国网英大集团
STATE GRID YINGDA GROUP
英大证券有限责任公司
YINGDA SECURITIES CO., LTD.

2026年四季度A股市场投资策略报告

市场或震荡反复，结构性机会为主，科技股反弹机会，防御方向逢低配置

报告日期：2026年10月29日

风险因素

1. 地缘政治不确定性
2. 全球能源供应链风险
3. 内需偏弱
4. 海外流动性收紧
5. 海外“滞胀”压力超预期
6. 全球总需求萎缩风险
7. AI 模型研发及应用进展不及预期

相关报告

科技股波动加大，市场或震荡反复，风格有望均衡轮动，侧重安全及性价比（2026.7.23）

A 股震荡向上或是主基调，布局优先考虑安全和盈利（2026.4.21）

市场中枢抬升，波动可能加大，风格趋向均衡，紧跟政策指引与业绩主线（2026.1.23）

上涨行情或未结束，但波动率或加大，风格或趋向均衡（2025.10.10）

震荡向上或为主，结构性机会丰富（2025.7.18）

短期波动不改慢牛格局，逢低布局三条主线（2025.4.21）

指数震荡慢牛，结构性机会占优，流动性驱动或向业绩驱动切换（2025.1.7）

普涨后“持优汰劣”，这轮牛市有多长？关注基本面改善力度（2024.10.8）

筑底回升，科创为先，弹性占优，结构为主（2024.1.2）

否极泰来（2023.1.16）

策略研究员：惠祥凤

执业编号：S0990513100001

电　　话：0755-83007028

邮箱：huixf@ydzq.sgcc.com.cn

报告概要：

➢ **2026年前三季度市场回顾：**沪指下跌3.19%，深证成指下跌4.71%，沪深300指数下跌5.88%，创业板指数下跌2.12%，科创50指数上涨13.82%。行业板块涨少跌多，申万一级行业中，电子涨幅25.47%居首，通信涨幅23.74%位居第二，煤炭涨幅20.99%位居第三，石油石化、公用事业、银行等板块涨幅为正。商贸零售以-27.48%跌幅居首，钢铁、计算机、传媒等板块表现不佳。个股涨少跌多，**中位数是下跌12.13%**。

➢ **2026年四季度市场运行逻辑：宏观经济方面**，地缘局势不稳，引发投资者对**全球经济可能陷入滞胀的担忧**。稳中求进是中国经济的底色；**货币政策方面**，预计**海外流动性收紧**，国内货币环境依旧宽松，**或现“总量+结构”双轮驱动特征，**后期需关注国际油价走势对通胀及各国央行货币政策的影响；**估值方面**，三季度市场调整后，当前估值回落至**合理区间**，继续下行空间有限；**股票需求方面（资金供给）**：预计短期内**个人资金入市变化不大，公私募**新发规模有望**继续增加，中长期资金**或在市场波动时发挥**“稳定器”作用**，外资流入或受美联储政策的扰动，**回购资金**有望**延续良好的态势，类“平准基金”**在市场大幅波动时起到**维稳作用**，结构性货币政策工具依旧支持资本市场。**股票供给方面：预计IPO融资平稳略增**、再融资规模压力依然较大、**减持力度可能会减弱**，退市公司数量尚需增加。预计四季度A股的资金供给增加空间不大与股票供给有望小幅增加情况下，**资金供给与股票供给的关系将紧平衡，增量资金势能偏弱。**

➢ **2026年四季度市场展望：**（一）大势研判。市场在经历三季度调整后，估值和情绪已明显降温，下行空间相对有限；但受海外流动性收紧、内需偏弱制约，短期缺乏大级别上行动能。**四季度行情更可能以震荡反复、结构性轮动的方式展开**。配置上宜保持均衡，**同时逢低博弈科技股的反弹机会（聚焦三季报景气兑现方向）及逢低配置防御方向。**只有基本面过硬的个股才能在震荡中站稳脚跟，而纯题材炒作（缺乏业绩兑现且估值偏高）的品种则大概率被资金边缘化。（二）行业配置。**1.红利股**：有择低配置价值，如电力、银行、公用事业、煤炭等。**2.医药**：有防御价值。**3.资源品**：地缘局势不稳，战略资源值得重视，逢低关注。**4.券商**：估值低位，逢低择机关注头部券商。**5.电网设备**：逢低关注出口景气度高的标的。**6.房地产及消费**：不宜过分悲观。**7.半导体、电子、通信及机器人行业等科技股**：三季度大幅回调后，四季度内部可能出现分化，具备业绩亮点或增长预期的个股，**在回调结束后，仍可逢低关注（博弈反弹机会）**。**8.新能源**：逢低关注出海占比高的标的。（三）主题投资。**1. AI产业链**：关注回调结束后的“算力-应用-端侧”的反弹机会（业绩确定性强的标的）。**2.稀土**：对供给有较强调控能力。**3.军工**：政策支持、事件时有驱动、军民融合。**4.工业母机**：代表了一国高精尖制造业基础。**5.低空经济**：政策驱动，市场广阔。**6.数字经济**：数字时代的机会。**7.商业航天**：聚焦卫星互联网建设及火箭发射、制造产业链。**上述主题，经过三季度的波动消化后**，具备业绩亮点或增长预期的个股，四季度仍可逢低关注。**操作上，我们建议倾向谨慎保守，以上投资机会尽量低吸为主，业绩及性价比**仍是资金配置的重要考量，重点挖掘结构性机会。如果投资者挑选个股有难度，可择低择机关注相应板块的ETF。整体上，对于估值过高、纯粹概念炒作的股票，建议规避。**对于估值合理、业绩确定性强的优质标的，回调后仍可择机逢低布局。**

目录

一、2026 年前三季度市场回顾 4
（一）指数表现 4
（二）行业表现 4
（三）个股表现 5
二、2026 年四季度市场运行逻辑 5
（一）影响 A 股的重要外部变量 6
1、宏观经济 7
（1）重要数据表现 7
（2）三驾马车分析 9
2、货币政策 11
（1）存款准备金率 11
（2）M1、M2 增速 12
（3）社会融资规模 13
（4）外汇占款 14
（5）利率指标 15
（二）市场估值 16
1、纵横比较 16
（1）纵向比较 17
（2）横向比较 17
2、流动性及企业盈利 17
（三）A 股的供求关系 19
1、股票市场需求的主要决定因素 19
（1）个人资金 19
（2）公私募基金 23
（3）长期资金 24
（4）理财资金 28
（5）境外资金 29
（6）回购资金 29
（7）平准基金 30
（8）结构性货币政策工具 31
2、股票市场供给的主要决定因素 32
（1）IPO 32
（2）再融资（增发、可转债） 33
（3）解禁、增减持 35
（4）退市 38
三、2026 年四季度市场展望 40
（一）大势研判 40
（二）行业配置 43
1、高股息率股 44
2、医药生物 45
3、资源品 45
4、证券 45
5、电网设备 46

6、房地产 46
7、内需消费 46
8、半导体 47
9、机器人行业 47
10、计算机 48
11、电子 48
12、通信 49
13、新能源 49
（三）主题投资 50
1、AI 产业链 50
2、稀土 50
3、军工 51
4、工业母机 51
5、低空经济 52
6、数字经济 53
7、商业航天 53

图表目录

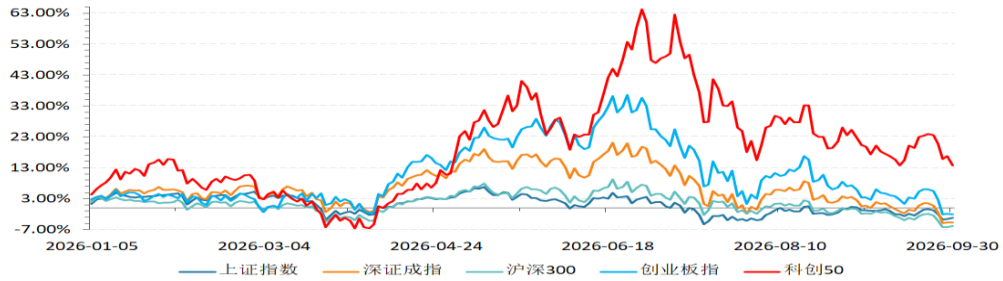
图 1：2026 年前三季度主要指数表现 4
图 2：2026 年前三季度申万行业类表现（%） 4
图 3：2026 年四季度市场运行逻辑 6
图 4：上证指数与 GDP 增速走势 10
图 5：CPI、PPI 同比、环比（月） 11
图 6：PMI 和财新 PMI（月） 11
图 7：固定资产投资完成额：累计同比（%） 11
图 8：消费品零售总额：当月同比（%） 11
图 9：存款准备金率（%） 13
图 10：货币供应量 M1 和 M2 增速 13
图 11：社会融资规模（亿） 15
图 12：外汇占款（亿） 15
图 13：银行间同业拆借利率（%） 16
图 14：1 年和 10 年期国债收益率（%） 16
图 15：上证指数市盈率比较 17
图 16：工业企业盈利表现（%） 19
图 17：证券公司客户交易结算资金余额 22
图 18：上证指数及市场融资余额 22
图 19：商品房销售同比走势 23
图 20：陆股通资金（亿元） 29
图 21：外资持有股票（亿元） 29
图 22：IPO 募资规模和上证综指走势 33
图 23：增发实际募集资金和沪综指走势 35
图 24：限售股解禁阶段统计（万元） 35
图 25：重要股东二级市场增减持 38

一、2026年前三季度市场回顾

（一）指数表现

2026 年前三季度，上证综指下跌 3.19%，深证成指下跌 4.71%，沪深 300 指数下跌 5.88%，创业板指数下跌 2.12%，科创 50 指数上涨 13.82%。

图 1：2026 年前三季度主要指数表现

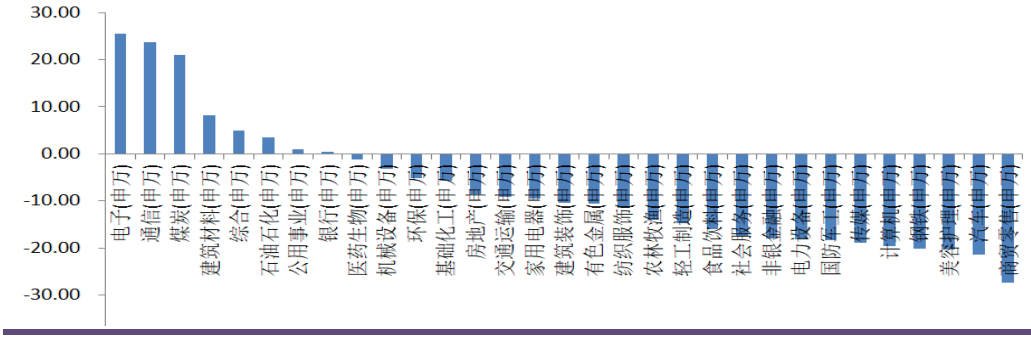


数据来源： WIND，英大证券研究所整理。数据统计日期为 2026.1.1-9.30

（二）行业表现

2026 年前三季度，行业板块涨少跌多，申万一级行业中，**电子涨幅 25.47%居首，通信涨幅 23.74%位居第二，煤炭涨幅 20.99%位居第三，**建筑材料、综合、石油石化、公用事业、银行板块涨幅为正。下跌方面，**商贸零售以-27.48%跌幅居首，汽车以-21.37%跌幅倒数第二，美容护理以-20.30%跌幅倒数第三，**钢铁、计算机、传媒、国防军工、电力设备、非银金融、社会服务、食品饮料等板块也表现不佳。

图 2：2026 年前三季度申万行业类表现（%）



数据来源： iFinD，英大证券研究所整理。 数据统计日期为 2026.1.1-9.30

（三）个股表现

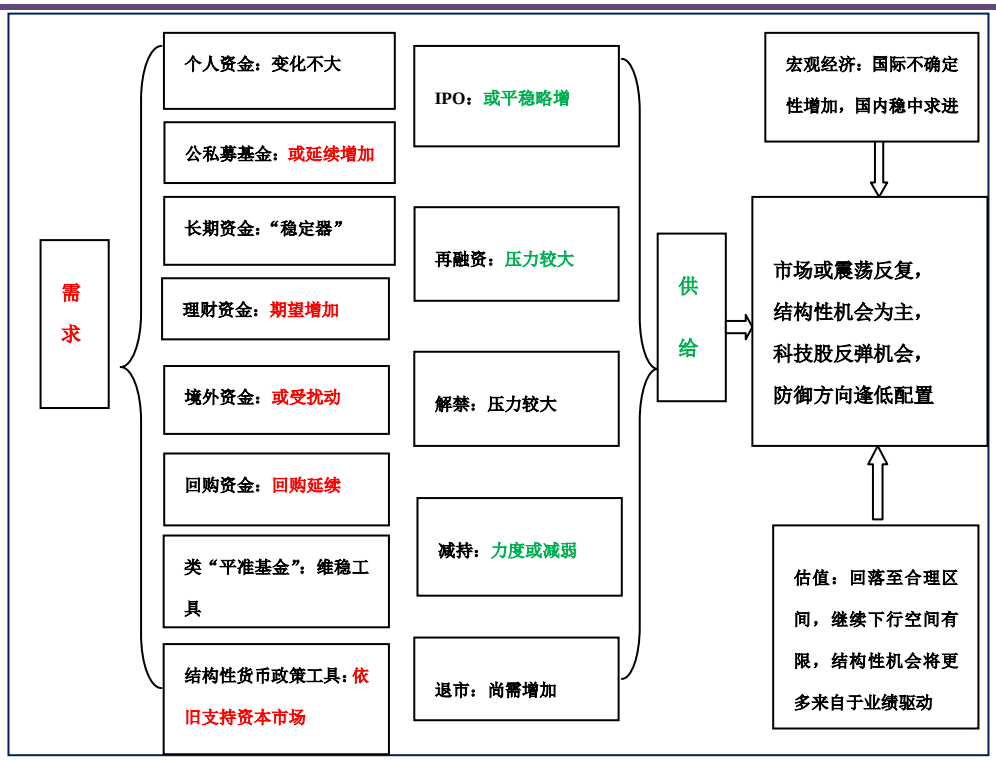
2026 年前三季度，个股涨少跌多。根据 iFinD 的数据，**全部 5572 只 A 股，1728 家上涨，上涨家数占比约 31.01%。**其中，501 只个股涨幅超 50%，470 只个股涨幅在 50-20%之间，**3843 家下跌，**972 只个股跌幅超 30%，**中位数是下跌 12.13%。**

二、2026年四季度市场运行逻辑

展望2026年四季度，**宏观经济方面**，地缘局势不稳让全球经济充满挑战与不确定性，引发投资者对全球经济可能陷入滞胀的担忧。**国内方面，**“十五五”规划逐步落地实施，政策红利的逐步释放有望为实体经济与资本市场带来支撑。大国 “角力”长期存在，且国内人口老龄化加深等结构性挑战依然存在。整体上，稳中求进是中国经济的底色。**货币政策方面，预计海外流动性收紧，**为全球资本市场带来波动压力，也对A股形成外部压制。**后期需关注国际油价走势对通胀及各国央行货币政策的影响**。**国内方面，**中国通胀压力相对较小，**货币政策有独立空间，预计货币环境依旧宽松，**宽松的路径可能包括进一步的**降息降准**，也可能是结构性货币政策工具的扩张等，**或现“总量+结构”双轮驱动特征**。不过，**目前信贷增长已由供给约束转化为需求约束，关键还是看需求端**；**估值方面，**2024年9月至2025年A股表现主要为估值修复，2026年上半年上涨更多是流动性驱动，不过，**2026年三季度沪深三大指数出现调整后，当前估值状态已较为充分消化了地缘冲突、油价高企、美联储加息等悲观预期，估值回落至合理区间，继续下行空间有限，**大概率是**“震荡反复、结构机会”。**四季度关注财政货币协同及企业盈利改善情况；**供求关系方面**。**股票市场需求**（资金供给端）主要受以下几个方面因素的影响，**一是个人投资者资金，受行情影响较大，如果是震荡行情，个人资金入市增量短期大概率变化不大**。中长期看，低利率环境下，存款有望从银行逐步搬家到股市，居民有望加大权益类资产配置；**二是公私募资金，**若四季度降准降息落地，风险偏好提升将进一步助推发行放量。不过，部分热门赛道估值仍处于高位，若四季度市场呈现震荡格局，可能抑制新发基金热情，甚至引发赎回压力；**三是长期资金，**政策将继续推动中长期资金积极入市，未来基金、社保、险资、养老金、理财资金等长线资金仍是**维护市场平稳健康运行的“稳定器”，如果市场出现向下波动，险资等中长期资金或将抄底权益类资产，成为增量资金的重要来源之一**；**四是理财资金，**建议可适度增加权益类产品布局；**五是境外资金，**在地缘局势反复的背景下，中国形成了独特的安全优势，有望吸引境外机构增持人民币资产。不过，**若美联储货币政策的鹰派姿态强于预期，则将对外资流入形成干扰；六是股票回购资金，有望延续良好的回购态势，**上市公司的回购与分红有望成为新的增量资金来源；**七是类“平准基金”。**若市场出现大幅波动，**类“平准基金”大概率会出手维稳；八是结构性货币政策工具**依旧支持资本市场，**增强资本市场内在稳定性**。**股票市场供给**主要由IPO、增发配股、限售股解禁及退市等决定。**新股发行方面，**三季度末，从进入注册制发行上市系统排队的项目的**数据上看，2026年四季度融资压力仍**

比较大。再融资方面，再融资规模压力依然较大，政策或将引导资金更多流向科技创新领域。**解禁压力较大，**2026年前三季度重要股东二级市场净减持了约3315亿元。说明市场回暖后，减持规模加大。四季度减持力度还要看市场走势，如果A股震荡或向下波动，减持力度可能会减弱。**预计2026年四季度A股震荡的概率较大，预计减持规模较前三季度减少，减持力度可能会减弱；退市方面，**目前退市数量偏低，退市公司数量尚需增加，**注意公司退市风险，不要盲目炒作垃圾股。**展望2026年四季度，在资金供给端，预计增加空间不大。在股票供给端，IPO和再融资或将实现进一步的增长。因此，**预计A股的资金供给增加空间不大与股票供给有望小幅增加的背景下，资金供给与股票供给的关系将紧平衡，增量资金势能偏弱。**综合以上宏观经济、货币政策、估值及需求供给分析，市场在经历三季度调整后，估值和情绪已明显降温，下行空间相对有限；但受海外流动性收紧、内需偏弱制约，短期缺乏大级别上行动能。四季度行情更可能以震荡反复、结构性轮动的方式展开。配置上宜保持均衡，**回调后，可博弈科技股的反弹机会（景气兑现方向）与逢低配置防御方向。**只有基本面过硬的个股才能在震荡中站稳脚跟，而纯题材炒作（缺乏业绩兑现且估值偏高）的品种则大概率被资金边缘化。

图 3：2026 年四季度市场运行逻辑



数据来源：英大证券研究所整理。

（一）影响 A 股的重要外部变量

A股的走势受**宏观经济、货币政策**等多方面的影响。宏观经济良好，企业盈利增加，将

会吸引投资者资金进一步进入股票市场，从而增加对股票的需求，反之亦然。由于过去中国股市不太成熟，虽然上证指数的走势经常和GDP的走势相背离，但随着价值投资理念的逐步深入，**随着股票市值占GDP的比重越来越大**，从中长期角度看，后者还是前者运行的基础，**中国股市逐步走向成熟，未来股市将会逐步成为经济的晴雨表**。另一个影响A股走势的重要外部因素是货币政策，货币政策倾向宽松时，市场资金比较宽裕，有利于股票的上涨，反之亦然。

