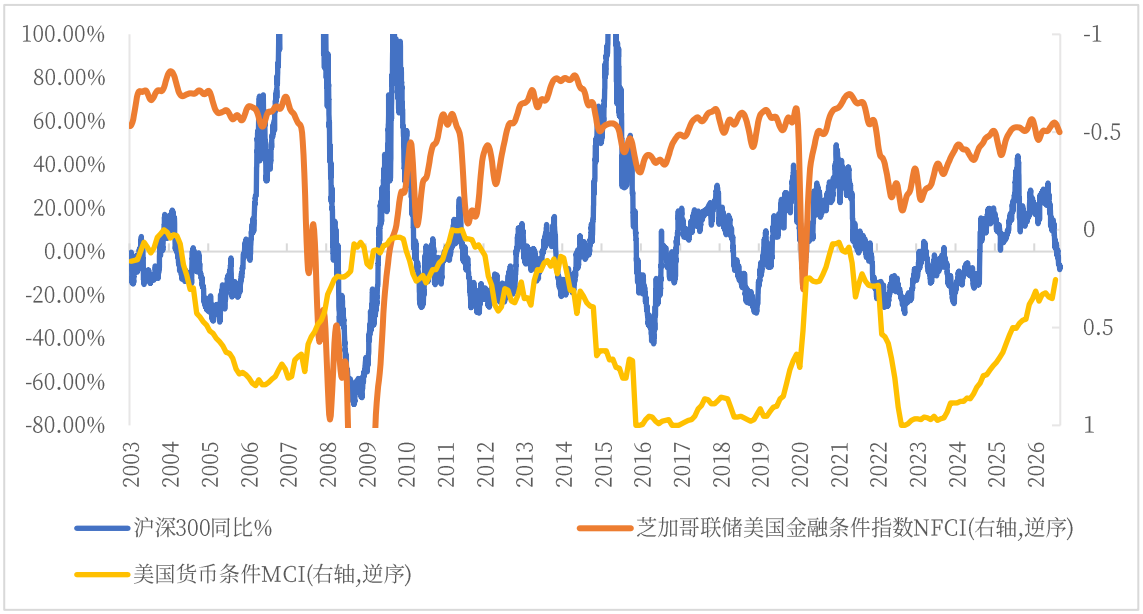
2003 年以来，沪深 300 同比与美国货币条件指数和金融状况指数的宽松周期性较为同步。其中美国货币条件对沪深 300 同比的周期顶部指引效果较好，美国金融状况指数对周期底部指引效果较好。**2022 年底以来，美国货币条件指数和金融状况指数持续回落，而 6 月以来沪深 300 同比持续回落，往后看，沪深 300 或具有上行空间。**

图1 美国金融环境



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 10 月 16 日，各指标均采用最新可得数据）

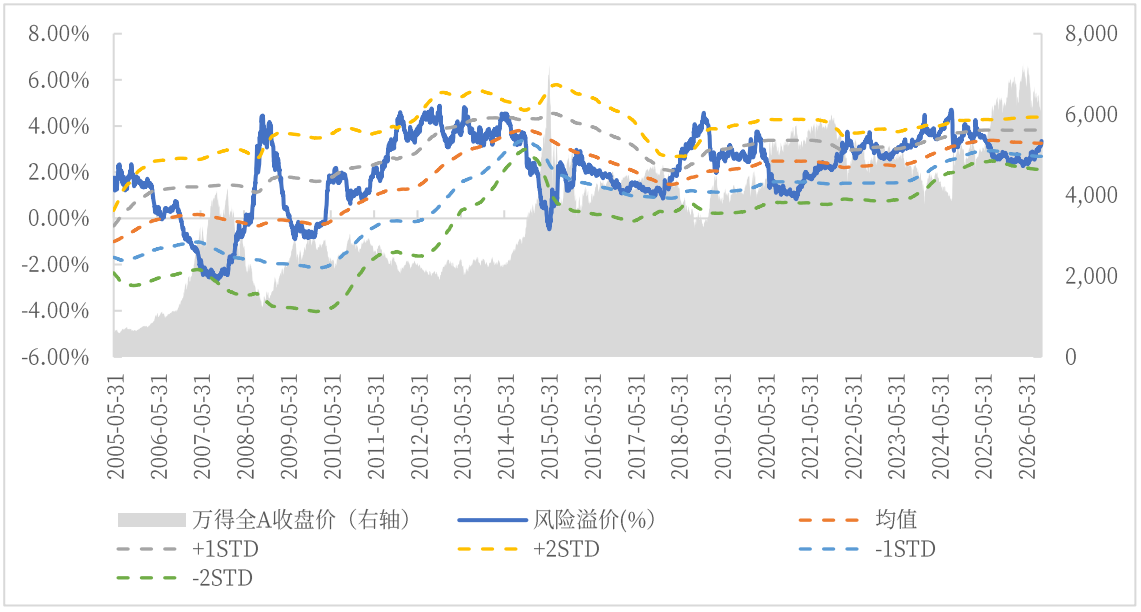
图2 美国金融条件 NFCI、美国货币条件，与沪深 300 同比（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 10 月 16 日，各指标均采用最新可得数据）