1、宏观经济

（1）重要数据表现

GDP数据。2020年国内生产总值101.6万亿元，**同比增长2.3%**，这是历史上我国GDP**首次突破100万亿元大关**。2026年的《政府工作报告》延续稳中求进工作总基调，将2026年GDP增长目标调整至4.5%—5%，财政政策继续“更加积极”，但实际安排呈现积极且克制的特征，货币政策继续“适度宽松”，核心在于“灵活高效”，预计发展新质生产力、推动经济高质量发展是全年政策的重点。初步核算，**2026年一季度国内生产总值334193亿元，按不变价格计算，同比增长5.0%，国民经济实现良好开局。二季度GDP同比增长4.3%，较一季度回落0.7个百分点。上半年累计增速4.7%。**上半年，新动能（高技术制造、出口）贡献突出，但内需（消费、投资、房地产）持续偏弱，“K型”分化明显。**三季度实际GDP同比增长4.5%，单看总量，这是一份“企稳”的数据；但拆开结构，增长的边际拉动多数自出口及其带动的工业生产，而投资和房地产的收缩幅度在同步加深。政策方面，经济回升基础尚需进一步加力巩固，9月28日重要会议释放“加大逆周期调节、存量增量并举、完成全年目标”的信号，部署加快债券发行使用、推动重大工程尽早开工、加力实施扩投资促消费贴息政策，并推出用好地方政府债务结存限额、增加科技创新和技术改造及支农支小再贷款额度、研究出台稳定房地产市场和促进就业增收等增量举措。随后，居民购房贷款贴息政策、5500亿地方政府债务结存限额、“六张网”纳入扩大抵押补充贷款（PSL）支持领域、科技创新和技术改造再贷款“加量+提比例”等一系列财政、货币增量政策相继落地**（信息及数据来源：证券时报）**。预计政策效果在四季度显现。需求内生动能偏弱，后续政策落实节奏与实物工作量转化进度，才是决定全年收官成色的关键。预计全年完成政府工作报告设定的4.5%－5%目标难度不大。后续可重点跟踪三个方面：一是增量政策力度。二是国际地缘局势变化。三是全球AI产业进展。**（数据来源：wind）

PMI数据。2026年1月和2月，制造业采购经理指数（PMI）受春节因素影响，经历了季节性回落。1月PMI为49.3%，2月进一步降至49.0%，连续两个月处于收缩区间。随着假期结束、气温回升和全面复工复产，制造业运行回归正常轨道。2月末至3月初，美伊冲突突然升级，**作为全球能源咽喉的霍尔木兹海峡运输受阻，引发原油和化工品价格大幅上涨，2026**

年3月制造业PMI为50.5%，重回扩张区间。2026年4月，制造业PMI为50.3%，2026年5月，制造业PMI为50.0%，较4月下降0.3个百分点，恰好落在荣枯线上。6月制造业PMI为50.3%，比上月上升0.3个百分点，重返扩张区间。7月制造业PMI为49.2%，较上月下降1.1个百分点，重回收缩区间。这主要受前期基数较高及传统生产淡季等因素影响。8月制造业PMI回升至49.8%，较上月上升0.6个百分点，呈现边际修复特征。9月制造业PMI回升至50.1%，重返扩张区间，非制造业与综合PMI同步回升，财新PMI亦升至52.1%创近五月新高。展望四季度，预计超长期特别国债与专项债资金加速形成实物工作量，新型政策性金融工具效果显现，基建投资有望获得支撑。高技术制造与AI产业链动能延续，但需求端修复速度仍是重要变量。（数据来源：wind）

CPI/PPI数据。CPI方面，2023年全年物价持续低位运行，2024年继续低位运行。2025年CPI同比上涨0.00%。2026年1-2月，CPI呈现出显著的春节错月效应主导的“V型”走势，1月同比上涨0.2%、环比上涨0.2%；2月同比大幅回升至1.3%、环比上涨1.0%，2026年3月CPI同比上涨1.0%，4月CPI同比上涨1.2%，5月CPI同比上涨1.2%，4月CPI环比上涨0.3%，5月CPI环比下跌0.1%，节后需求退潮、油价环比转跌，回归季节性偏弱区间。6月CPI同比上涨1.0%，较上月回落0.2个百分点，6月CPI环比下降0.3%。6月CPI同比回落、环比走弱，国际金价和油价回落，输入性涨价动能明显减弱。7月CPI同比上涨0.5%，较6月的1.0%回落0.5个百分点。8月CPI同比回升至0.8%，环比由降转涨至0.4%，9月CPI同比上涨0.9%，环比0.2%。整体仍处于温和上涨区间。9月同比回升主要靠汽油和AI相关电子产品拉动，食品及服务价格走弱，内需定价部分修复缓慢。2026年以来，物价延续温和回升态势，而非强复苏特征。2026年的《政府工作报告》将居民消费价格涨幅目标设定为“2%左右”。近年物价水平偏低，这一增速目标也具有比以往更加重要的意义。展望2026年四季度，CPI有望维持温和修复，但上行斜率受居民消费修复节奏制约。四季度重点关注居民内需、地产链、猪周期修复节奏等。预计上涨动能有限。全年物价环境为稳增长政策预留充足空间。（数据来源：wind）

PPI方面，2022年PPI同比整体呈现回落的态势，2023年4月PPI通缩加大，2023年6月份PPI同比下降5.4%，创2015年12月来最大降幅。2025年5月PPI同比下降3.3%，环比下降0.4%，延续了自2023年以来的负增长趋势。显示出工业领域价格承压仍在加大。2025年11月，PPI同比下降2.2%，环比上涨0.1%。2025年12月PPI同比下降 1.9%，降幅较上月收窄0.3个百分点，PPI环比上涨0.2%，连续3个月上涨，且涨幅扩大。2025年12月PPI同比降幅收窄、环比持续上涨，传递出积极信号。2026年1月，PPI同比下降1.4%，降幅收窄0.5个百分点，环比上涨0.4%，涨幅比上月扩大0.2个百分点；2026年2月，同比下降0.9%，降幅继续收窄0.5个百分点，已连续3个月降幅收窄，PPI环比上涨0.4%，涨幅与上月相同；2026年3月PPI同比由上月下降0.9%转为上涨0.5%（实现41个月以来首次转正），2026年4月 PPI同比上涨2.8%，2026年5月PPI同比上涨3.9%，同比大幅抬升。6月PPI同比上涨4.1%，较上月扩大0.2个百分点，创年内新高。6月PPI环比下降0.3%，在连续8个月上涨后首次转负。同比上涨的主要支

撑仍是能源和有色行业，环比下降主要原因是国际油价回落。7月PPI同比上涨3.5%，8月PPI同比涨幅扩大至3.8%，环比由上月下降0.7%转为上涨0.4%，价格端呈现企稳回升态势。能源价格的方向性反转是8月PPI环比转正的首要驱动。8月美伊冲突升级，国际能源价格再次上涨。9月PPI同比升至5.0%，创近四年新高。煤炭、石油、有色金属等上游行业是推动PPI上行的主力。本质上，PPI冲高更多是输入性成本推动而非内生需求扩张，CPI则受制于终端消费偏弱，涨价向中下游传导不畅。PPI偏强或制约短期内降息空间，但核心CPI低位意味着物价尚不构成政策转向的触发条件。展望2026年四季度，PPI同比有望延续回升趋势，但后续需重点关注三方面：一是美伊局势及国际油价中枢变化对输入性通胀的持续性影响；二是国内投资落地与需求修复节奏，尤其是房地产市场的调整进展；三是企业顺价能力及终端承接情况，以判断本轮价格回升能否从上游向中下游有效传导。（数据来源：wind）

（2）三驾马车分析

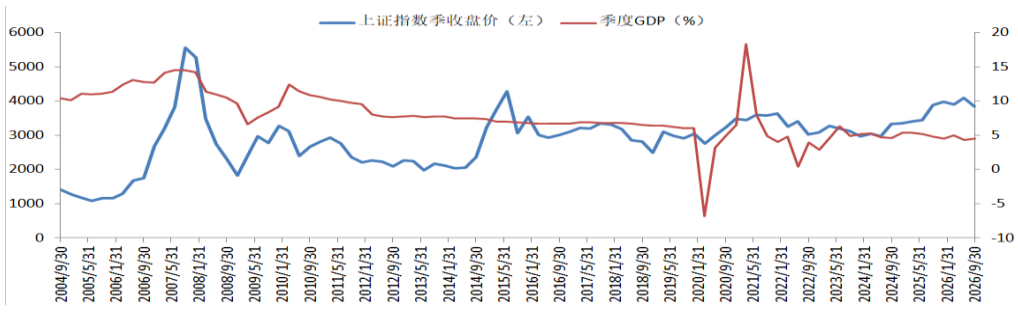
投资方面，2023年，全国固定资产投资增长3.0%。2024年，全国固定资产投资增长3.2%。**2025年，**全国固定资产投资**同比下降下降3.8%。2026年1-2月**，全国固定资产投资（不含农户）52721亿元，**同比增长1.8%**，实现由降转增。分领域看，基础设施投资同比增长11.4%，制造业投资增长3.1%，房地产开发投资下降11.1%。2026年1—3月，全国固定资产投资（不含农户）102708亿元，同比增长1.7%。分领域看，基础设施投资同比增长8.9%，制造业投资增长4.1%，房地产开发投资下降11.2%。从上面数据分析，基建投资在政策靠前发力与“十五五”项目启动的双重加持下，成稳投资重要支撑；制造业投资在设备更新政策和新质生产力驱动下温和回升；房地产投资仍在磨底。2026年1—6月全国固定资产投资（不含农户）为226370亿元，同比下降5.7%。继一季度固投同比增速止跌回正后，4月以来再次滑入负增长区间。分领域看，基础设施投资同比下降2.4%，制造业投资下降1.2%，房地产开发投资下降18%。房地产是总量最大拖累。三大投资领域全线转负，二季度投资需求明显转弱。2026年1—9月全国固定资产投资（不含农户）为334115亿元，同比下降7.2%，投资端仍明显承压。分领域看，基础设施投资同比下降6.08%；制造业投资下降2.1%，降幅相对较小，体现一定韧性；房地产开发投资下降20.60%，是最大拖累项，继续拖累上下游产业链。结构上，投资并非全面收缩，而是“旧动能退潮、新动能蓄势”。房地产深度调整能否短期逆转尚需观察，传统基建边际拉动递减；相对而言，高技术制造、设备更新、新型基础设施更具支撑。展望2026年四季度，政策需加力提效，短期投资增速或仍低位运行，但结构优化比总量增速更值得关注，房地产企稳和民间信心修复是扭转投资颓势的关键。（数据来源：wind）

消费方面，2024年1-12月份，社会消费品零售总额同比增长3.5%，消费表现偏弱。2025年1-12月份，社会消费品零售总额501202亿元，累计同比增长3.7%。整体上看，全年3.7%的增速是在全球经济不确定性增大的背景下取得的。2026年1—3月，社会消费品零售总额同比增长2.4%。3月单月，同比增长1.7%。说明消费复苏基础尚不稳固。2026年1—5月社会

消费品零售同比增长1.4%，5月单月，同比下降0.6%，较4月增速（+0.2%）由正转负，家电、家具等补贴相关品类出现下滑。2026年1—6月社会消费品零售同比增长1.3%，6月单月，同比增长1.0%，较5月的-0.6%回升1.6个百分点，消费回暖信号初步显现。**2026年1—9月社会消费品零售同比增长1.1%，9月单月，同比增长1.1%，汽车零售额同比下滑是拖累项，乡村消费增速高于城镇，结构优化仍在延续。当前消费呈现“总量低位、局部有韧性”格局，展望2026年四季度，消费的修复节奏取决于以旧换新资金落地效率及居民收入预期改善。我们认为，消费受居民对于未来收入与经济预期的影响，若居民预期改善，则消费有望随之好转。在居民资产端仍有拖累的背景下，当前企业、居民部门的杠杆率均处于历史高位区域。鉴于居民可支配收入增长有限、房地产负担仍重、高负债对居民消费的挤压效应等因素影响，我们期待消费能够出现超预期的惊喜，是否能够出现尚需观察（提升消费的关键是先提升收入）。后续关键在于：居民收入预期的改善、以旧换新政策的接续安排，以及服务消费场景的持续创新。**（数据来源：wind）

出口方面，**2026年1-2月，我国外贸迎来“开门红”，按美元计价，1-2月出口同比增长21.8%，这一强劲表现，为全年外贸奠定了良好基础。**2026年1—3月，以美元计价，出口同比增长14.7%，去年同期基数偏高压低今年3月的同比增速。**2026年开局的外贸数据展现出强大的韧性，机电产品和汽车出口的高增长印证了“新质生产力”的培育成效。**2026年1—5月，以美元计价，出口同比增长15.5%，5月单月同比增长19.4%，较4月的14%进一步加速。整体上看，总量强劲，高新产业走强，动能高度集中在AI基础设施领域，如计算机及零部件、集成电路，此外，霍尔木兹海峡困局推高全球能源价格，带动新能源、储能与电动汽车出口需求增加。**不过，传统品类承压。**2026年1—6月，以美元计价，出口累计同比增长17.5%，6月单月出口同比+27%，在外需强劲的驱动下，外贸成为上半年宏观经济的核心支撑。AI产业链是核心驱动力。**2026年1—9月出口累计同比增长21.3%，9月单月增速进一步升至36.30%，连续四个月保持20%以上高位。集成电路、AI硬件链出口是重要驱动力。展望2026年四季度，基数抬升、AI资本开支节奏及汇率约束或使增速温和回落，但全年出口维持较高增长的基础仍在。综合来看，相较于之前讨论的固定资产投资和社会消费，出口仍是当前中国宏观经济的“三驾马车”中表现最稳定、韧性最强的一环。**（数据来源：wind）

图 4：上证指数与 GDP 增速走势



数据来源： WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2026.9.30

图 5：CPI、PPI 同比、环比（月）

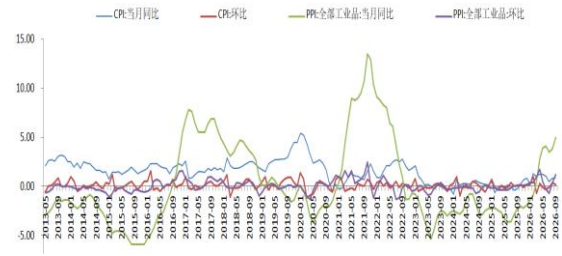
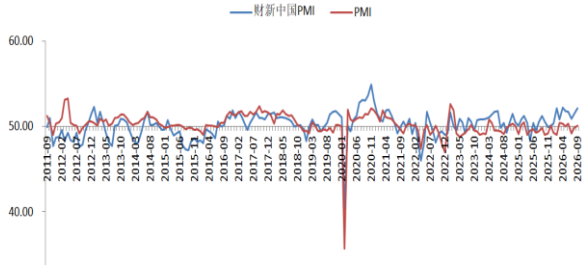


图 6：PMI 和财新 PMI（月）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2026.9.30

图 7：固定资产投资完成额：累计同比（%）

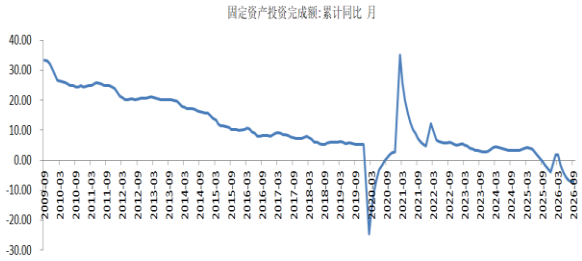


图 8：消费品零售总额：当月同比（%）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2026.9.30

2、货币政策

金融市场的流动性是股票市场交易活性的重要影响因素之一，股票市场的上涨与货币增速关联度较高。**展望2026年四季度，货币政策大概率延续“适度宽松”基调，但政策重心或更侧重“逆周期加力”，降准降息窗口临近。首先，总量宽松预期升温。9月19日中国央行三季度例更加强调“加大逆周期调节力度”，并延续“综合运用并适时调整货币政策工具”。四季度是或是落地窗口。另外，结构性工具与财政或协同发力。最后，汇率与短端调控并重。总体看，四季度货币政策或呈现“总量+结构”双轮驱动特征，宽松方向明确，但节奏仍相机抉择。我们认为，货币量能不能真的扩大，还要看需求侧的企业和居民是否愿意贷款。货币政策主导私人部门的融资成本，财政则可以对冲私人部门信用收缩的趋势。我们认为政策大幅宽松的空间有限。**

（1）存款准备金率

2024年9月27日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备

金率的金融机构）。本次下调后，**金融机构加权平均存款准备金率约为6.6%，**向金融市场提供长期流动性约1万亿元。**2025年5月15日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点**（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），下调汽车金融公司和金融租赁公司存款准备金率5个百分点。 降低存款准备金率0.5个百分点，预计将向市场提供长期流动性约1万亿元。汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率从原来的5%调降为0%，将增强这两类机构面向特定领域的信贷供给能力。之后，2025年8月、10月，央行分别加量续作MLF及加大买断式逆回购操作，以维持市场流动性合理充裕。**从2026年前三季度央行动作看，未实施全面降准降息，通过结构性降息、大规模MLF投放替代降准、总量工具保持定力。宽松方向未变，但节奏上更加稳健，更注重“精准滴灌”而非“大水漫灌”。展望2026年四季度，货币政策大概率延续“适度宽松”基调，但政策重心或更侧重“逆周期加力”，降准降息窗口临近。首先，总量宽松预期升温。9月19日央行三季度例更加强调“加大逆周期调节力度”，并延续“综合运用并适时调整货币政策工具”。四季度是或是落地窗口。另外，结构性工具与财政或协同发力。最后，汇率与短端调控并重。总体看，四季度货币政策或呈现“总量+结构”双轮驱动特征，宽松方向明确，但节奏仍相机抉择。**后续啥时候降准，将主要取决于国内外经济金融形势的变化以及央行对流动性环境的综合判断。**不过，我们认为，降准就是从货币供给侧，提高了上限，减小了约束。但货币量能不能真的扩大，还要看需求侧的企业和居民是否愿意贷款。**（数据来源：wind）

（2）M1、M2 增速

2026年1月金融数据迎来“开门红”，广义货币（M2）同比增长9.0%，增速较上月加快0.5个百分点；**狭义货币（M1）同比增长4.9%，**增速较上月加快1.1个百分点，创下近期新高。广义货币（M2）和狭义货币（M1）同比增速均超出市场预期，双双实现较快增长。2026年2月M2同比增长9.0%，增速与上月持平。M1同比增长5.9%，增速较上月加快1.0个百分点。M2增速维持在9.0%，连续两个月处于近两年来的最高水平，**反映了广义流动性环境的宽松基调并未改变**。M1同比增速较上月回升1个百分点至5.9%。2026年3月M1同比增长5.1%，较上月回落0.8个百分点；M2同比增长8.5%，较上月回落0.5个百分点。增速回落主要受高基数效应和信贷需求偏弱影响。2026年4月M2同比8.6%，M1同比5.0%，5月M2同比8.6%，与上月持平，5月M1同比5.5%，较上月大幅回升0.5个百分点。2026年4—5月货币数据呈现出“M2高位稳定、M1触底反弹、剪刀差收窄、结构K型分化”的特征。M2持续高于8.5%，反映流动性环境整体宽松；M1在5月明显反弹，剪刀差收窄至3.1个百分点。信贷结构恶化——居民贷款连续负增、企业中长期贷款负增——表明实体融资需求的内生动力仍然不足。2026年6月金融数据呈现“M1、M2双双回落、剪刀差显著走扩”的特征。6月M2增速8.0%仍处于较高水平，总量流动性充裕；但6月M1增速降至4.0%，资金活化程度边际减弱，反映出实体经济内生融资需求不足、居民和企业加杠杆意愿偏弱的深层矛盾。7月M1同比4.0%，与6月持平；M2同比7.7%，较6月回落0.3个百分点。M2-M1剪刀差收窄至3.7%。**8月M1同比微升至4.1%，**

M2同比进一步降至7.5%，连续三个月回落。剪刀差继续收窄至3.4%，但结构上仍是M2回落更快所致，M1仅环比回升0.1个百分点。两个月数据的共同底色是信贷派生不足：7月新增信贷为负，8月仅增600亿元，同比大幅少增，直接压制M2增速。经济内生动力仍待提振，货币政策宽松预期升温。9月M1同比3.2%，M2同比7.2%，两者同步回落，M2-M1剪刀差被动走阔至4.0个百分点。M1降幅较大主要受2025年同期高基数拖累；M2下行则源于信贷需求偏弱。内生需求修复尚不充分。展望2026年四季度，M1方面，四季度财政资金拨付加快可短暂支撑企业活期存款，但经济内生动力偏弱，M1增速或维持4%附近低位震荡，**存款活化实质性改善需等待政策效果向实物工作量传导。**M2增速大概率继续承压。私人部门信贷需求未见实质改善，8月企业中长期贷款同比少增1500亿元、居民贷款负增，后续政策接力必要性上升。（数据来源：wind）

图 9：存款准备金率（%）

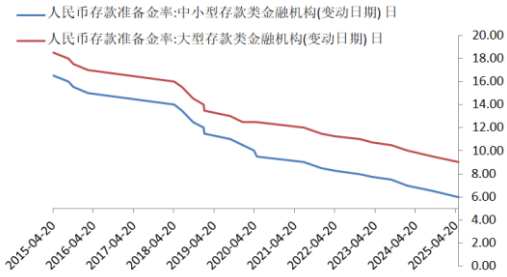
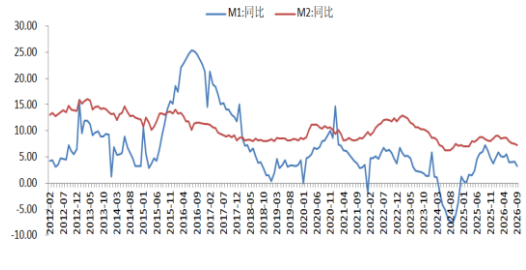


图 10：货币供应量 M1 和 M2 增速



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。　　数据截止日期：　2026.9.30

（3）社会融资规模

2026年1月，政府债与直接融资双轮驱动，实现“开门红”。1月社融增量达7.22万亿元，同比多增1600多亿元。这标志着货币政策“适度宽松”与财政政策“更加积极”的协同发力初见成效。其中政府债券融资成为最大推力。2026年2月，新增社融2.38万亿元，呈现企业端边际改善、居民端持续偏弱的分化格局。2026年3月社融增量达5.23万亿元，同比少增6000多亿元。3月社融存量同比增速较2月回落0.3个百分点至7.9%，主要受高基数与信贷走弱的影响。2026年4月社融增量6238亿元，同比少增5000多亿元。5月单月新增社融2.03万亿元，同比少增2606亿元。4月社融大幅走弱是是贷款负增造成的，5月则是政府债券发行放缓与信贷疲弱形成“双拖累”。2026年6月社融新增3.36万亿元，同比少增8600多亿元。7、8月社融呈现总量趋弱的特征，8月新增社融1.66万亿，同比少增约9000亿，存量增速回落至7.2%。9月社融新增3.55万亿元，存量增速7.1%，总量靠政府债托底，但内生融资仍弱。展望2026年四季度，关键看房贷贴息、政策性金融工具能否带动私人部门信贷边际改善。7%增速底线大概率能够守住，但居民信贷修复仍需时日，宽信用传导链条的实质性疏通才是关键。（数据来源：wind）

（4）外汇占款

保持外汇储备和人民币汇率的稳定仍是央行的目标之一。**外汇占款。**2016年1月开始，央行外汇占款在下滑，特别是2016年7月至2017年1月出现大幅减少，直到**2017年9月出现企稳，之后窄幅波动，变化不大。**2018年1至7月央行口径的外汇占款连续小幅回升，连续5个月在21.5万亿以上，2023年1月末央行外汇占款21.6万亿元人民币，连续第四个月增加，增幅1537亿元，3月外汇占款又大幅增加了1712亿元，之后几个月整体上小幅减少，2023年9月至2024年2月连续6个月增加了5000多亿元，之后，**2024年4至2025年12月连续21个月出现减少。2025年全年减少约7528亿元。不过，2026年1月外汇占款增加500多亿元,2月外汇占款增加800多亿元，3月外汇占款增加600多亿，4月外汇占款增加950多亿，5月外汇占款增加900多亿，6月外汇占款增加900多亿，7月、8月、9月连续三个月小幅减少，截止到2026年9月，外汇占款217236亿元人民币。**（数据来源：wind）

外汇储备。2017年1月我国外汇储备跌破3万亿美元的关口，之后几个月略有上升，**维持在3万亿美元以上，**2019年5月重回3.1万亿以上，**之后围绕3.1万亿上下窄幅波动，**变化不大。**2024年以来，外汇储备出现小幅增加，截止到2026年9月，外汇储备34003亿美元。2026年1-9月，我国出口同比增长增长21.3%，展望2026年四季度，出口或将维持贸易顺差。另外，在地缘局势不稳的背景下，中国经济韧性强，形成了独特的“安全差”优势，有望吸引境外机构持续增持人民币资产，这将为外汇储备提供稳定的基本面支撑，并存在小幅增加的可能性。**（数据来源：wind）

美联储货币政策。受疫情的影响，**2020年3月3日**，美联储宣布紧急降息50个基点后，3月15日，美联储再次紧急100个基点，**联邦基金利率目标区间下调至0-0.25%区间，并宣布不限量买入美债和MBS，开启无限量QE等救市对冲政策。2022年3月16日，**美联储联邦公开市场委员会(FOMC)如市场预期将联邦基准利率从0%-0.25%区间**上调25个基点至0.25%-0.50%区间，为该行2018年12月以来首次加息，加息靴子落地。2022年美联储累计加息425个基点，连续七次加息，其中连续四次分别加息75个基点。2023年7月27日，**美联储公布利率决议，美联储宣布**加息25个基点，将联邦基金利率目标区间上调至5.25%-5.5%，为2001年以来的最高水平。总结一下，自美联储2022年3月启动加息周期以来，累计加息幅度已达525个基点。2024年9月18日，美国联邦储备委员会宣布，将联邦基金利率目标区间下调50个基点，降至4.75%-5.00%之间的水平，这是美联储自2020年3月以来首次降息。2025年全年的累计降息幅度达到75个基点。2026年3月以来，中东地缘局势不稳，油价上涨加大了美国通胀黏性，2026年9月17日凌晨，美联储宣布加息25个基点，将联邦基金利率目标区间上调至3.75%-4%，这是自2023年7月以来首次加息，也是自2025年12月以来首次调整利率政策方向。本次决议以12比0全票通过，全票加息，物价优先。加息对A股短期压力主要来自两条传导路径：一是汇率与外资方面，美元走强、人民币贬值压力加大，可能引发外资风险偏好收**

缩和阶段性流出；二是利率与估值方面，美债收益率上行、中美利差倒挂加深，压制高估值成长板块的估值中枢。但A股资金成本主要锚定国内债券利率，并不直接对美债定价。展望2026年四季度，本次加息能否形成持续的加息周期，是判断年内影响的关键变量。若仅为短期甚至单次加息，对A股影响相对有限，且市场已有较充分反应。从基本面看，美联储面临通胀目标、政治与高债务约束，若地缘风险对油价的影响消退，通胀粘性缓解，加息大概率难以持续，反之亦然。（数据来源：wind）

人民币汇率问题。2025年8月至12月中旬人民币汇率整体呈现单边升值的趋势。2025年12月，离岸和在岸人民币相继“破7”。背后是中国经济韧性、美联储降息的共振。**2026年1-2月，人民币汇率延续了自2025年8月以来的升势，并在2月中下旬走出一波快速上涨行情，3月人民币汇率窄幅波动；政策方面，2026年2月27日，央行宣布将远期售汇业务外汇风险准备金率从20%下调至0，释放明确的“不希望过快升值”的节奏管理信号**（信息及数据来源：新京报）。2026年4-5月，人民币汇率加速升值、6月中旬冲顶后回调。**2026年三季度人民币兑美元整体呈持续升值态势，9月18日离岸升破6.70关口，创2023年以来新高。2026年前三季度人民币能够在美元走强的背景下保持升值，背后有扎实的基本面支撑：首先，出口超预期是最大“底盘”。其次，结汇需求形成正向循环。在升值预期下，出口商选择将海外留存美元收益结汇，进一步推升汇率。展望2026年四季度，出口韧性和人民币国际化构成支撑，但美联储加息预期、央行预期引导等变数构成制约。单边大幅升值的可能性较低，预计延续偏强运行、双向波动格局。**（数据来源：wind）

图 11：社会融资规模（亿）

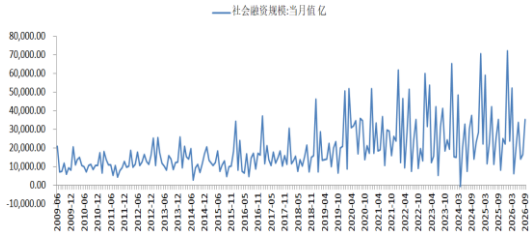
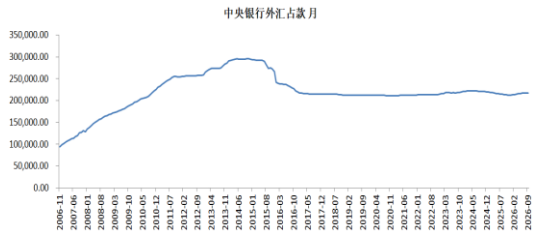


图 12：外汇占款（亿）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期：2026.9.30

（5）利率指标

2025年，中国货币政策延续了适度宽松的基调。**2026年1月19日，结构性降息率先落地。**央行下调各类再贷款、再贴现利率0.25个百分点，直接降低银行从央行获取再贷款资金的成本，激励银行以更低利率向小微企业、科技创新及绿色转型等重点领域发放贷款（信息及数据来源：新华社）。**之后，央行综合运用逆回购、MLF等工具保持流动性充裕。央行当前更倾向**

于使用精准、灵活的短期和中期限流动性投放工具来调节市场资金面，以应对政府债券发行、季节性因素等引起的短期波动。在利率方面，央行政策利率保持稳定，但市场贷款利率在前期政策推动下已处于历史低位。2026年9月24日，央行三季度货政例会删去“跨周期调节”，单独强调“加大逆周期调节力度”，并新增“综合运用并适时调整货币政策工具”“推动货币政策操作框架改革完善”等表述（信息来源：新华网）。从2026年前三季度央行动作看，通过结构性降息、大规模MLF投放替代降准、总量工具保持定力。宽松方向未变，但节奏上更加稳健，更注重“精准滴灌”而非“大水漫灌”。政策利率方面，7天期逆回购利率，自2025年5月下调10个基点至1.40% 后，一直保持稳定。贷款市场报价利率（LPR），自2025年7月以来，1年期LPR一直维持在3.00%，5年期以上LPR维持在3.50%，一直“按兵不动”。2025年以来，10年期国债收益率一直处于2%下方。2026年以来，小幅回落，截止2026年9月30日，10年期国债利率为1.6830 %，1年期国债利率为1.2219 %，SHIBOR隔夜为1.3620 %。展望2026年四季度，预计货币政策仍有进一步发力空间，但更可能体现为总量工具择机使用、融资成本继续下行、结构性工具定向加力、财政金融协同增强，而非单纯依靠大幅总量宽松。若经济出现超预期下行，储备的降准降息政策将择机落地。不过，考虑到目前的存款准备金率及利率水平，下降空间有限了。我们认为，目前货币供给端已经比较宽松了，问题出在需求端，国内有效需求仍偏弱，这个才是问题的关键。货币量能不能真的扩大，还要看需求侧的企业和居民是否愿意贷款。（数据来源：wind）

图 13：银行间同业拆借利率（%）

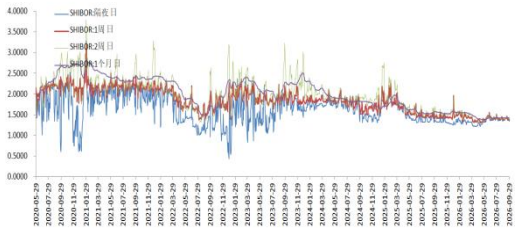
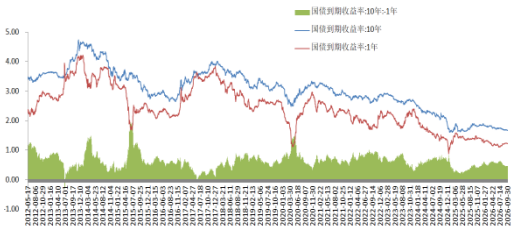


图 14：1 年和 10 年期国债收益率（%）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2026.9.30

（二）市场估值

近期A股的估值是否便宜？处于何种水平？2026年四季度估值趋势如何？下面，我们通过纵横比较来定位目前A股估值所处的位置，通过流动性及企业盈利分析来预估市场估值的未来走向。

1、纵横比较

近期市场估值水平如何？我们下面通过纵向和横向两个方面进行比较。

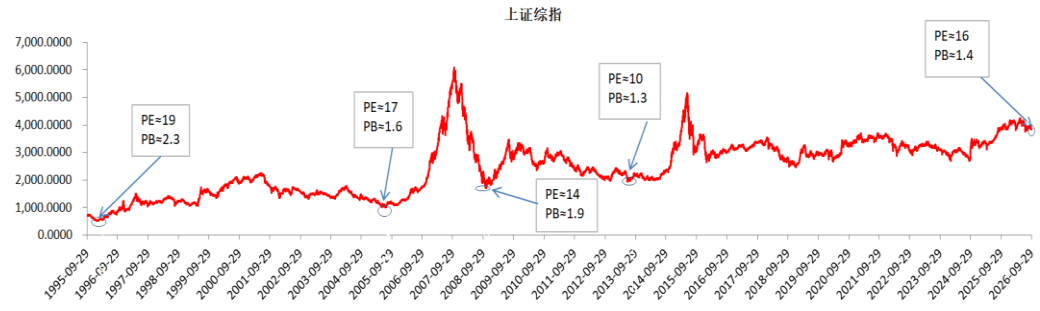
（1）纵向比较

回顾历史，展望将来。从历史行情的顶和底，以及相应的市盈率的对比发现，大盘平均市盈率的高低和大盘指数的顶与底有一定的关系。从纵向的历史数据看，过去30多年，沪指平均市盈率在15倍左右、市净率1.7倍左右的时候，市场就是一个底部区域。**截止2026年9月30日，上证综指市盈率维持在16倍左右，PB是1.4倍左右，沪深300市盈率是13倍左右，PB是1.4倍左右，深圳成指市盈率是29倍左右，PB是2.6倍左右，创业板指的市盈率是36倍左右，PB是5.0倍左右，科创50指数市盈率是125倍左右，PB是7.3倍左右。从纵向比较看，2024年9月至2025年A股表现主要为估值修复，2026年上半年上涨更多是流动性驱动，不过，2026年三季度沪深三大指数出现调整后，当前估值状态已较为充分消化了地缘冲突、油价高企、美联储加息等悲观预期，估值回落至合理区间，继续下行空间有限。沪深300估值仍旧处于相对低水平（更具有参考价值的沪深300指数市盈率中位数估值为18倍左右，上证综指市盈率34倍，其实也不低）。**（数据来源：wind）

（2）横向比较

从横向比较的角度来看，近期A股与美股相比依旧具备估值优势，截止2026年9月30日，上证综指市盈率约为16倍，除相对港股（恒生指数PE≈11）外，比美股（道琼斯工业指数PE≈25）、日股（日经225 PE≈21）、法股（法国CAC40 PE≈17）、德股（德国DAX PE≈18）等市场估值水平还是稍微低些。高位美股面临估值重估压力，而A股相对来说，仍具备配置价值。另外，在全球地缘冲突动荡的背景下，中国经济韧性强，形成了独特的安全优势，有望吸引境外机构增持人民币资产。（数据来源：wind）

图 15：上证指数市盈率比较



数据来源： WIND，英大证券研究所整理。 数据截止日期： 2026.9.30

2、流动性及企业盈利

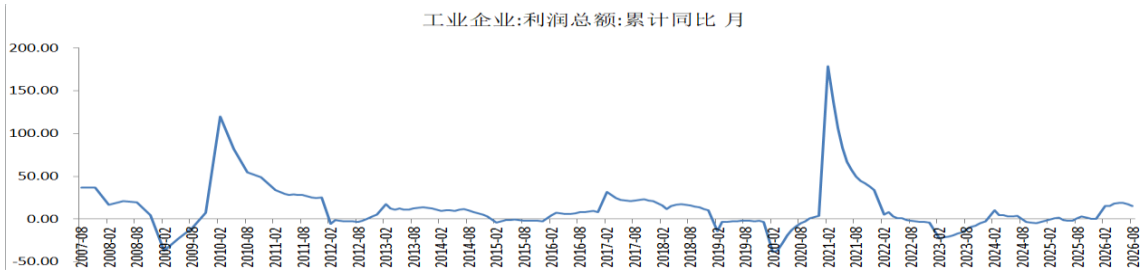
（1）流动性影响市场估值。流动性宽松时有利于估值整体上升，反之亦然。**2024年1月初的2024年A股市场投资策略报告，**当时认为，2024年稳健的货币政策是主基调，根据内

外部形势、流动性情况变化等相机抉择、灵活适度、精准有效。整体上看，流动性维持相对充裕对估值的影响偏正面。从2024年市场整体表现看，沪深三大指数估值修复，符合我们预期。**2025年的年度、二季度、下半年、四季度及2026年的年度及二季度策略报告中，我们认为，货币政策“适度宽松”是主基调。不过，目前货币供给端已经比较宽松了，问题出在需求端，国内有效需求仍偏弱，这个才是问题的关键。展望2026年四季度，货币政策宽松方向未变。**

（2）企业盈利增速影响未来估值。如果企业盈利增加，有利于增加上市公司估值，反之亦然。A股上市公司盈利增速与工业企业利润增速一直保持高度相关（工业利润数据相对高频，我们用工业利润增速粗略代替上市公司盈利增速），2025年，全国规模以上工业企业利润数据交出了一份来之不易的成绩单。全年利润总额达到73982亿元，**同比增长0.6%，成功扭转了自2022年以来连续三年下降的态势。这一“转正”的背后，是制造业的强劲反弹和以高技术产业为代表的新动能的坚实支撑。**2026年1-2月，全国规模以上工业企业实现利润总额10245.6亿元，同比增长15.2%，增速较2025年全年（0.6%）大幅加快14.6个百分点，呈现明显的“开门红”态势。2026年1-5月，全国规模以上工业企业实现利润总额31439.60亿元，同比增长18.80 %，较1-4月加快0.6个百分点。5月单月，全国规模以上工业企业利润同比增长21.1%，较4月回落3.6个百分点，自高位略有放缓。18.8%的累计增速增速创近年新高，但5月单月已现放缓迹象。2026年1-5月工业企业利润以18.8%的增速创近年新高，主要受益于“上游价格”与“人工智能”。电子行业、上游资源品大涨是主要驱动力，但中下游消费制造、电气机械等领域承压，利润分配K型分化。2026年1-8月，全国规模以上工业企业实现利润总额52719.80亿元，同比增长15.70％。单月看，8月利润同比仅+4.2%，较7月大幅回落7个百分点，为3月以来最低，主要受上年同期高基数拖累。电子、煤炭、有色、化工等行业维持高增。反观消费制造、酒饮、农副食品、汽车等内需链承压。展望2026年四季度，基数走低叠加政策性金融工具落地，利润增速有望温和企稳，全年或超10%。后续关注出口能否维持韧性、上游涨价能否向中下游有效传导、以及终端消费需求能否边际改善。（数据来源：wind）