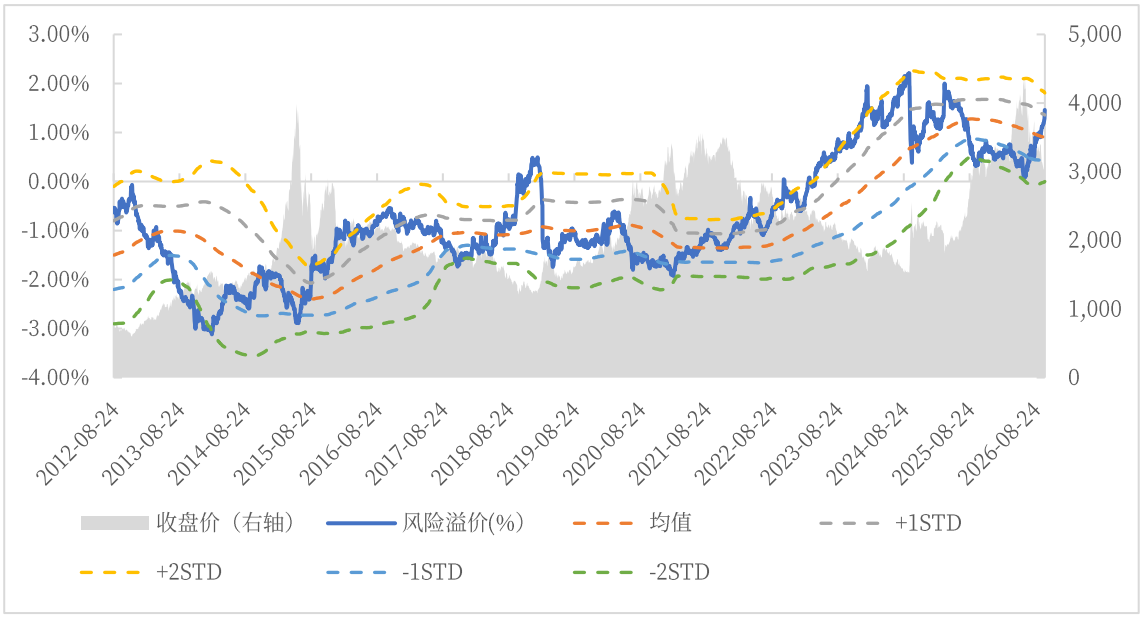
通过宽基指数股债风险溢价（ERP）观察当前市场风险偏好情况。万得全 A 的 ERP 回升至三年均值附近，即当前 A 股整体回归至中性水平附近。结构上，创业板指 ERP 处于两年均值正一倍标准差至正两倍标准差之间，即当前 AI 产业趋势尚未明显放缓的背景下，科技板块已经一定程度上超跌，估值安全边际提升，中期配置性价比增强。

图3 万得全 A ERP（滚动 3 年）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 10 月 15 日）

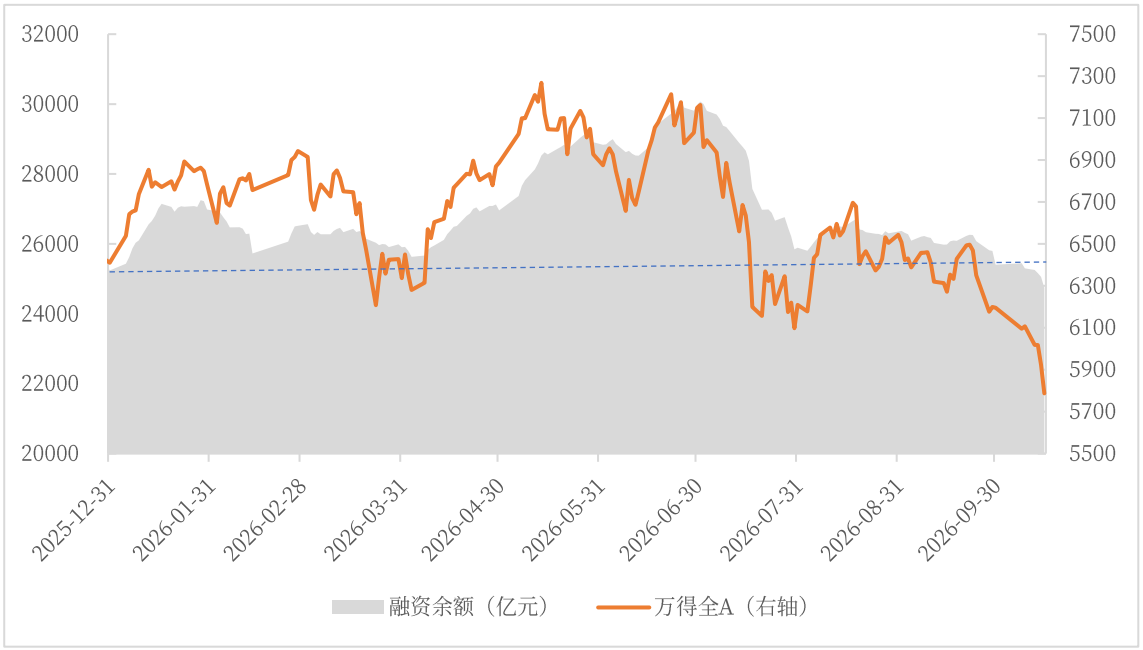
图4 创业板指 ERP（滚动 2 年）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 10 月 15 日）

A 股杠杆资金已回吐 2026 年内全部增量资金，融资余额回落至去年年末下方。结合融资余额与万得全 A 走势看，二者走势大体趋同。本轮随着万得全 A 自 9 月下旬高点持续回落，融资余额亦同步下降，反映前期市场调整过程中杠杆资金有所收缩。截至 2026 年 10 月 15 日，全市场融资余额 24741.96 亿元，较今年 7 月初 30069.91 亿元的高位下降约 17.7%；较 2025 年末的 25241.56 亿元下降 1.98%，或显示年初以来融资余额的增量已被全部回吐。

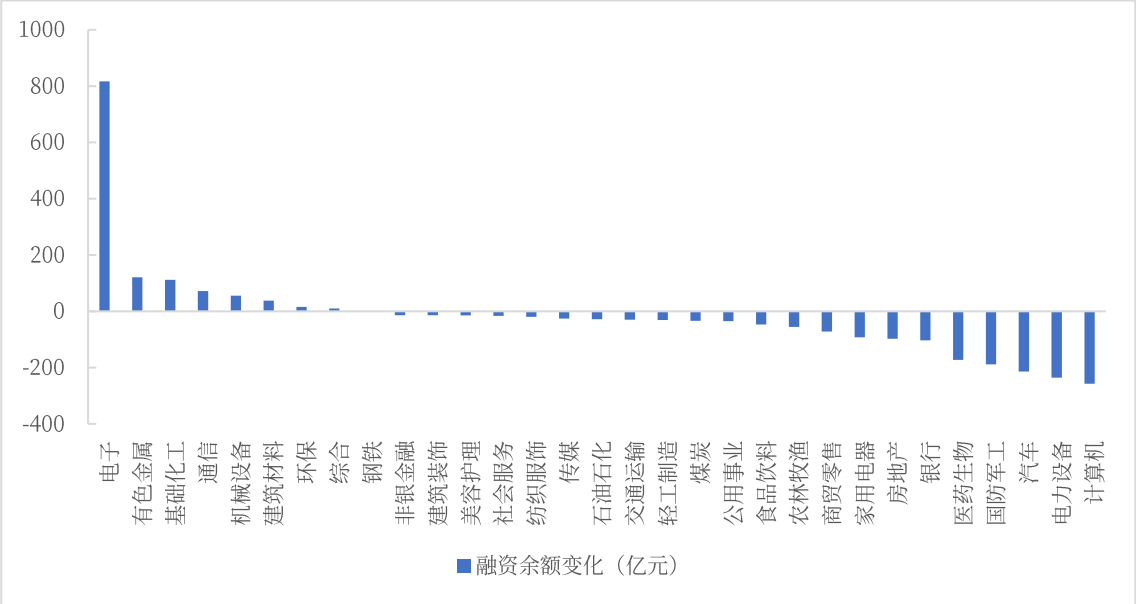
图5 融资余额与万得全 A



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2026 年 10 月 15 日）

从结构上看，杠杆资金出清情况仍呈现明显的结构性分化特征，多数行业整体处于去杠杆状态，计算机、电力设备、汽车三个行业较年初回落额最多；少数仍增加的行业中，电子行业融资余额显著高于年初，且增加额显著高于其他行业。截至 2026 年 10 月 15 日，申万一级行业中仅 8 个行业融资余额较 2025 年末净增加，23 个行业净减少。融资余额增加主要集中于电子、有色金属、基础化工、通信和机械设备，其中电子行业增加 816.7 亿元，占所有融资余额净增加行业合计增量的66%，显著高于其他行业；有色金属、基础化工分别增加 121.0 亿元、111.7 亿元。与此同时，计算机、电力设备、汽车、国防军工和医药生物融资余额降幅居前，分别减少 257.2 亿元、235.5 亿元、214.3 亿元、188.7 亿元和 172.7 亿元。