2024年9月至2025年A股表现主要为估值修复，2026年上半年上涨更多是流动性驱动，不过，2026年三季度沪深三大指数出现调整后，当前估值状态已较为充分消化了地缘冲突、油价高企、美联储加息等悲观预期，估值回落至合理区间，继续下行空间有限，四季度大概率是“震荡筑底、结构机会”的格局。2026年四季度关注财政货币协同及盈利改善情况。

图 16：工业企业盈利表现（%）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2026.9.30

（三）A 股的供求关系

影响股票价格波动的因素很多，供求关系的因素在股票市场价格波动中至关重要。股票市场的需求，是指能够进入股票市场购买股票的资金总量。股票的需求者就是我们常谓的股票投资者（即资金供给端），是指以取得股息和资本收入为目的而在证券市场买入股票的个人和机构，按照证监会在《股票投资者分类标准》中的划分，分为自然人投资者、专业机构投资者、一般机构投资者和陆股通投资者，对应市场中熟知的个人投资者、专业机构投资者（基金、保险、社保、企业年金等）、一般法人（既是资金供给者又是资金需求者）和陆股通（沪股通、深股通）。证券市场的供给主体是上市公司，由已经上市的老股票和新上市的新股票构成。

1、股票市场需求的主要决定因素

（1）个人资金

个人资金来源于自有资金及借入资金，我们用银证转账和杠杆资金（场外杠杆拿不到确切数据，只用场内融资代表）两个方面来衡量。根据wind资讯的数据显示，**截至2025年12月，我国股票市场期末投资者账户数量总计25246.86万，其中，自然人账户数量为25185.95万，占比99.76%**。2025年市场全线走牛，2025年的市场日均成交额17295亿元。之后，2026年1月A股市场继续上涨，2026年1月14日，市场成交额39872亿元。市场情绪过热，2026年1月14日，经中国证监会批准，沪深北交易所发布通知，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由80%上调至100%。通知明确，此次调整仅适用于新开融资合约，存量合约及其展期仍按原规定执行。我们认为，这一调整释放了明确的监管信号：在市场连续上涨、杠杆资金活跃度显著提升的背景下，监管层开始有意识地引导市场适度降温，防范非理性炒作风险。不过，力度相对温和，意图在于控制节奏而非彻底转向。监管的适时介入，有助于防止局部泡沫向全局蔓延，为资本市场长期健康发展夯实基础。2月市场高位窄幅震荡，3月出现回调。4月A股走出“先抑后扬、放量突破”的结构性行情，4月沪指一度重回4100点。5月A股呈现“前高后低、结构分化”格局。上旬科技成长延续强势，上证一

度突破4200点，科创50、创业板指同步刷新阶段新高；中下旬获利回吐压力加剧，市场震荡回落。全月成长风格显著占优。**6月A股市场在“全球流动性收紧”与“AI产业趋势”的角力中走出震荡分化的行情。科创50指数首次突破2000点大关，成为市场绝对领头羊。**而中证红利指数大幅下跌。以半导体、AI算力为代表的科技硬件行业延续强劲势头，成为贯穿六月的主线；大消费与部分周期板块则持续疲弱。**2026年上半年，市场日均成交额27356亿元。7月市场调整，前期大涨的AI、半导体等硬科技板块进入系统性估值消化阶段，市场定价逻辑由上半年的远期高景气溢价快速切换至低估值、高分红、现金流稳定的防御逻辑。8月市场走出震荡修复行情。非银金融、有色金属等前期调整充分的板块迎来估值修复，科技成长板块内部分化。9月A股呈区间震荡、结构分化的走势。2026年三季度，市场日均成交额22757亿元。展望2026年四季度，市场大概率是“震荡反复、结构为主”的格局，两市日均成交有望维持在2万亿左右。**（数据来源：wind，ifind）

① 银证转账。个人资金入市与市场行情高度相关。**2020年沪深三大股指大涨，**创业板指数涨幅更是高达64.96%，个人投资者银证转账资金净流入3600亿元，**2021年沪深三大指数小幅上涨，个人投资者银证转账资金净流入2400亿元。2022年A股熊市，个人投资者银证转账资金全年净流出200亿元。2023年市场表现不佳，个人投资者银证转账资金继续净流出1200亿元。**2024年上半年，个人投资者银证转账资金净流入700亿元。**2024年9月末市场大幅上涨，个人资金大幅净流入，2024年下半年，个人投资者银证转账资金净流入7500亿元。资金是逐利的，与行情高度相关。如果股市赚钱效应持续改善，存款有望向权益市场搬家。2025年在居民资产荒的背景下，居民资金入市力度进一步提升。2025年全年，个人投资者银证转账资金净流入6600亿元。2026年上半年市场上涨，个人投资者银证转账资金净流入12100亿元，三季度市场调整，预计个人投资者银证转账资金流入净流出状态。展望2026年四季度，四季度大概率是震荡反复格局，资金是净流入还是流出，需留意四季度经济复苏（如消费、地产数据企稳）或政策发力（如财政刺激）情况，如果经济回暖带动指数继续回升，资金有望净流入，反之亦然，大概率变化不大。**（数据来源：wind）

②场内融资。两融是个人投资者加杠杆参与股市的主要方式。融资余额与指数的走势相关相关度较高。2018年市场大跌，两市融资余额逐步下滑，相继跌破1万亿、9千亿、8千亿，**2018年10月19日沪指创下2449低点，两融余额萎缩到7600亿元。**2018年市场的大幅调整，让融资资金受了很大的创伤。2019年春节之后，特别是3月连续逼空式的上涨，市场人气回暖，融资余额开始回升，最高到9823亿元，4月中旬以后市场的逐步回调，融资余额又出现回落，7月22日再度回到9000亿下方。8月监管层为了提振市场打出了政策组合拳，如融资融券标的由950只扩大至1600只、取消了最低维持两融担保比例不得低于130%的统一限制、证金公司整体下调转融资费率80个基点等，受此政策利好的影响，两市融资余额缓慢回升，2019年12月26日两市融资余额突破1万亿，2019年年底达到10055亿（2018年底7490亿元），提升2565亿。2020年年初，随着市场的快速上涨，融资资金积极流入，两市融资余

额回升到1.1万亿，而后在海外疫情冲击和海内外市场的大幅波动下，资金连续流出，重新回到1.1万亿下方，5月之后再度转为净流入，7月之后两市融资余额逐步攀升，8-12月份多数时间维持在1.4万亿上方，**2020年两市融资余额净流入4765亿元。**2021年元旦后，高位抱团股加速冲高，融资余额也跟随冲高到15665亿元，之后逐步回落，5月初，随着沪指的逐步回暖，融资余额小幅回升至16000元附近，8月中旬以后，随着沪指再创阶段新高，融资资金进场节奏再度加快，融资余额升至17584亿，后随着指数调整略有回落，**2021年全年净流入约2300亿元**。2022年1-4月市场大幅调整，两市融资余额也从年初的17190亿元回落至14338亿元左右，之后市场企稳回升，两市融资余额也小幅回暖，7-9月基本维持在1.5万亿上下，之后，市场出现回调，临近2022年年底，两市融资余额再度回到1.45万亿左右。整体上，2022年净减少2675亿元。进入2023年，特别是自全面注册制落地后，低估值为代表的中字头大盘蓝筹股明显走强，两市融资余额出现小幅回升，2023年4月20日一度回升在15487亿元，之后中字头和TMT板块出现高位震荡，两市融资余额小幅下降。8月份市场表现不佳，两市融资余额一度跌破15000亿元。2023年8月27日，中国证监会推出调降融资保证金比例等多项活跃资本市场的政策。之后，上交所、深交所、北交所修订《融资融券交易实施细则》，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%。**2023年9月11日，是融资保证金比例下调实施的第一天，融资余额增加明显，再度回到15000亿元上方，**就意味着在投资者保证金金额一定的情况下，保证金比例调降，证券公司向投资者融资规模就会增加，财务杠杆效应就会增强。**历史看，融资规模和大盘涨跌有一定的正相关性，不过，2023年9月11日后的一段时间，场内融资规模与沪数涨跌出现反方向走势，即在指数出现调整下跌的过程中，融资规模反而出现上升，这个异常还是值得投资者注意**（2024年1月初的年度策略报告提醒，之后晨报也是经常提醒，要提防后市出现故意砸融资盘，逼迫融资的杠杆资金被动止损或减仓）。**从事后结果看，2024年1月5日至2月8日，市场大跌也验证了我们的判断，部分融资资金也被迫止损，融资余额也同步下降，2024年2月8日滑落至13752亿元。**2024年春节后，行情逐步回暖，融资余额也同步上行，3月下旬，融资余额重新回到15000亿上方，**2024年4月12日，新国九条发布，随后微盘股、垃圾股、ST股大跌影响了市场情绪，融资余额小幅下降，跌破15000亿。**5月沪深三大指数均出现下跌，**2024**年6月A股震荡下跌，上证指数失守3000点整数关口，7月大盘继续下探，**跌破2900点整数关口，2024年8月至9月中旬市场呈现全线走低态势，下跌过程中，三大主要指数皆创那轮调整以来的新低，杠杆资金受到伤害，融资余额跌至13600亿附近，2024年9月末市场连续大涨，国庆节后场内融资开始回暖并大幅回升**。两融资金后续的流入很大程度上取决于市场的走势及对未来指数走势的预期，**2024年末，沪深北三市融资余额为18541亿元，沪指收盘价3351.76点。2025年一季度融资余额小幅增加，5月小幅减少。**随着A股市场6、7、8月市场逐步上涨，融资余额也跟随市场上行回升，融资余额在2025年8月初突破2万亿元，创十年新高，8-12月融资余额逐步上行，**2025年末，融资余额为25242亿元。2026年一月大盘小幅上行，融资余额也同步增加，1月28日，融资余额最高攀至27253亿元。之后市场震荡，融资余额出现小幅下滑，3月末4月初，融资**

余额跌破2.6万亿元。4月A股走出“先抑后扬、放量突破”的结构性行情，5月上旬科技成长延续强势，上证一度突破4200点，科创50、创业板指同步刷新阶段新高，6月走出震荡分化的行情。科创50指数首次突破2000点大关，成为市场领头羊，市场情绪活跃，2026年6月25日融资余额突破3万亿元。三季度市场调整，融资余额逐步从3万亿元下降至2.5万亿上方，截止2026年9月30日，融资余额为25405亿元。展望2026年四季度，市场大概率是震荡的格局，场内融资规模预计变化不大。若基本面持续改善，年末有望向2.6万亿上方靠拢。

（信息及数据来源：wind，上交所、深交所、北交所官网）

图 17：证券公司客户交易结算资金余额

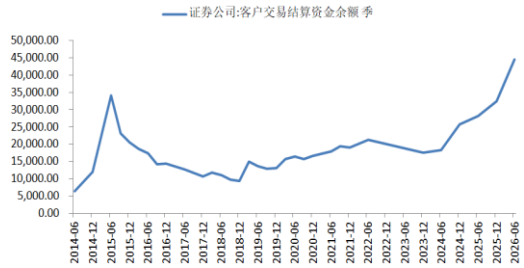


图 18：上证指数及市场融资余额



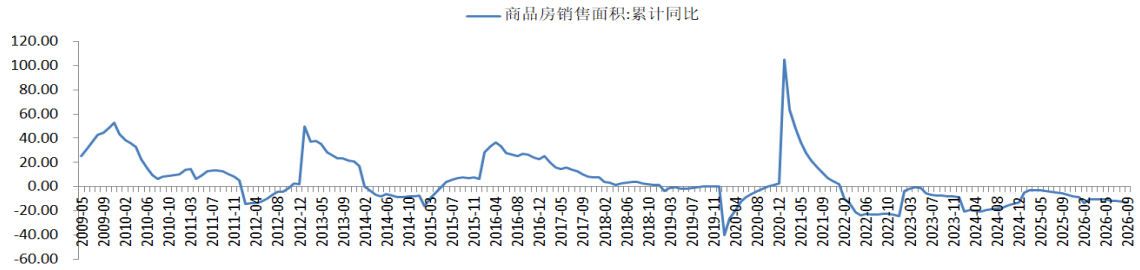
数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2026.9.30

③ 居民财富配置有望向权益资产倾斜。目前居民财富大部分被房地产占据。2021年下半年以来房地产市场调整，2022年四季度以来，中央和地方政府密集出台稳地产政策，限贷、限购、限价等调控措施持续放松。**2026年9月29日，财政部、中国人民银行、金融监管总局发布通知，明确自10月1日起，对居民使用新发放商业性个人住房贷款购买首套住房实施贴息，政策实施期暂定一年。符合条件的家庭，单户最高可享受100万元贷款贴息，年化贴息1个百分点，最长贴息5年。按此测算，一笔100万元的长期限商业性个人住房贷款，累计可减少利息支出近5万元。按照通知，符合条件的家庭需要使用新发放商业性个人住房贷款购买首套住房，所购住房建筑面积不超过120平方米、房屋总价不超过150万元；单户享受贴息的贷款规模上限为100万元，贴息标准为年化1个百分点，期限最长5年**（数据及信息来源：财联社）。**从数据上看，2026年1-9月份，商品房销售面积56483万平方米，同比下降13.20%（2025年1-9月同比下降5.5%），商品房销售额53799亿元，同比下降13.90%（2025年1-9月同比下降7.9%），全国房地产开发投资53364亿元，同比下降20.60%（2025年1-9月同比下13.90%）。展望2026年四季度，经过近几年出清后，行业“剩者为王”的现状将持续深化，优秀企业仍有配置价值，建议把握房地产板块以及相关链条的底部反弹机会。不过，考虑到中长期人口周期需求导致整个行业逻辑的生变，“昨日辉煌”难再现，具体可重点关注一些土地储备优势的国企房企以及重回稳健发展的优质民企龙头公司（逢低关注）**（数据来源：wind）。

过去几十年居民资产配置以房地产为主，未来股票市场或将成为居民资产配置的重要方向。权益市场逐渐成为居民财富管理的“新主场”，资金由“房产到股票/基金”的结构

性迁移有望带动市场的中枢继续抬升。

图 19：商品房销售同比走势



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2026.9.30

（2）公私募基金

权益类公私募基金也是A股重要的资金来源。尽管公私募基金在整体持股市值占比方面不及个人投资者，但由于账户数量少、资金量集中，公私募基金所具有的持股集中和类似“一致行动人”的特征，他们的股票持仓和结构调整对市场影响较大。

公募方面，2024年7月5日发布的下半年策略报告中我们提醒，从过往经验来看，在市场低迷的时候，往往是权益类基金最难卖的时候，但同时也是孕育丰厚回报的时候。从2024年下半年市场表现看，我们的提醒是非常值得称赞的。2024年，上证50、沪深300等指数的多只权益类宽基ETF份额持续走高，随着市场有效性逐步提升及指数化投资认知的提升，我国指数市场将迎来大发展时代，这对大盘风格占优起到了支撑效果。**2025年，股票型公募基金新发规模明显改善，特别是7、8月份市场大涨，**新发基金规模明显增加，截止至2025年12月31日，公募基金发行股票型基金4123亿份（2024年是2601亿份），混合型基金1567亿份（2024年是679亿份）。这些数据表明2025年公募基金市场活跃，投资者配置意愿增强。**截止至2026年9月30日，前三季度公募基金发行股票型基金1961亿份（2025年前三季度是3039亿份），混合型基金2656亿份（2025年前三季度是1039亿份），FOF型基金1477亿份（2025年前三季度是401亿份）。从节奏看，一季度受股市成交回暖提振，发行规模反弹；二季度新发数量与规模延续增长；三季度市场调整，发行热度有所下降。值得注意，前三季度FOF（基金中基金）的发行规模明显增加，成为前三季度最引人注目的亮点。展望2026年四季度，若四季度降准降息落地，风险偏好提升将进一步助推发行放量。不过，部分热门赛道估值仍处于高位，若四季度市场呈现震荡格局，可能抑制新发基金热情，甚至引发赎回压力。2023年以来，证监会以降费让利、规范运作、长期价值为核心主线，搭建起全链条、闭环式的公募基金高质量发展改革体系，从费率、销售、产品、考核四大环节协同推进，推动行业由“规模导向”加速转向“投资者回报导向”。未来，强化基金公司的投研实力，**

为投资者提供更好的持有体验，将成为其规模做大做强的核心。另外，低利率环境下，存款收益吸引力下降，推动居民资金向金融资产迁移。资金流向呈现多元化，ETF、FOF等工具受青睐。（数据来源：wind）

私募方面，从过往经验看，私募投资股市增量受前期收益率影响，2022年A股大跌，众多私募基金发出净值预警，部分私募被动强制减仓。2022年12月底私募证券投资基金规模5.56万亿，较2021年末下降5625亿元。进入2024年，1月5日至2月8日微盘股大跌，部分私募量化基金受伤严重，4月15日以及16日，微盘股曾两日大跌近20%，当时市场预估多年不分红或分红比例偏低的公司或将会被纳入ST，微盘股首当其冲，这导致对小市值股票的未来预期出现改变，资金避险离场。2024年6月3日至6月6日的微盘股继续下跌。这些下跌都让投资者损失惨重，当然也包括私募基金。根据wind资讯数据看，2024年1月、4月及7月私募证券投资基金规模单月出现大幅缩水，分别环比减少2013亿元、3107亿元、1654亿元。随着2024年9月末大涨，10月私募证券投资基金规模也出现大幅回暖，比9月增加2393亿元。整体上，2024年12月底私募证券投资基金规模5.21万亿，较2023年末下降5087亿元。2025年5月16日，中国证监会发布修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》（证监会令第230号），并自公布之日起施行。鼓励私募基金参与上市公司并购重组。对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”。2025年6月18日，管理层在某重要论坛中表示，聚焦私募基金“募投管退”各环节卡点堵点，精准发力、畅通循环。积极推动社保基金、保险资金、产业资本参与私募股权投资，拓宽资金来源。推动基金份额转让业务试点转常规，优化实物分配股票试点和“反向挂钩”等机制，畅通多元化退出渠道。上述措施有利于吸引私募基金入市。2025年，在“扶优限劣”政策导向持续深化与市场信心修复的双重驱动下，我国私募基金行业迎来质与量的协同跃升。2025年，私募证券投资基金规模7.08万亿（2024年末是5.21万亿）。2026年以来，私募证券投资基金规模再度大幅增加，截止2026年8月31日，私募证券投资基金规模9.1万亿。展望2026年四季度，大盘指数大概率是震荡的格局，结构性机会丰富，有利于发挥私募基金的专业性优势，私募证券投资基金规模有望延续回升趋势，不过，力度可能放缓。若监管政策收紧，可能影响部分量化私募的规模增速。部分热门赛道估值已处于高位，也可能抑制新发基金热情，甚至引发赎回压力。整体上看，私募基金抗风险能力在不断提升，我们预计行业马太效应将进一步延续并持续强化，资源、资金、人才等核心要素将加速向头部优质管理人集聚。（信息及数据来源：wind，中国证监会官网）

（3）长期资金

未来保险资金、社会保障基金、社会保险基金、企业年金、职业年金等机构投资者资金逐步扩大资本市场投资范围和规模，长期资金入市将进一步增加资本市场的稳定性。目前监管层鼓励长期资金进入股市。2023年10月份，财政部印发《关于引导保险资金长期稳

健投资、调整国有商业保险公司绩效评价相关指标的通知》，明确将国有商业保险公司经营效益类绩效评价指标“净资产收益率”由当年度考核调整为“3年周期+当年度”相结合的考核方式。有利于降低短期考核对保险资金投资行为的影响，提升保险资金权益投资的积极性和稳定性，优化市场结构，降低市场波动，促进资本市场平稳健康发展。**2024年4月12日，新“国九条”表示，要大力推动中长期资金入市，**大力发展权益类公募基金，优化保险资金权益投资政策环境，完善全国社会保障基金、基本养老保险基金投资政策，鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场。**2024年9月26日，证监会等相关部门制定了《关于推动中长期资金入市的指导意见》，总体是着眼于“长钱更多、长钱更长、回报更优”的目标，进一步促进中长期资金入市。**指导意见重点提出了三方面举措：一是大力发展权益类公募基金。二是完善“长钱长投”的制度环境。重点是提高对中长期资金权益投资的监管包容性，全面落实3年以上长周期考核。打通影响保险资金长期投资的制度障碍，促进保险机构做坚定的价值投资者，为资本市场提供稳定的长期投资。同时，引导多层次、多支柱养老保障体系与资本市场良性互动，完善全国社保基金、基本养老保险资金投资政策制度，鼓励企业年金基金根据持有人不同年龄和风险偏好探索开展不同类型的差异化投资。**2026年政府工作报告明确“持续深化资本市场投融资综合改革，进一步健全中长期资金入市机制”，这为后续的政策出台指明了方向，核心思路是推动资本市场从侧重“融资”向“投融资并重”转型**。2026年4月，证监会发布《证券期货法律适用意见第18号》明确将社保基金、养老金、公募基金、保险资金、银行理财等纳入战略投资者范畴，并设定5%最低持股比例（数据及信息来源：证监会官网）。2026年6月17日，在2026某重要论坛开幕式上，中国证监会主席吴清就《进一步健全投融资相协调的资本市场功能更好服务新质生产力和经济高质量发展》发表主题演讲。他表示，新“国九条”发布两年多来，社保、保险等持有A股流通市值增长85%，净买入A股1.3万亿元（信息及数据来源：人民财讯）。另外，吴清还表示，加快培育壮大耐心资本，积极拓宽资金来源，支持国资基金与社会资本优势互补，引导养老金、保险资金等加大股权投资力度，促进进一步畅通“募投管退”循环。（信息及数据来源：财联社）。很多投资者把中长期资金的进出作为衡量股市未来走向的“风向标”，未来，保险资金、养老金、社保基金、企业年金、职业年金有望成为资本市场中长期增量资金的重要来源，也是股市长期牛市的重要动力。目前，我国的基金及保险等机构力量在权益市场仍有较大的发展空间，预计2026年四季度，政策将继续推动中长期资金积极入市，未来基金、社保、险资、养老金、理财资金等长线资金或将成为维护市场平稳健康运行的“稳定器”。

① **保险资金。**从2018年下半年开始，政策鼓励保险资金入市。2025年年末，保险资金运用余额超过38万亿，其中股票和证券投资基金约5.7万亿元，占比约14.82%。2025年险资配置的股票和证券投资基金规模较2024年末增加约1.6万亿元。2026年二季度末，保险资金运用余额408245亿，其中股票和证券投资基金约6.4万亿元，占比约15.66%。2026年上半年险资配置的股票和证券投资基金规模较2025年末增加约7779亿元。展望2026年四季度，保险资金投资权益类资产的规模，还要看保险公司本身的安排及市场的客观情况。不过，如

果市场出现向下大幅波动，险资等中长期资金或将抄底权益类资产，是资本市场的“稳定器”和“压舱石”，成为增量资金的重要来源之一。（数据来源：银保监会官网）

②社会保障基金。全国社会保障基金（以下简称社保基金）是指由国有股减持划入资金及股权资产、中央财政拨入资金、经国务院批准以其他方式筹集的资金及其投资收益形成的由中央政府集中的国家社会保障储备基金，是我们国家的养老储备基金，并不直接支付养老待遇，主要用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂，仅在公共养老体系出现缺口时弥补部分差额。由全国社会保障基金理事会进行审慎、稳健的管理运营。因此，全国社会保障基金与地方政府管理的社会保险基金是不同的基金，资金来源和运营管理不同，用途也存在区别。根据全国社会保障基金理事会官网数据，**2024年末，社保基金资产总额33224.62亿元。如果按照40%投资于A股，**理论上有13290亿元规模，但实际上没那么多，根据wind资讯数据统计，**2024年社保基金持股市值约为4862亿元，**持股市值占比**14.53%左右。2025年社保基金资产总额38083.73亿元，2025年社保基金持股市值约为5836亿元，**持股市值占比**15.32%左右。2026年上半年社保基金持股市值约为5362亿元。资本市场的改革正在从“融资端”向“投资端”纵深推进，未来将进一步提高制度的包容性和适应性，为“长钱长投”创造更好的生态。我们认为，2026年的政策方向清晰：一方面拓宽入市通道，一方面完善制度保障（长周期考核、风险管理工具），核心目标是构建“长钱长投”的市场生态，让社保基金等中长期资金真正成为资本市场的“压舱石”和“稳定器”。展望2026年四季度，社保基金投资权益类资产的规模，还要看社保基金本身的安排及市场的客观情况，预计未来社保基金会加大入市的力度，为A股市场带来增量资金。**

（数据来源：全国社会保障基金理事会官网，wind）

③社会保险基金（主要是养老金）。社会保险基金是指为了保障保险对象的社会保险待遇，主要来自单位和个人缴纳的社保费，这是中国养老保险体系中的第一支柱。人社部的统计数据显示，**2025年末基本养老保险基金累计结余98459亿元**，虽然现有养老保险基金积累有九万多亿元，但真正能够用于资本市场进行投资的只是其中一部分。**截至2025年底，基本养老保险基金委托投资规模超过2.98万亿元**（数据来源：人社部）。中国基本养老保险基金投资于**权益类资产的上限为30%**，则入市资金的理论上限可以达到29000多亿元，养老金风险偏好较低，主要投向低风险、稳健收益资产，如国债、优质企业债、股票等。投资权益类资产一般情况下无法达到上限，我们将参考社保基金和企业年金的投资情况进行估算，预计中国基本养老保险基金投资在股市的比例约为14.0%，**据此估算未来中国基本养老保险基金进入股市的规模约为1万多亿元，**该部分资金对波动的容忍度相对较小，实际进入股市的规模比预计的规模还要低的多。中长期来看，在政策鼓励长线资金入市的背景下，养老金入市规模有望持续提升。**未来几年养老金的入市的理论增量资金空间非常大，不过，该部分资金对风险的容忍度很小，会制约实际上的入市资金量。**（数据来源：人社部官网，新华社）

④ 企业年金。《关于企业年金、职业年金个人所得税有关问题的通知》中规定，企业年金、职业年金个人所得税实施递延纳税优惠政策。该模式与美国401k运作原理相同，被业内称为中国版401k。据人社部披露数据显示，**截止到2026年二季度，全国有191303户企业建立了企业年金（2025年177854户），比2025年末增长7.56%，企业年金基金累计结存45605亿元（2025年42050亿元），比2025年年末增长8.45%。**按照现行规定的40%投资上限，**2026年二季度末企业年金可供投资权益类资产的比例理论上限提高至18242亿元。**事实上企业年金也并不是所有的结存都能够用来投资，用来投资的资金也是有限的，**2026年二季度末，用于投资的资产合计25728亿元，其中权益类资产为2989亿元**。2025年底，用于投资的资产合计24310亿元，其中权益类资产为2339亿元。2026年上半年市场上涨，2026年二季度较2025年底，企业年金中用于投资的权益类增加650亿元。展望2026年四季度，A股大概率是震荡的行情，另外，7月市场回调后机构心态可能偏谨慎，四季度进一步提升比例难度加大，或更多转为存量结构再平衡，故增量资金或将少于上半年。综上所述，中长期看，社保、养老、企业年金入市规模有望扩大。目前社保、养老基金、企业年金距离投资比例上限均还有很大空间。**（数据来源：人社部官网）

⑤ 职业年金。职业年金和企业年金共同构成中国养老保险体系中的第二支柱。职业年金指的是机关事业单位及其工作人员在参加机关事业基本养老保险的基础上，建立的补充养老保险制度。据人社部数据，**截至2025年年底，全国31个省（自治区、直辖市）、新疆生产建设兵团和中央单位职业年金基金投资运营规模3.78万亿元。自2019年2月启动市场化投资运营以来，全国职业年金年均投资收益率4.86%。**根据2015年3月发布的《国务院办公厅关于印发机关事业单位职业年金办法的通知》规定，职业年金由单位和职工共同承担，其中单位缴纳比例为工资总额的8%，个人缴纳比例为工资的4%，从2014年10月1日开始实施。职业年金基金的管理中，个人缴费实行实账积累；单位缴费中，财政全额供款的单位采取记账方式，非财政全额供款单位实行实账积累，这里所讨论的进行市场化投资运营的职业年金只包括实账积累形成的职业年金基金。公开资料显示，我国事业单位在职人员大约4000万人（实账），政府机关覆盖员工大约1000万人（记账）。如果按照每人月均3000元的工资计算，**未来每年的新增规模约1800亿元**（数据来源：英大证券研究所整理）。因为机关事业单位有政府预算做保障，缴费能力比较强，职业年金基金的积累会稳步增长，其对市场的影响或远大于企业年金。根据人力资源和社会保障部、财政部印发的《关于调整年金基金投资范围的通知》，职业年金投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品（含股票专项型养老金产品）等权益类资产的比例，合计不得高于投资组合委托投资资产净值的40%。**按此比例理论上推测职业年金能够权益类资产大概是1.51万亿，考虑到职业年金的风险偏好，预计职业年金入市后的初始投资比例不会太高，假设为10%，则目前的存量规模理论上给A股带来增量资金约3000多亿元，**目前职业年金入市才刚刚开始，规模非常小，具体入市规模目前我们还没法获得详细数据，**未来有望每年带来增量资金约180亿元。**（数据来源：人社部官网，英大证券研究所整理）

⑥个人养老金。个人养老金作为中国养老保险体系中的第三支柱。2024年12月12日，人社部等五部门发布《关于全面实施个人养老金制度的通知》(以下简称《通知》)。《通知》明确，自2024年12月15日起，在中国境内参加城镇职工基本养老保险或者城乡居民基本养老保险的劳动者，均可以参加个人养老金制度。税收优惠政策的实施范围从36个先行城市(地区)同步扩大到全国。《通知》规定，在现有理财产品、储蓄存款、商业养老保险和公募基金产品基础上，将国债、特定养老储蓄、指数基金纳入个人养老金产品范围。指数基金投资风格清晰、费率水平较低，纳入相关产品有利于丰富投资者选择。**伴随着个人养老金市场的发展及投资产品丰富，中长期有望成为增量资金的重要来源之一，预计未来十年至少将为资本市场带来数万亿元的增量资金。国家社会保险公共服务平台的数据显示，截止至2026年9月30日，个人养老金产品合计超1200只。**（数据来源：人社部官网，国家社会保险公共服务平台）

（4）理财资金

银行理财产品股票投资限制的放开将为A股带来增量资金。2018年9月发布的《商业银行理财业务监督管理办法》规定，在理财业务仍由银行内设部门开展的情况下，公募理财产品可以通过投资各类公募基金间接进入股市。且银行通过子公司开展理财业务后，子公司发行的公募理财产品可以直接投资或者通过其他方式间接投资股票。2019年12月6日，中国结算修订《特殊机构及产品证券账户业务指南》，针对商业银行理财子公司的相关内容进行修订。在修订后，银行理财子公司可参考商业银行开立证券账户，并开立相关理财产品证券账户，这为银行理财子公司海量资金入市铺平道路。2020年12月25日，银保监会公布《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法（征求意见稿）》，作为资管新规的配套细则，进一步补齐了制度短板，**现行理财监管规则对理财资金进入资本市场已没有制度障碍。**2021年5月27日，银保监会制定《理财公司理财产品销售管理暂行办法》，自2021年6月27日起施行。《办法》主要内容包括明确理财产品销售机构范围、厘清产品发行方和销售方责任等。《办法》明确，**禁止单独或突出使用绝对数值、区间数值展示业绩比较基准，防止变相宣传预期收益率。截至2026年9月30日，已设立的理财公司共32家。**（信息及数据来源：wind，国家金融监督管理总局官网）

根据中国理财网数据，截至2026年6月末，银行理财市场存续规模33.66万亿元，较年初增长1.11%。公募理财产品存续规模31.79万亿元，占全部理财产品存续规模的94.44%，占比较年初减少0.06个百分点，较去年同期减少0.38个百分点；私募理财产品存续规模1.87万亿元，占全部理财产品存续规模的5.56%。固定收益类产品存续规模为32.48万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达96.49%，较年初减少0.60个百分点，较去年同期减少0.71个百分点；混合类产品存续规模为1.07万亿元，占比为3.18%，较年初增加0.57个百分点，较去年同期增加0.67个百分点；权益类产品和商品及金融衍生品类产品的存续规模相对较小，分别为0.09万亿元和0.02万亿元。展望2026年四季度，股市大概率是震荡行情。7月以

来权益市场震荡整理，居民风险偏好回落。当前，理财公司通过ETF参与权益市场，推动“固收+”产品线建设。在低利率环境下，此举既能增厚理财产品收益，又符合政策鼓励理财等中长期资金入市的导向。预计2026年四季度以“固收+权益”为代表的含权类理财产品也将受到关注，相关产品的研发与供给力度或有所加大。（数据来源：中国理财网）

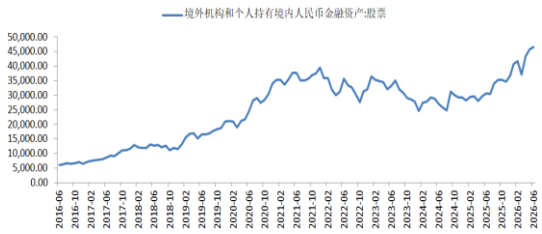
（5）境外资金

在人民币国际化战略的大背景下，入篮SDR、“沪港通”、“深港通”、“债券通”、“沪伦通”，纳入MSCI指数、富时罗素指数、标普道琼斯指数，QFII/RQFII投资额度限制取消，放宽外资从事证券投资的准入限制、放开外资私募证券投资基金管理参与沪港通、深港通的限制，ETF纳入互联互通获原则同意、债市统一开放制度正式落地、支持境外机构设立基金管理公司……A股市场对外开放一直在加速推进，未来中国资本市场对外开放举措还将继续扩大。2021年底外资持有股票市值是3.94万亿元。2022年之前，境外配置型资金持续流入，不过2022年后，外资持有股票市值呈现震荡回落的趋势，**2024年1月份外资持有股票市值一度下探到2.46万亿元，**受A股大涨的影响，2024年9月份外资持有股票市值大幅增加至3.13万亿元，之后几个月稍有回落，2024年底外资持有股票市值是2.91万亿元。2025年，市场行情回暖，外资持股市值增加，2025年12月末外资持有股票市值是3.67万亿元。2026年二季度末外资持有股票市值是4.66万亿元。目前外资已经成为国内市场中难以被忽视的一股力量。展望2026年四季度，在地缘局势反复的背景下，中国经济韧性强，形成了独特的安全优势，有望吸引境外机构增持人民币资产。不过，若美联储货币政策的鹰派姿态强于预期，则将对外资流入形成干扰。（数据来源：wind）

图 20：陆股通资金（亿元）



图 21：外资持有股票（亿元）



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2026.9.30

（6）回购资金

股票回购可以释放积极信号，如果上市公司大规模回购，意味着大量回购资金将流入，这就有助于改善市场资金面。2023年12月15日，证监会修订发布《上市公司股份回购规则》，通过将回购触发门槛由“连续20个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到30%”降低至20%、增设“股票收盘价格低于最近一年最高收盘价格50%”、取消禁止回购窗口期等方式提高回

购便利度，全方位支持加大回购力度；同时强调严防“忽悠式回购”，鼓励回购注销。**2023年A股上市公司已回购金额约1530亿元**。2024年以来，监管层接连出台多项政策措施，积极引导上市公司进行回购并注销。2024年2月5日，证监会上市司召开推动上市公司提升投资价值专题座谈会。提出依法充分运用好提升投资价值“工具箱”，包括股份回购、大股东增持、常态化分红、并购重组等市场工具。2024年4月出台的新“国九条”更是直接提出，推动上市公司提升投资价值。引导上市公司回购股份后依法注销。2024年9月份中国证监会发布的《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》中明确，鼓励上市公司将回购股份依法注销。2024年9月24日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，会上表示，创设新的货币政策工具，支持股票市场发展，创设3000亿元股票回购增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。2024年10月18日，中国人民银行联合金融监管总局、中国证监会发布《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》，设立股票回购增持再贷款，激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，支持其回购和增持上市公司股票。2024年12月初，相关部门对股票回购增持贷款相关规则进行调整优化，本次调整最核心的内容包括两点，一是股票回购增持贷款期限从1年延长至3年，二是最高融资比例从70%上调至90%。**2024年已回购金额约2781亿元，创下历史新高。2025年已回购金额约2389亿元。截止2026年9月30日，今年以来已回购金额约1834亿元。目前处于回购实施中、股东大会通过及董事会预案进程的回购预案较多，预计2026年四季度这一趋势仍将持续。对于股票市场而言，上市公司的回购与分红有望成为新的增量资金来源。**股份回购多在上市公司认为企业价值被市场低估的情况下推出，而股份回购方案推出的全流程对股价有明显的提振作用，也为上市公司后续估值的进一步重塑和修复提供了支撑。随着越来越多上市公司更加重视投资者回报，践行“提质增效重回报”，一大批公司的股价或将进入修复通道。对于有回购概念的股票，特别是高管回购的股票，大家可以多加关注。**展望2026年四季度，若后续A股市场出现向下波动，预计上市公司产业资本“真金白银”维稳意愿强，预计全年回购规模有望突破2000亿元，回购+增持将成为稳定市场预期的重要支撑。**（信息及数据来源：wind，中国证监会官网，上交所，深交所官网，北京商报）

（7）平准基金

从海外和历史的经验看，平准基金对于提升市场流动性、提振股市信心效果显著。2025年5月7日，央行行长、国家金融监督管理总局局长、证监会主席做客国新办新闻发布会。央行行长表态将坚定支持汇金公司在必要时增持股票市场指数基金，并提供充足再贷款支持。证监会主席表示全力支持中央汇金公司发挥好类 “平准基金”作用，强调中央汇金公司在前操作，中国人民银行作为后盾，是有力有效的模式，还提及要配合央行健全支持资本市场货币政策工具长效机制。2026年3月6日，十四届全国人大四次会议举行经济主题记者会。央行行长介绍，在维护金融市场平稳运行方面，央行将会同证监会实施好支持资本市场的结构性货币政策工具，支持中央汇金公司发挥“类平准基金”的作用，增强资本市

场的内在稳定性。总体而言，中国已构建起以中央汇金为核心、央行流动性支持为后盾的“平准基金”机制。这一机制的建立，是我国结构性货币政策工具体系的一次系统性扩容，有助于稳定市场预期，增强资本市场抗风险能力。**一般情况下，在市场企稳或上涨阶段，该类资金通常逐步回收流动性，难以持续推动指数上行。不过，在市场大幅向下波动中有效托底、稳定预期，更多扮演“底线守护者”角色。2026年初市场热度较高时，以中央汇金为代表的力量减持宽基ETF。展望2026年四季度，若后续市场出现向下大幅波动，类“平准基金”大概率会出手维稳。**（信息来源：wind，界面新闻，证券时报，新浪财经）