图6 申万一级行业融资余额较去年年末变化（亿元）

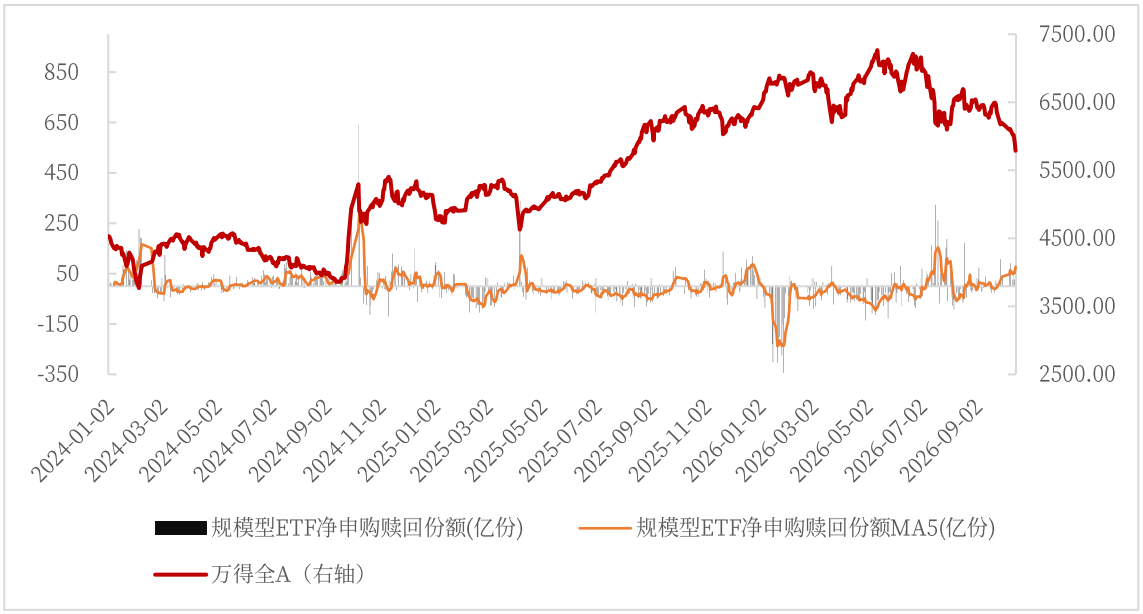


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：融资余额变化为截至 2026 年 10 月 15 日各行业融资余额较 2025 年 12 月 31 日融资余额差值）

另一方面，本轮市场调整以来，万得全 A 自 9 月下旬高点回落，截至 10 月 15 日累计下跌约 10.9%。与此同时，**规模型 ETF 资金持续净流入，**9 月下旬以来累计净申购约 640 亿份，**且随着大盘指数调整加深，资金承接力度有所增强。**

但若相比于此前几轮 A 股底部时的资金承接强度，截至 10 月 15 日，资金承接力度仍有一定差距，目前单位跌幅对应的净申购规模约为今年 7 月水平的一半。关注后续资金承接力度能否持续放大。今年 7 月市场调整阶段，万得全 A 自 7 月初高点回落至月末低位，最大回撤约 14.9%，同期规模型 ETF 累计净申购约 1623 亿份，对应每 1 个百分点指数跌幅约 109 亿份净申购；本轮截至 10 月 15 日，万得全 A 累计回撤约 10.9%，同期 ETF 累计净申购约 640 亿份，对应每 1 个百分点跌幅约 59 亿份，约为 7 月水平的一半。

图7 规模型 ETF 净申购与万得全 A 走势



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2026 年 10 月 15 日）

投资建议：

往后看，当前科技板块或处于第二轮去杠杆末期，末期期间市场情绪往往较弱、波动较大。中期看，等待资金出清、市场企稳后，A 股有望迎来更加健康的修复行情；结构上，“新登”、“老登”等多个板块或均存在机会，科技成长风格或相对占优，AI 应用与硬件或有望共同演绎。

风险提示：

1.国内政策推行不及预期；

2.地缘政治事件超预期；

3.海外流动性超预期收紧。

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹，18611188969，chenyd@avicsec.com，S0640125020003
李裕淇，18674857775，liyuq@avicsec.com，S0640119010012
李友琳，18665808487，liyoul@avicsec.com，S0640521050001
李若熙，17611619787，lirx@avicsec.com，S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示：投资者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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。**本报告仅供中航证券客户使用，未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任，包括但不限于立即停止未经授权的转载行为，通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。**

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558
传　真：010-59562637