（8）结构性货币政策工具

2024年9月24日，举行的国务院新闻办公室举行新闻发布会上，相关领导表示，**人民银行第一次创设结构性货币政策工具支持资本市场**。其中一项是证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司使用自身拥有的债券、股票ETF、沪深300成分股作为抵押，从中央银行换入国债、央行票据等高流动性资产，这项政策将大幅提升相关机构的资金获取和股票增持。**证券基金保险公司互换便利首期规模5000亿**，后期还可能增加规模。获取的资金只能用于投资股市。**创设3000亿元股票回购增持专项再贷款**，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，**支持回购和增持股票**。随后政策进入落实阶段，2024年10月10日，中国人民银行发布公告，决定创设“证券、基金、保险公司互换便利（简称SFISF）”，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票ETF、沪深300成分股等资产为抵押，从人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产。首期操作规模5000亿元，视情可进一步扩大操作规模。即日起，接受符合条件的证券、基金、保险公司申报。2024年10月18日，中国人民银行联合金融监管总局、中国证监会发布《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》，设立股票回购增持再贷款，激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，支持其回购和增持上市公司股票。再贷款首期额度3000亿元,年利率1.75%。股票回购增持再贷款政策适用于不同所有制上市公司。国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行等21家全国性金融机构按政策规定，发放贷款支持上市公司股票回购和增持。2024年10月21日，中国人民银行发布公告，为更好发挥证券基金机构稳市作用，人民银行开展了证券、基金、保险公司互换便利首次操作。本次操作金额500亿元，采用费率招标方式，20家机构参与投标。2024年12月31日，央行公告，第二次互换便利操作，互换期限1年，可视情展期，面向符合条件的证券、基金、保险公司开展操作，本次操作金额为550亿元，互换费率由参与机构招投标确定，2024年12月31日起接受机构申报。同日，中国证监会表示，第二次互换便利操作已于当日开启，并且进一步扩大互换便利参与机构范围。**2025年5月，央行宣布将互换便利与股票回购增持再贷款两项工具额度合并使用，总额度8000亿元，提升工具便利性和灵活性**。2025年9月，央行会议指出，要落实落细适度宽松的货币政策，引导金融机构加大货币信贷投放力度，用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款。另外，**IFIND数据显示，截至2026年9月30日，**

已有1137家上市公司发布申请回购增持贷款用于股票回购的公告，以贷款金额上限计算，贷款总额达2659亿元。目前，上市公司申请回购增持专项贷款的金额虽然离央行设立的首期总额度3000亿元尚有距离，不过，作为支持维护资本市场稳定运行的重要举措，股票回购增持再贷款这一工具自2024年10月创设以来，其稳定资本市场的功能正在显现。从长期发展来看，股票回购增持再贷款不但能为市场提供长期资金，也能促进上市公司改善经营、增强股东回报意识。展望2026年四季度，我们认为，若后续市场出现波动，机构将积极运用互换便利工具，上市公司将持续响应股票回购增持再贷款政策，增强资本市场内在稳定性。四季度两大工具整体或呈“互换便利稳存量、回购增持再贷款加增量”格局。在货币政策适度宽松、降准降息窗口临近的背景下，二者作为结构性稳市工具，预计以“托底不推升”为特征，规模温和扩张，为A股提供政策安全垫。（信息及数据来源：IFIND，北京商报，央行官网）

2、股票市场供给的主要决定因素

股票市场供给方面的主体是上市公司，上市公司的数量和质量构成了股票市场的供给方。股票市场供给量多少主要由IPO、**再融资**（**增发、配股**等）、**限售股解禁**及**退市等**决定。

（1）IPO

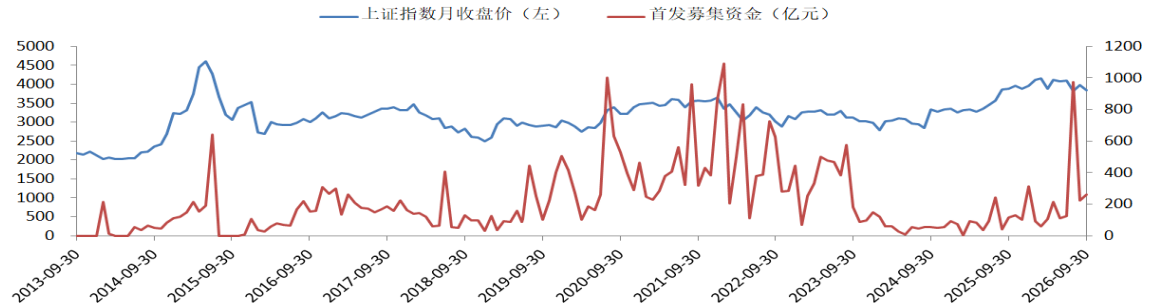
2017年IPO首发**438**家，总计筹资**2301**亿，之后，**2018年**沪深三大股指**大跌**。**2018年**IPO首发**105家**，比2017年家数同比**减少76%**，总计筹资1378亿元左右，比2017年减少40%，之后，**2019年**沪深三大股指**普涨**。2019年IPO首发203家，总计筹资2532亿元左右。**2020年IPO首发396家，总计筹资4700亿，与2019年比较，无论是首发家数还是筹资额都接近翻倍。2021年，速度更快了，2021年IPO首发524家，融资金额5426亿元（2021年IPO数量和募集资金规模都创历史新高）。2022年IPO首发428家，融资金额5869亿元（2022年IPO融资规模再创新高），**注册制下的科创板、创业板及北证A股IPO企业合计357家，合计首发募资4482亿元。**2022年股市大跌，2023年以来，新股数量和募集资金同比下滑，2023年IPO首发313家（2022年同期428家），融资金额3565亿元（2022年同期5869亿元）。2024年初，A股市场大跌，虽然之后指数出现反弹，但多数个股表现不佳，新股数量和募集资金同比下滑明显，2024年IPO首发100家，融资金额673亿元。2025年IPO首发116家，融资金额1318亿元。截止2026年9月30日，今年以来，IPO首发123家，融资金额2163亿元。**（数据来源：wind）

我们认为，**IPO“抽血”导致供需失衡是2022年、2023年A股调整的内在原因之一**，2023年**新股数量和募集资金同比下滑，2024年IPO节奏明显放缓，市场也出现回暖。2025年IPO首发家数及融资规模较2024年略有增加。2024年4月，资本市场新“国九条”出台，明确严把发行上市准入关。**

展望2026年四季度，根据IFIND数据，截止2026年9月30日，进入注册制发行上市系统

排队的项目(包括已受理、已问询、已反馈、提交注册、中止及预先披露更新等)共426个，其中，沪市主板及科创板96个、深市主板及创业板127个、北交所203个。从排队数据上看，2026年四季度融资压力仍比较大。2026年3月13日，证监会召开党委扩大会议，传达学习全国两会精神并部署贯彻落实举措。会议强调，推动科创板“1+6”改革、“并购六条”等政策落地，同时发布深化创业板改革方案、优化再融资机制，并拓宽私募股权与创投基金退出渠道。2026年6月17日，某重要论坛已落地一揽子资本市场改革举措，科创板第五套上市标准延伸至AI、量子科技等硬科技领域（信息来源：财联社）。我们认为，未来将有更多高新技术领域的未盈利企业获得上市机会，有望吸引更多创新型企业入驻科创板。此外，在政策的不断支持下，后续市场“科技”含量有望持续提升。考虑到地缘局势仍可能对风险偏好造成扰动，预计2026年四季度IPO的规模会维持平稳略增的状态。不过，如果股市下跌，后续发行节奏可能会略有缓慢。（数据来源：wind，IFIND，中国证监会官网）

图 22：IPO 募资规模和上证综指走势



数据来源： WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期 2026.9.30

（2）再融资（增发、可转债）

再融资是指上市公司通过增发、配股和发行可转换债券等方式在证券市场上进行的直接融资。**2013年以后A股市场再融资规模大幅增长**，随着A股再融资市场演绎成过度繁荣后，一些上市公司逐步脱离了主业，而将精力放在了**“并购重组，炒概念”等**，部分上市公司大股东高位大幅减持套现，损害了中小投资者利益，由此再融资监管政策于2017年开始逐步收紧，证监会在**2017年2月发布了《发行监管问答—关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，旨在抑制市场存在的过度融资、募集资金脱实向虚等现象**。后续二级市场股票质押爆雷频频出现，部分上市公司出现资金链紧张等问题，由此，2018年11月资本市场改革推进加速，再融资间隔由18个月缩短至6个月，2019年10月18日，重大资产管理办法再次修订，重启配套融资，**2019年11月8日再融资新规征求意见稿出台**。2020年2月14日晚间，证监会正式发布《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定》（简称《再融资规则》），并自发布之日起施行。**本次再融资政策的松绑，有助于引导投资者积极参与上市公司再融资，大幅改善上市公司的融资环境**。回顾过往，从WIND的数据统

计来看，配股、优先股的金额较少，增发占据了近几年股票发行的主要规模，而其中绝大部分都是定向增发，2017年，增发募集资金共12705亿元，占一级市场融资规模比重为73.7%，2018年增发规模下降为7523亿元，2019年增发规模较2018年继续放缓，募资6887亿。在增发持续放缓的情况下，很多上市公司转而通过可转债进行再融资，2019年可转债发行规模合计为2477亿元，远远高于往年。2020年再融资新规松绑后，对定增市场具有明显提振，**自2020年三季度开始，增发实施规模开始明显扩张**。2020年增发规模为8341亿元，可转债发行规模合计为2475亿元。**2021年增发规模为9083亿元，可转债发行规模合计为2744亿元。2022年增发规模为7230亿元，可转债发行规模合计为2736**亿元。**2023年8月27日，证监会统筹一二级市场平衡优化IPO、再融资监管安排，对于存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资，适当限制其融资间隔、融资规模。**之后，多公司宣布终止定增，导致9月增发金额从8月近580亿降至227亿元。**2023年11月8日，沪深交易所发布“优化再融资监管安排”的五项具体举措，**包括：是严格限制破发、破净情形上市公司再融资。要求上市公司再融资预案董事会召开前20个交易日、启动发行前20个交易日内的任一日，不得存在破发或破净情形；二是从严把控连续亏损企业融资间隔期，上市公司最近两个会计年度归属于母公司净利润（扣除非经常性损益前后孰低）连续亏损的，本次再融资预案董事会决议日距离前次募集资金到位日不得低于十八个月；三是上市公司存在财务性投资比例较高情形的，须相应调减本次再融资募集资金金额；四是从严把关前募资金使用，上市公司再融资预案董事会召开时，前次募集资金应当基本使用完毕。同时，上市公司需充分披露前募项目存在延期、变更、取消的原因及合理性，前募项目效益低于预期效益的原因，募投项目实施后是否有利于提升公司资产质量、营运能力、盈利能力等相关情况；五是严格把关再融资募集资金主要投向主业的相关要求，上市公司再融资募集资金项目须与现有主业紧密相关，实施后与原有业务须具有明显的协同性。督促上市公司更加突出主业，聚焦提升主业质量，防止盲目跨界投资、多元化投资。从内容来看，未来破发、破净企业，连续2年亏损企业，财务性投资比例较高、前次募集资金未使用完毕等“不差钱”企业，热衷跨界投资、多元化投资的企业的再融资行为将受限。再融资审核趋严，多家上市公司定增“搁浅”。自沪深交易所就优化再融资监管安排出台5项具体举措以来，已有多家上市公司宣布终止定增事项，其中不乏百亿元大额定增项目。从原因来看，无法满足再融资新规要求是定增项目终止的重要原因。**无论是再融资新规还是新“国九条”，监管部门对适合再融资的公司提出了更高的要求，而并未限制其融资。2023年增发规模为5790亿元，可转债发行规模合计为1406亿元。**从2023年以来的情况来看，再融资市场整体热度略高于IPO市场，但**自2023年9月以来，A股再融资金额同比也开始出现了较大下滑。再融资市场“紧箍咒”威力显现，2024年再融资规模2231亿元（2023年全年7446亿），其中，增发规模为1731亿元，可转债发行规模合计为483亿元。**2025年6月30日，深交所发布《深圳证券交易所股票发行上市审核业务指引第8号——轻资产、高研发投入认定标准》（下称“指引”），**明确了创业板上市公司再融资适用“轻资产、高研发投入”的范围**、具体认定标准

等具体事项，进一步鼓励企业加大研发投入，提升科技创新能力。指引自发布之日起施行。整体上，放宽符合条件的创业板企业再融资限制。**2025年再融资规模明显增长，具体看，2025年再融资规模9508亿元（2024年全年2231亿），其中，增发规模为8877亿元，可转债发行规模合计为 631亿元。2025年1月至5月再融资规模1816亿元，6月当月再融资突然大幅增加了5421亿元，可能与上述“指引”政策有关。2026年前三季度再融资规模5348亿元。**

根据wind资讯统计，2025年10月至2026年9月30日，公布的增发预案共521个（剔除停止实施、发审委/上市委未通过及股东大会未通过），对应计划募资规模9717亿元，不过，证监会通过的约1084亿左右。可转债预案共74个，对应计划募资规模达到1141亿元左右。展望2026年四季度，再融资规模压力依然较大，政策或将引导资金更多流向科技创新领域。

（信息及数据来源：证监会官网、沪深交易所官网、wind）

图 23：增发实际募集资金和沪综指走势

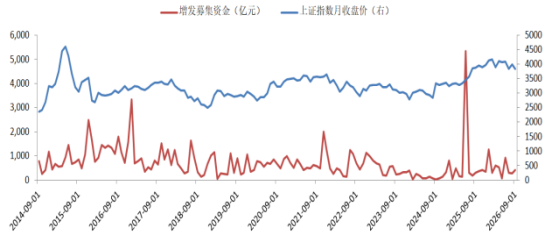
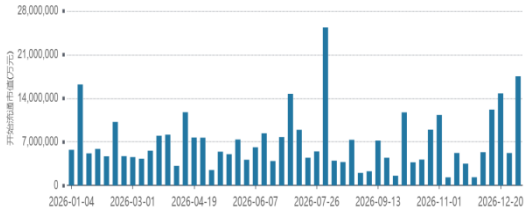


图 24：限售股解禁阶段统计（万元）



数据来源： WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2026.9.30

（3）解禁、增减持

① 限售股解禁

限售股解禁后，大股东大幅减持历来为投资者所诟病。2017年端午节前夜，证监会发布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，上海、深圳证券交易所也出台了完善减持制度的专门规则。从供需的角度看，短期内减少了供给的压力，但只是把压力往后推迟。2020年2月14日，再融资新规出炉，放松非公开发行股票的锁期限制，锁定期缩短至18个月和6个月，不受减持规则限制。**2019-2020-2021年，A股更是进入加速扩容期**，相应而言，解禁规模增加。2020年解禁规模约为4.7万亿，是一个小高峰期，**2021年解禁规模继续增加，约为5.6万亿**，2022年解禁规模约为4.6万亿， 2023年个股解禁规模约为4.6万亿，2024年个股解禁规模约为2.6万亿,2025年个股解禁规模约为3.4万亿。**随着2026年上半年市场上涨，根据wind资讯，截止2026年9月末，已经披露的2026年个股解禁规模约为3.6万亿，解禁压力较大。**（数据来源：wind）

② 产业资本增减持

A股全流通时代,产业资本在中国资本市场中的话语权越来越重。一般规律如下：产业

资本股东增持与减持的顶部与大盘指数底部与顶部有较高的一致性。控股股东整体上并未将上市作为纯粹的套现过程,他们对于上市公司的发展有着更为长远的规划。在确保控股股东的控制权地位安全情况下,控股股东对于经营情况良好的资产逢低增持,对于经营情况不佳的资产逢高退出。高管股东增减持行为表现出明显的“内部人”效应,他们能够在公司各项指标的高点减持股票,在低点增持。

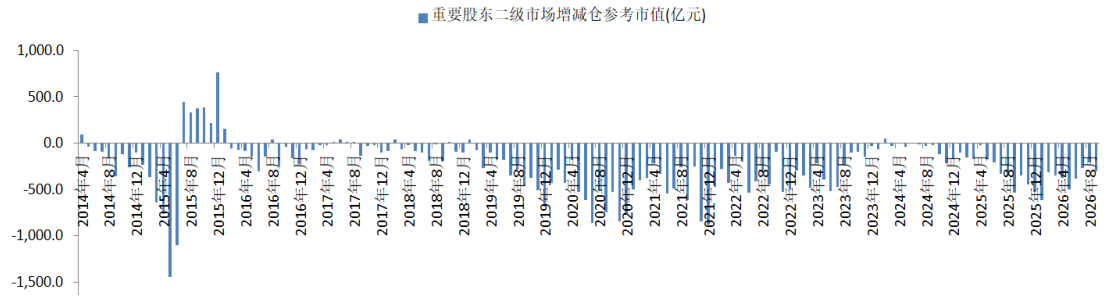
万得资讯统计数据显示，**2014年4月重要股东二级市场增减持一度曾经出现净增持97.1亿，同时大盘出现见底回升，**而2015年5月份净减持量达到1441亿，6月1日至6月19日减持数据达1074亿元，说明产业资本对后面的情绪开始偏谨慎，之后市场出现了前无所有的股灾。经历二轮大跌洗礼之后，诸多上市公司股价遭到腰斩，很多个股从最高价跌幅超过80%，投资价值逐步显现，各路资本增持此起彼伏。从统计数据看，**2015年7、8两月连续出现净增持的态势，之后上证指数在创出2850.71的低点后开始反弹。**自2016年7月至2017年4月，重要股东二级市场一直是处于净减持状态。**2017年5月26日证监会出台了减持新规对限售股的减持进行限定。**证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份若干规定》，新规对股东、董监高通过集合竞价、协议转让、大宗交易等方式转让规模、限定期限都有了详细规定。上市公司大股东在3个月内通过证券交易所集中竞价交易减持股份的总数，不得超过公司股份总数的1%。防范“过桥减持”，股份出让方、受让方应当在减持后6个月内继续遵循减持详细披露、减持股份数限额、锁定期限等规定。减持新规发布后，减持减少，增持增加，**2017年5-8月连续四个月出现净增持。2017年12月份之后市场出现一波小幅上涨**。2018年4月27日，资管新规正式颁布实施，市场连续调整，个股跌幅惨烈，不少个股创出了多年来甚至历史新低，减持规模处于低位，2018年10月底还有小幅增持，之后，2019年一季度市场出现逼空式上涨，2020年市场继续上行，股东减持动力增强，**2020年净减持约6733亿元**（约占解禁规模的**14%**），相较于2019年同期，净减持规模明显增大。**2021年净减持约5716亿元**（约占解禁规模的**10.20%**），**2022年净减持了4209亿元**（约占解禁规模的**9.15%**），**2023年净减持了3346亿元**（约占解禁规模的**7.28%**）。**2019年2月至2024年1月，重要股东二级市场连续60个月净减持，减持金额约23525亿，2024年2月出现净增持50.5亿元，4、6月分别再度出现净增持5.4亿元及6.4亿元。随着2024年9月底行情大涨，10、11、12月净减持力度加大。2024年重要股东二级市场净减持了640亿元，相比过去几年，净减持规模断崖式萎缩。2024年净减持规模明显萎缩的可能的原因是，**2023年8月27日，证监会进一步规范股份减持行为，从上市公司破发、破净和分红等方面对控股股东、实控人等重要股东减持股份作出严格要求，进一步优化和完善减持制度规则，被称为“最严减持新规”。根据规定，上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。控股股东、实际控制人的一致行动人比照上述要求执行；上市公司披露为无控股股东、实际控制人的，第一大股东及其实际控制人比照上述要求执行。为落实证监会关于《进一步规范股份减持行为》监管要求，2023年9月26日，沪深交易所正式发布《关于进一步规范股份减持行为有

关事项的通知》，就破发、破净以及分红不达标等标准进行明确，同时明确二级市场减持范围、增加大宗交易减持预披露等。同日，北交所修订了《北京证券交易所上市公司持续监管指引第8号——股份减持和持股管理》。减持新规发布后，多家公司发布公告称，提前终止减持、承诺不减持、延长限售期等。除了减持新规外，针对违规减持等损害投资者信心的证券违法违规行为，监管部门还重拳出击，加大打击力度。证监会还表示，对战略投资者出借证券行为严格监管，明确要求相关主体不得通过任何方式变相减持、不得通过任何方式合谋进行利益输送，一旦发现将依法严肃处理。2024年3月15日国务院新闻办就“强监管防风险推动资本市场高质量发展”有关政策举行发布会。规范股份减持方面，下一步，证监会会全面完善减持规则体系，按照实质重于形式的原则，全面防范绕道减持。一是明确离婚、控股股东解散等情形的减持规则。二是明确股票质押平仓、赠与等方式的减持规则。三是禁止大股东、董事、高管参与以本公司股票为标的物的衍生品交易，禁止限售股转融通出借，限售股股东融券卖出。对于违规减持将责令购回并上缴价差，对于拒不改正的严厉处罚。**2024年5月24日，证监会正式发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》、《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》，两则规章自发布之日起施行。以上《减持管理办法》《持股变动规则》被不少业内人士称为“史上最严减持新规”。**《减持管理办法》共三十一条，总体保持了《减持规定》的基本框架和核心内容，将原有的规范性文件上升为规章，并针对市场反映的突出问题完善了相关内容。一是严格规范大股东减持。明确控股股东、实际控制人在破发、破净、分红不达标等情形下不得通过集中竞价交易或者大宗交易减持股份；增加大股东通过大宗交易减持前的预披露义务；要求大股东的一致行动人与大股东共同遵守减持限制。二是有效防范绕道减持。要求协议转让的受让方锁定六个月；明确因离婚、解散、分立等分割股票后各方持续共同遵守减持限制；明确司法强制执行、质押融资融券违约处置等根据减持方式的不同分别适用相关减持要求；禁止大股东融券卖出或者参与以本公司股票为标的物的衍生品交易；禁止限售股转融通出借、限售股股东融券卖出等。三是细化违规责任条款。明确对违规减持可以采取责令购回并向上市公司上缴价差的措施，列举应予处罚的具体情形。此外，还强化了上市公司及董事会秘书的义务。总体而言，相比以往的减持规则，此次落地的减持新规增加大股东通过大宗交易减持前的预披露义务，明确控股股东、实控人二级市场减持与上市公司股价表现、分红情况挂钩，要求大股东在重大违法情形下不得减持，将大股东的一致行动人等同大股东对待；同时，全面封堵技术性离婚减持、转融通式减持等各类绕道减持通道；对于大股东违规减持、绕道减持等行为，可以责令当事人一定期限内购回违规减持股份，并向上市公司上缴价差。（信息及数据来源：证监会官网、wind，上交所，深交所，北交所官网）

从严规范减持行为，重拳出击违规减持后，2024年减持规模明显下降。2019年2月至2024年1月，重要股东二级市场连续60个月净减持后，2024年2月转为净增持50多亿元，4、6月分别再度出现净增持5.4亿元及6.4亿元。（2014年4月重要股东二级市场增减持一度曾经出现净增持97.1亿，同时大盘出现见底回升；2015年7、8两月连续出现净增持的态势，之后上证指数在创出2850.71的低点后开始反弹）。随着2024年9月底行情大涨，

10、11、12月净减持力度略有加大。2024年重要股东二级市场净减持了640亿元，相比过去几年，净减持规模断崖式萎缩。2025年重要股东二级市场净减持了约3370亿元，从数据上看，2025年7月开始，减持力度明显增加，说明市场回暖后，减持规模加大。2026年上半年市场回暖，三季度市场调整。目前已经披露的2026年个股解禁规模约为3.6万亿，处于相对高位。2025年重要股东二级市场净减持了约3370亿元，2026年前三季度净减持了约3315亿元。说明市场回暖后，减持规模加大。世事如棋局局新，展望2026年四季度，重要股东二级市场减持力度还要看市场走势，如果A股震荡或向下波动，减持力度可能会减弱。我们预计2026年四季度A股震荡的概率较大，预计减持规模较前三季度减少。（数据来源： wind）

图 25：重要股东二级市场增减持



数据来源：WIND，英大证券研究所整理。数据截止日期： 2026.9.30

（4）退市

作为一个成熟且完善的证券股票投资市场，包括上市公司的上市制度，还包括上市公司的退市制度，**上市管“入口”，退市管“出口”**。从某种程度上说，退市制度清退劣质公司，起到收缩供给的作用。**过去我国证券市场是处于“只进不出”的尴尬局面，目前这种局面正在逐步改变**。

随着管理层加大退市的力度，最近几年来，退市效率在逐步提升，退市制度也在逐步完善。2024年4月12日，《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（以下简称《意见》）正式发布。中国资本市场迎来第三个“国九条”，新“国九条”重点围绕严把上市关、严格持续监管、加大退市监管力度等举措展开，市场较为关注“强化现金分红监管”、“对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示”等方面（信息来源：国务院官网）。2024年4月12日，证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》。具体包括以下几个方面，第一，严格强制退市标准。一是严格重大违法退市适用范围，调低2年财务造假触发重大违法退市的门槛，新增1年严重造假、多年连续造假退市情形。二是将资金占用长期不解决导致资产被“掏空”、多年连续内控非标意见、控制权无序争夺导

致投资者无法获取上市公司有效信息等纳入规范类退市情形，增强规范运作强约束。三是提高亏损公司的营业收入退市指标，加大绩差公司退市力度。四是完善市值标准等交易类退市指标。第二，进一步畅通多元退市渠道。完善吸收合并等政策规定，鼓励引导头部公司立足主业加大对产业链整合力度。第三，削减“壳”资源价值。加强并购重组监管，强化主业相关性，加强对“借壳上市”监管力度。加强收购监管，压实中介机构责任，规范控制权交易。从严打击“炒壳”背后违法违规行为。坚决出清不具有重整价值的上市公司。第四，强化退市监管。严格执行退市制度，严厉打击财务造假、内幕交易、操纵市场等违法违规行为。严厉惩治导致重大违法退市的控股股东、实际控制人、董事、高管等“关键少数”。推动健全行政、刑事和民事赔偿立体化追责体系。第五，落实退市投资者赔偿救济。综合运用代表人诉讼、先行赔付、专业调解等各类工具，保护投资者合法权益。沪深交易所修订完善相关退市规则，并公开征求意见。具体来看，一方面，凡是行政处罚认定财务造假的，无论金额大小，均需被实施ST；另一方面，造假金额比例年限达到一定程度的，将被强制退市。此次修订将“连续2年造假金额5亿元以上且超过50%（造假金额占相应年度营业收入或年度净利润、年度利润总额、期末净资产合计金额的比例，下同）”的指标，调整为1年造假2亿元以上且超过30%，连续2年造假3亿元以上且超过20%，连续3年及以上造假。同时，沪深交易所分别修订相关股票上市规则，将多年不分红或者分红比例偏低的公司纳入“实施其他风险警示”的情形。内容如下：主板方面，对符合分红基本条件，最近三个会计年度累计现金分红总额低于年均净利润的30%，且累计分红金额低于5000万元的公司，实施ST。科创板和创业板方面，考虑到不同板块特点和公司差异情况，将分红金额绝对值标准调整为3000万。同时，最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例15%以上或最近三个会计年度研发投入金额累计在3亿元以上的科创板和创业板公司，可豁免实施ST。回购注销金额纳入现金分红金额计算。这一调整自2025年1月1日起正式实施。（信息及数据来源：证监会官网，沪深交易所官网，wind）

数据显示，**2020年20家企业完成退市**(包括四家B股)，**2021年23家公司完成退市**(包括三家B股)，退市新规已经初显威力。退市新规精简了退市流程，将退市时间从原来的4年缩短至2年，而2020年年报是退市新规首个适用年度，2021年年报再触及退市标准，直接被终止上市，导致2022年退市数量明显增加，**2022年50家公司完成退市，退市公司数量创历史新高**。2023年以来，市场化、法治化、常态化的退市格局逐步形成。2023年交易类退市数量明显增多也是2023年退市的一大特点，表明市场化“出清”渠道进一步畅通。作为交易类退市的重点类型，在“1元退市”新规下，市场出清效果开始显现。2023年46家企业完成退市摘牌，2024年有55家公司完成退市摘牌，**2025年有32家公司完成退市摘牌。2026年前三季度有21家公司完成退市摘牌。**

随着退市新规持续显效，A股多元化退市局面逐步形成，逐渐由过去的以财务类退市为主过渡到交易类、财务类、重大违法类等多元化退市并重格局。新“国九条”及其配套制

度相继发布后，促进市场有效识别和出清绩差风险公司的政策效应逐步显现，投资者通过“用脚投票”的方式加速清退绩差风险公司，推动上市公司结构持续优化。**我们从数据上看，虽然近几年退市力度明显加大，不过，目前A股整体退市家数还是相对有限，截至2026年9月30日末累计退市374家，“多进少出”仍然是市场生态现状，但这种状态在逐步改进，预计后市会加大市场退市力度以及加快市场出清的速度，投资者对于手中持有的标的，一定要从基本面角度持续跟踪分析，对可能的问题股及早规避；此外，面临退市风险的个股，尽量不要参与博弈，君子不立于危墙之下。对投资者来说，应该注意公司退市风险，不要盲目炒作垃圾股。**在资本市场的“新陈代谢”浪潮中，退市新规以多维指标联动加速市场净化，**预计2026年四季度退市数量有望增加。**（信息及数据来源：证监会官网，沪深交易所官网，wind）

最后，我们呼吁，**在严格执行退市制度的同时坚决防止“一退了之”，更应该加强对投资者权益的保护。**虽然退市本身并不必然导致赔偿，但存在重大违法违规必须“一追到底”。对于投资者来讲，最关注的是退市后的赔偿救济问题。如何健全退市过程中的投资者赔偿救济机制，织牢织密投资者“保护之网”，这需要各参与方共同努力、形成合力。

三、2026年四季度市场展望

（一）大势研判

过往回顾：在2018年12月中旬市场极度悲观的时候，我们通过多维度的研究，2019年度策略报告中预测2019年慢牛起点的来临，2019年一季度市场大涨后，2019年二季度策略报告中我们提醒，二季度市场上行的脚步会放缓，更多的是结构性机会，2019年三季度策略报告中我们提醒“硬科技”真成长优先，2019年四季度策略报告我们提醒，低估蓝筹退可守，科技成长进可攻。2020年一季度策略报告中，我们推荐科技股的投资机会，2020年二季度策略报告中提醒疫情冲击是短期的，是中长期配置A股的黄金时段，2020年三、四季度策略报告中预测指数震荡上行（慢牛），中枢逐步抬升，个股分化依旧。2019年及2020年市场的走势的验证了我们的判断，2019年、2020年沪指分别上涨22.30%、13.87%，深成指分别上涨44.08%、38.37%。2021年度策略报告（一季度）中，我们提醒年后暂时规避连续大涨后的机构抱团股（之后晨报中反复提醒），抱团股春节后大跌也验证了我们判断。在二季度市场普遍产生分歧的时候，我们二季度策略报告中坚定的预测，沪深三大指数有望迎来筑底回升（慢牛），A股行情将从流动性估值驱动转为企业盈利驱动，业绩增速决定走势差异，二季度市场走势完美验证了我们的预判，沪指涨幅4.34%，深成指涨幅10.04%，创业板涨幅26.05%，科创50指数涨幅27.23%。在2021年下半年（三季度）策略报告中我们的主要观点是指数震荡反复的频率和幅度可能会增加，更侧重部分板块和个股结构性机会，核心抓手仍是业绩增速。市场走势验证了我们的预判，2021年三季度沪深三大指数大幅震荡，7月末，受教育、地产等行业监管政策升级，叠加各大“茅”族连续下跌，沪指大幅下跌，

之后在低估蓝筹逐步爆发带领沪指逐步上行。7月中上旬，代表成长股的创业板指数、科创50指数表现极为强势，之后，热门赛道及科技等成长股高位调整，拖累创业板及科创50指数逐级下行。在2021年四季度策略报告中我们预判市场是震荡上行的结构型行情，四季度上证指数涨幅2.01%，深成指涨幅3.83%，四季度市场的走势也验证了我们的判断。2022年策略报告中我们预计2022年不是大年，指数震荡可能是主基调，震幅略增，源自海外。从一季度市场表现看，市场走势比我们预想的还弱，震荡幅度也略超预期。另外，我们提醒，大部分热门行业已不便宜，要注意风险。规避高估值以及高位的品种，对于一些业绩优质但低估值的标的，仍可跟踪。一季度市场风格方面完全符合我们预期。2022年二季度策略报告的标题是“二季度A股有望迎来筑底回升”，从结果看，4月份市场探底后，5-6月沪深三大指数明显回升，符合我们的预期。2022年下半年策略报告中，我们预测三季度A股仍有望延续上涨趋势，从结果看，市场走势弱于预期（打脸）。主要原因是美联储连续大幅加息略超预期、疫情频繁散发略超预期及8月初地缘局势上的扰动未预料到。2022年四季度策略报告中，我们预测，市场有望迎来筑底回升。当时认为，10月份大概率震荡筑底，或是较好的配置窗口期，11月份初或见到本轮美联储加息周期的拐点，重要会议后，国内疫情防控形势或政策有望出现好转（2022年国庆后，面对众说纷纭的观点，晨报中我们始终坚定的提醒），届时市场有望逐步走强，从结果看，2022年四季度，沪深三大指数低位企稳小幅上涨，验证了我们的预判。2023年初的年度（侧重一季度）策略报告中，我们认为，“否极”：2022年各种利空buff叠满，沪深三大指数大幅下跌。“泰来”：展望2023年，内外部环境在边际改善。整体上，流动性、风险偏好及企业盈利均有望逐步好转，经过2022年调整后，2023年A股市场有望迎来筑底回升，乐观看待权益市场表现。从结果看，2023年上半年上证综指上涨3.65%，深证成指上涨0.10%，沪深300指数下跌0.75%，创业板指数下跌5.61%，科创50指数上涨4.71%，基本符合预判。2023年下半年及四季度策略报告提醒，A股处于中长期底部区域，静待花开，从结果看，下半年沪指下跌7.09 %，深成指下跌13.62 %，创业板指数下跌14.61%，指数表现比预期的还要弱。虽然指数表现不佳，不过我们推荐的行业和主题投资机会表现还是相当不错的，也算是预测对了结构性的机会。2024年度、半年度及季度策略提醒如下：年初，年度报告提醒，目前A股处于中长期底部区域，战略配置机会凸显。关注中字头、国企改革、低估值高股息个股及人工智能为首的科技成长股的投资机会；4月初，二季度策略报告提醒，结构仍重于总量。规避主营业务缺乏竞争力、伪成长的中小市值个股及大部分ST股；7月初，下半年策略报告中提醒，关注券商中的重组方向；10月初，四季度策略报告中提醒，A股市场的修复仍将延续，不过，市场大涨之后波动或加大。优选弹性大、业绩优的龙头公司。从2024年市场表现看，符合我们预期。2025年1月7日，年度策略报告提醒，2025年市场的节奏预计将会放缓，预计2025年沪深三大指数呈现震荡“慢牛”上行格局，结构性机会占优。从2025年一季度市场表现看，基本符合我们预期。4月份，二季度策略报告提醒，短线高手可高抛低吸。中美关于关税的谈判博弈情况、经济基本面回升的力度都会影响市场的节奏。从上半年市场的表现看，符合我们的预判。2025年7月18

日，我们发布了下半年度（侧重三季度）策略报告，大势研判方面，我们提醒，下半年A股市场有望呈现出震荡向上，结构性机会丰富的行情特征。从三季度的市场走势看，验证了我们的预判。2025年10月10日，我们发布了四季度策略报告，大势研判方面，我们提醒，或许四季度A股上涨行情尚未结束，仍有延续上行的动能，但力度或趋弱，整体上，大概率延续慢牛趋势，但波动率或加大，在宽幅震荡中逐级抬升。从四季度的市场走势看，基本验证了我们的预判。**2026年1月份，我们发布了2026年度A股市场投资策略报告（侧重一季度），当时预计2026年A股市场中枢抬升，波动可能加大。从今年一季度市场表现看，符合我们的预期。2026年4月份，我们发布了2026年二季度A股市场投资策略报告，当时预计二季度A股震荡向上或仍是主基调。即便期间受外部扰动出现短期震荡，也不影响中期慢牛格局。从今年二季度市场表现看，符合我们的预期。2026年7月份，我们发布了2026年下半年A股市场投资策略报告（侧重三季度），当时认为，市场大概率进入科技股波动加大，市场或震荡反复，选股优先考虑安全、盈利及估值性价比。从今年三季度市场表现看，基本符合我们的预期。（**数据来源：wind）

逻辑分析：展望2026年四季度，**宏观经济方面**，地缘局势不稳让全球经济充满挑战与不确定性，引发投资者对全球经济可能陷入滞胀的担忧。**国内方面，**“十五五”规划逐步落地实施，政策红利的逐步释放有望为实体经济与资本市场带来支撑。大国 “角力”长期存在，且国内人口老龄化加深等结构性挑战依然存在。整体上，稳中求进是中国经济的底色。**货币政策方面，预计海外流动性收紧，**为全球资本市场带来波动压力，也对A股形成外部压制。**后期需关注国际油价走势对通胀及各国央行货币政策的影响**。**国内方面，**中国通胀压力相对较小，**货币政策有独立空间，预计货币环境依旧宽松**，宽松的路径可能包括进一步的**降息降准**，也可能是结构性货币政策工具的扩张等，**或现“总量+结构”双轮驱动特征**。不过，**目前信贷增长已由供给约束转化为需求约束，关键还是看需求端**；**估值方面，**2024年9月至2025年A股表现主要为估值修复，2026年上半年上涨更多是流动性驱动，不过，**2026年三季度沪深三大指数出现调整后，当前估值状态已较为充分消化了地缘冲突、油价高企、美联储加息等悲观预期，估值回落至合理区间，继续下行空间有限，**大概率是**“震荡反复、结构机会”。**四季度关注财政货币协同及企业盈利改善情况；**供求关系方面**。**股票市场需求**（资金供给端）主要受以下几个方面因素的影响，**一是个人投资者资金，受行情影响较大，如果是震荡行情，个人资金入市增量短期大概率变化不大**。中长期看，低利率环境下，存款有望从银行逐步搬家到股市，居民有望加大权益类资产配置；**二是公私募资金，**若四季度降准降息落地，风险偏好提升将进一步助推发行放量。不过，部分热门赛道估值仍处于高位，若四季度市场呈现震荡格局，可能抑制新发基金热情，甚至引发赎回压力；**三是长期资金**，政策将继续推动中长期资金积极入市，未来基金、社保、险资、养老金、理财资金等长线资金仍是**维护市场平稳健康运行的“稳定器”，如果市场出现向下波动，险资等中长期资金或将抄底权益类资产，成为增量资金的重要来源之一**；**四是理财资金，**建议可适度增加权益类产品布局；**五是境外资金，**在地缘局势反复的背景下，中国形成了独特的安全

优势，有望吸引境外机构增持人民币资产。不过，**若美联储货币政策的鹰派姿态强于预期，则将对外资流入形成干扰；六是股票回购资金，有望延续良好的回购态势，**上市公司的回购与分红有望成为新的增量资金来源；**七是类“平准基金”。**若市场出现大幅波动，**类“平准基金”大概率会出手维稳；八是结构性货币政策工具**依旧支持资本市场，**增强资本市场内在稳定性。****股票市场供给**主要由IPO、增发配股、限售股解禁及退市等决定。**新股发行方面，**三季度末，从进入注册制发行上市系统排队的项目的**数据上看，2026年四季度融资压力仍比较大。再融资方面，再融资规模压力依然较大，政策或将引导资金更多流向科技创新领域。解禁压力较大，**2026年前三季度重要股东二级市场净减持了约3315亿元。说明市场回暖后，减持规模加大。四季度减持力度还要看市场走势，如果A股震荡或向下波动，减持力度可能会减弱。**预计2026年四季度A股震荡的概率较大，预计减持规模较前三季度减少；退市方面，**目前退市数量偏低，退市公司数量尚需增加，**注意公司退市风险，不要盲目炒作垃圾股。**展望2026年四季度，在资金供给端，预计增加空间不大。在股票供给端，IPO和再融资或将实现进一步的增长。因此，**预计A股的资金供给增加空间不大与股票供给有望小幅增加的背景下，资金供给与股票供给的关系将紧平衡，增量资金势能偏弱。**

大势研判：综合以上宏观经济、货币政策、估值及需求供给分析，**市场在经历三季度调整后，估值和情绪已明显降温，下行空间相对有限；但受海外流动性收紧、内需偏弱制约，短期缺乏大级别上行动能。四季度行情更可能以震荡反复、结构性轮动的方式展开。配置上宜保持均衡，回调后，可关注科技股的反弹机会（景气兑现方向）与逢低布局防御方向。只有基本面过硬的个股才能在震荡中站稳脚跟，而纯题材炒作（缺乏业绩兑现且估值偏高）**的品种则大概率被资金边缘化。另外，主营业务缺乏竞争力、基本面较差、部分ST股、多次亏损以及常年不分红等相关上市公司，投资者尽量规避。后续持续跟踪以下几个方面的可能会影响市场节奏的动向：一是国际地缘环境变化，如中东局势。二是全球AI产业进展。三是国内房地产市场能否逐渐低位趋稳。

（二）行业配置

过往回顾：2025年1月7日，我们发布了年度策略报告，行业配置方面，把泛TMT板块（文化传媒、计算机、电子、通信等）排在前面，建议优选有业绩支撑的标的逢低介入。还重点推荐了机器人行业；主题投资方面，泛AI主题排在了主题投资的第一位。从2025年一季度市场的表现看，符合我们的预判。4月份，二季度策略报告提醒，市场风格轮换，小盘股和大盘股均有机会，但个股会分化，“高成长中小盘股”+“稳分红核心资产”均衡配置的性价比更高。从上半年市场的表现看，符合我们的预判。2025年7月18日，我们发布的下半年（侧重三季度）A股市场投资策略报告中，把半导体排在行业配置的第一位，把机器人行业排在行业配置的第二位，从三季度的市场的表现看，符合我们预判。2025年10月10日，我们发布了四季度策略报告，市场风格方面，我们提醒，可能会更加均衡。在继续关注科

技成长主线的同时（科技股的波动可能加大，随时扣好止损的安全带），也可关注部分周期品种行情、内需消费、红利股以及景气度改善的方向，均衡配置的性价比或更高。从四季度结果看，基本符合预期。**2026年1月份，我们发布了2026年度A股市场投资策略报告（侧重一季度），当时提醒，可逢低关注部分周期品种行情、红利股以及景气度改善的方向。科技股内部或迎来分化，波动加大。从今年一季度市场表现看，符合我们的预期。2026年4月份，我们发布了2026年二季度A股市场投资策略报告，当时提醒，行业及主题配置方面，选择景气科技方向（如AI产业链、集成电路、半导体、光学光电子、智能机器人等），作为进攻端。尤其把半导体排在行业配置的第一位。无论A股的大势研判还是行业配置，从二季度以来的市场表现看，符合我们预期。2026年7月份，我们发布了2026年下半年A股市场投资策略报告（侧重三季度），当时认为，科技股波动加大，可关注防御板块与低估值蓝筹的轮动机会。从今年三季度市场表现看，基本符合我们的预期。**

具体可重点关注三大方向：**一是逢低博弈优质科技成长的反弹机会。回调结束后，在科技成长赛道**（如半导体、AI产业链、电子产业链、机器人产业链、通信设备、具身智能与商业航天等）**挖掘优质标的，逢低关注有业绩落地、技术迭代支撑的细分龙头（关注三季报业绩验证，特别是AI算力链的业绩兑现情况），具备业绩亮点或增长预期的科技股，在回调后可逐步关注低吸机会，规避纯粹炒作概念个股；二是逢低关注具备防御与配置价值的红利类资产，**在市场震荡中提供稳健的现金流支撑。如银行、电力、煤炭、公用事业等，这类板块业绩稳定、分红率高，在市场波动时具备防御属性；**三是低位龙头蓝筹。**资金配置重心或回归业绩确定性标的，叠加产业资源向优质企业集中，低位的大盘蓝筹与行业龙头相对受益。另外，**重视供需格局改善的资源品如橡胶等农产品，券商等也或有补涨机会；最后，对于地产、消费不用过度悲观，筹码出清充分，一旦基本面出现积极信号，预期反转带来的反弹行情值得期待。操作上，低吸配置优于追涨，下跌不恐慌，上涨不追高；仓位上以均衡配置为宜，科技逢低关注业绩兑现能力，防御方向以底仓思维持有，同时密切跟踪量能变化以及地缘局势对风险偏好的影响。**

具体如下：

1、高股息率股

自2022年四季度开始，无论是年度策略报告，还是季度策略，亦或是晨报，我们反复推荐了高股息率个股的投资机会。当时认为，全面注册制背景下，低利率的环境中，能够提供稳定的高股息的红利股难能可贵。从行业看，银行、石油石化、高速公路或港口营运等行业的高股息标的分布较密集。2023年1月的年度策略报告（侧重一季度）中我们推荐了银行、石油石化及 “中特估”等机会，2023年一季度石油石化及“中特估”表现还是不错的。**2024年1月的年度及4月初的二季度策略报告，我们推荐了公共事业（电力、水务、燃气、公路）**

等领域。当时认为，**预计国有垄断的基础类行业将受到青睐——电力、水务、燃气、公路及上游资源品等领域，以分红规模和持续性相对占优的央国企为主。从结果看，2024年上半年上述板块表现亮丽。**2024年7月初的下半年策略报告中我们提醒，2024年上半年涨幅靠前的银行、煤炭、公用事业等行业均为高股息、高分红个股扎堆的行业。且当时高股息板块的强势表现已经持续超过2年，结合估值和股息率变化来看，未来高股息板块的性价比或有所下降，节奏上，也是逢低配置为主。市场走势验证了我们的预判，2024年三季度震荡分化，四季度红利、价值等风格指数则阶段性表现偏弱。整体上看，2022年至2024年，高股息板块持续获得资金青睐。**2025年1月的年度及7月的下半年策略报告中，**我们提醒，虽然高股息个股仍有逢低配置的价值，不过，**当越来越多的资金涌向高股息资产之后，存在一定程度的拥挤现象。投资者若盲目跟风买入这些个股，可能需要承担较大估值波动的风险。市场走势如我们预期，**2025年一季度高股息率板块出现震荡，三季度市场科技股强势上攻使得红利风格受到冷落。**2026年二季度红利股继续受到冷落，中证红利指数大幅调整，不过，2026年7月下半年策略中提醒，在经历连续下行后，下半年股息率再度有吸引力，红利风格或止跌回升，市场走势如我们预期，2026年三季度红利股逆势走强。展望2026年四季度，部分相对低位的高股息股仍有防御性配置价值：如电力、银行、公用事业、煤炭等。提醒一下，在挑选高股息个股时，尽量不要追高，择机低吸为主，排除低供给壁垒的行业、处于产业下行周期的资产，重点选择必需品属性、壁垒及护城河的资产（逢低关注）。**

2、医药生物

2026年7月下半年策略中提醒医药股的投资机会，三季度医药股活跃。展望2026年四季度，医药板块仍具备逢低配置价值。首先，医药生物板块有防御价值；**其次，老龄化加速。中国正在步入老龄化社会。老年人口对慢性病管理、创新药、医疗器械、康复护理等医疗需求将迎来增长。**这是医药板块最底层的、不可逆的长期驱动力；再次，政策支持力度加大，创新药审批加快。但医药投资的专业门槛很高，需要对产品管线、临床试验数据、医保政策等有深入理解。**可关注创新药、中药、医疗器械、血制品等（逢低配置）。**

3、资源品

2026年7月下半年策略中提醒资源股的投资机会，三季度资源股活跃。展望四季度，地缘局势不稳影响全球化秩序的背景下，能源安全和战略资源的重要性增加，油气、贵金属、煤炭、有色金属等资源品相关公司仍可逢低关注。另外，农业板块（如橡胶、棕榈油、白糖、棉花等）也值得关注（逢低关注）。

4、证券

2024年7月初的下半年（侧重三季度）策略报告中，我们推荐了证券板块的低吸机会（当

时空头氛围弥漫），重点推荐了重组方向，特别是风控能力领先业务质量兼备的优质头部券商将更具备安全边际。从结果看，最终等来了2024年9月末证券板块迅猛上涨，符合我们的预期。**站在目前的时点，展望2026年四季度，首先，券商板块有均衡配置价值，逢低关注；其次，证券估值处于低位。在资本市场持续活跃、股权融资规模走向复苏、衍生品业务稳步发展的大方向下，证券行业2026年利润有望进一步实现回暖，助力估值修复；再次，政策驱动与资本市场改革。科创板第五套上市标准延伸至AI、量子科技等硬科技领域，提升券商保荐与直投跟投收益弹性，同时，支持券商行业并购整合，行业集中度提升有望带动头部券商综合盈利增强**（信息来源：财联社）**。整体上看，推荐财富管理、国际业务和科创弹性更大的头部券商及受益于居民资金入市的金融科技公司（逢低关注）。**

5、电网设备

“算电协同”首次被写入国务院政府工作报告，明确提出“实施超大规模智算集群、算电协同等新基建工程”（信息来源：2026年政府工作报告）。这一表述标志着算力与电力协同发展从行业概念正式上升为国家战略部署，市场预期此举将驱动电力基础设施投资与需求增长，为电力行业带来长期发展机遇。另外，当前，全球AI算力建设处于增长期，高功率、高稳定的供电成为算力集群的“生命线”，电力设备变压器正升级为算力基础设施的重要部分。**展望2026年四季度，前期电网设备板块可能会出现震荡回落，不过，回调后，仍可逢低关注出口景气度高的标的。**

6、房地产

近年来，中央和地方政府密集出台稳地产政策，限贷、限购、限价等调控措施持续放松，降首付、降利率、“白名单”融资支持、**贴息**等密集出台，旨在防范系统性风险、稳定市场，政策呵护地产止跌回稳的意愿较强，预计政策友好期将持续。**2026年7月下半年策略中提醒，对于地产板块不用过度悲观，筹码出清充分，一旦基本面出现积极信号，预期反转带来的反弹行情值得期待，展望2026年四季度，我们维持该观点不变。**经过近几年出清后，行业“剩者为王”的现状将持续深化，优秀企业仍有配置价值，建议把握房地产板块以及相关链条的底部反弹机会。不过，考虑到中长期人口周期需求导致整个行业逻辑的生变，“昨日辉煌”难再现，**2026年四季度可具体可重点关注一些土地储备优势的国企房企以及重回稳健发展的优质民企龙头公司（逢低关注）。**

7、内需消费

扩大内需已成为国家明确的战略之举。**2026年7月下半年策略中提醒，对于消费股不用过度悲观，筹码出清充分，一旦基本面出现积极信号，预期反转带来的反弹行情值得期待，展望2026年四季度，我们维持该观点不变。**具体可关注以下三大方向：**一是结构性赛**

道。顺应人口趋势的“银发经济”、满足年轻群体情感的“悦己消费”、追求性价比的“平价消费”及基础的食品饮料；**二是服务消费升级。**我国服务业占比提升空间广阔，文旅、体育、养老、医疗保健及文化娱乐等服务性消费是未来增长点；**三是安全主线。**在外部不确定性因素加大的背景下，内循环和国家安全的重要性提升，农牧饲渔或将迎来逢低布局机会。**生猪养殖行业或迎来底部反转的机会，另外，橡胶、棕榈油、白糖、棉花等机会可可逢低关注。**

8、半导体

2021年下半年策略报告中我们推荐了半导体板块，2021年下半年半导体概念表现还不错。**2023年我们又推荐了半导体行业的投资机会，**从结果看，在大盘整体弱市中，半导体行业全年涨幅10.10%（数据来源：东方财富软件终端）。**2025年7月下半年A股市场投资策略报告中，把半导体排在行业配置的第一位，**2025年三季度半导体板块表现明显强于大盘，符合我们预判。**2026年1月的年度（侧重一季度）策略报告中，我们又推荐了半导体行业的投资机会（而且把它排在行业配置的第一位），一季度半导体表现强于大盘。2026年4月的二季度（还是把它排在行业配置的第一位），从结果看，上半年半导体板块表现非常靓丽，符合我们预期。2026年7月下半年策略中提醒，短期有回落的压力，波动可能加大，甚至不排除大幅回调，但半导体长期向好的逻辑没变。**全球数字化转型及地缘政治博弈下，半导体已成为战略基础资源，基于自主可控逻辑，预计未来我国半导体产业自立是长期必然趋势。中国作为电子制造国，国产替代在国家政策强力扶持下（如大基金三期、税收优惠）已进入不可逆的加速通道，国产设备/材料/制造环节将直接受益。**展望2026年四季度（后半段），半导体板块仍可逢低关注，不过，板块内部可能出现分化，具备业绩亮点或增长预期的个股，在回调结束后，仍有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股**。

9、机器人行业

2025年1月7日，2025年度策略报告推荐机器人行业的时候，正好是个相对低点。从结果看，2025年人行机器人、机器人执行器、机器人行业大涨。**2026年4月，二季度策略报告中我们推荐了机器人行业的机会，从二季度市场表现看，符合我们预期。2026年7月下半年策略中提醒，短期有回落的压力，机器人板块波动可能加大，内部可能出现分化，具备业绩亮点或增长预期的个股，在回调结束后，仍有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股。机器人行业投资核心逻辑在于“机器换人+技术引领+政策支持”。首先，根本驱动力是“机器换人”。**全球老龄化与劳动力成本上升，使机器人在生产和服务中被大量使用（工业机器人受益于新能源、半导体等高景气行业扩张；服务与特种机器人则在医疗、物流等场景渗透）；**其次，政策层面，“科技自立自强”，“制造业升级”与“设备更新”提供了强力助推。最后，技术革命。**AI大模型与灵巧操控技术正让

机器人变得更智能，能完成复杂任务，智能机器人及人形机器人更打开了未来通用场景的想象空间。**展望2026年四季度，在回调结束后，逢低关注产业链机会：上游核心零部件（减速器、伺服系统）技术壁垒高、盈利能力强，是国产替代与价值核心；中下游本体及集成商则直接受益于行业放量。但需聚焦“真技术”与“硬需求”。应优先布局掌握核心技术、绑定优质客户、且在强势赛道有深度应用的龙头企业。**

10、计算机

2023年初的年度策略报告提醒，计算机板块的盈利水平、估值水平均处于历史底部区间。随着疫情影响减弱，宏观经济恢复向好，信息技术应用创新产业加速推进，各行业IT需求有望逐步回暖，叠加2022年的低基数效应，当时预计**2023年计算机板块有望迎来业绩和估值双升行情。2023年1月的年度策略报告中，我们把计算机行业排在行业推荐的第一位，从结果看，一季度计算机板块涨幅36.79 %居首**（数据来源：wind），大涨过后，二季度初，我们提醒，估值性价比在下降，存在波动加大风险，切忌随意追进和盲目做多。从结果看，2023年二季度计算机板块有所回落，上半年计算机板块涨幅27.57%位居涨幅榜第三（数据来源：wind）。2026年上半年计算机板块调整，**2026年7月下半年策略中提醒，短期有回落的压力，计算机板块波动可能加大。展望2026年四季度，计算机板块内部可能出现分化，具备业绩亮点或增长预期的个股，在回调结束后，仍有望继续引领结构性行情的发展，仍可逢低关注。规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股。**计算机板块的核心驱动力在于人工智能与自主可控（信创）两大趋势。AI驱动从算力硬件到软件应用的全面升级与需求增加，信创则为国内企业提供持续的国产替代市场。同时，数字经济作为新引擎，保障了行业增长的可持续性。**但该板块估值波动大、技术迭代快，且易受宏观环境影响，适合能够承受一定风险的投资者。投资时把握好节奏，聚焦AI算力、核心软件及信创龙头，普通投资者可通过布局行业ETF分散风险，高抛低吸或是占优策略。**

11、电子

2023年1月的年度策略报告提醒，电子板块是经济上游一个很重要的前瞻性指标，当时认为，受疫情、海外冲突等因素的影响，2022年电子行业业绩大幅下滑。2022年申万一级行业中，电子板块下跌36.54%，跌幅居首。2022年底，电子行业PE为28倍左右，估值水平已接近10年来最低水平。2023年，疫情过后，消费逐步复苏，制造业回暖，电子行业景气周期有望触底回升，否极泰来，**预计2023年初时点中长期配置性价比突显**。消费电子领域有望迎来需求拐点。2023年1月的年度（侧重一季度）策略报告中，我们把电子行业排在行业推荐的第二位，一季度电子板块涨幅15.50%，表现还不错（数据来源：wind）。**2026年4月的二季度策略报告中我们继续推荐了电子板块，二季度电子相关产业链大涨。2026年7月下半年策略中提醒，短期有回落的压力，电子相关板块波动可能加大，内部可能出现分化。展望2026**

年四季度，具备业绩亮点或增长预期的个股，在回调结束后（大概率是四季度后半段），仍有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股，逢低精选细分赛道。逻辑如下：首先，AI驱动算力需求增加。随着AI大模型的发展，对算力的需求大幅增长，直接驱动了上游光通信和光模块市场。其次，AI赋能新硬件。除了背后的算力，AI也正在重塑我们身边的智能硬件，为光学光电子创造了全新的应用场景。光学技术已不仅是拍照，更扩展到AR/VR、机器视觉、人形机器人、自动驾驶汽车等领域。这些新兴领域对光学元器件的需求是刚性的，为板块带来了持续的关注度和增长点。建议投资者应聚焦真正受益于技术趋势的环节，把握“结构性机会”（逢低关注）。

12、通信

2025年7月，下半年A股市场投资策略报告中提醒，二级市场5G、5.5G、6G的相关通信设备、解决方案等上市公司的投资机会值得逢低关注。2026年度策略报告中提醒，通信板块仍可逢低关注，从结果看今年一季度通信板块涨幅5.59%（数据来源：wind）。2026年4月的二季度策略报告，我们继续推荐了通信板块，从结果看，2026年二季度通信板块大涨。连续上涨后，2026年7月下半年策略中提醒，短期有回落的压力，通信板块波动可能加大，内部可能出现分化。展望2026年四季度，具备业绩亮点或增长预期的个股，在回调结束后，仍有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股。逻辑如下：首先，AI与算力核心驱动。全球AI发展催生大量算力需求，高速光模块、数据中心网络设备等需求强。其次，政策与升级周期。国家“新基建”和自主可控战略持续支持，5.5G/千兆光网/F5G建设推动基础设施迭代，带来结构性机会。最后，卫星互联网、物联网等的发展，为通信行业提供长期增长空间。不过，通信板块，部分细分领域估值已高，需警惕技术迭代与资本开支周期的影响。建议投资者逢低关注AI算力（光模块）、运营商等高景气方向。

13、新能源

2025年7月半年度策略报告提醒，从交易角度看，新能源赛道股有技术性反弹的需求；从基本面上看，全球持续推进实现“双碳”目标，锂电、光伏、风电、储能的需求依然持续。2025年三季度新能源赛道股出现了预期中的反弹。2025年10月四季度及2026年度策略报告提醒，新能源赛道反弹有望延续，特别是新能源赛道中具备核心技术储备的龙头企业仍可逢低关注。从结果看，今年一季度新能源赛道股表现靓丽。2026年7月下半年策略中提醒，短期有回落的压力，新能源赛道波动可能加大，内部可能出现分化。展望2026年四季度，具备业绩亮点或增长预期的个股，在回调结束后，仍有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股。目前看，地缘局势问题加速全球能源转型，光伏、风电、新型储能或迎来更多出海机会，重点关注具备成本优势及技术迭代能力的龙

头企业（逢低关注）。

（三）主题投资

1、AI 产业链

2025年1月7日，我们发布了2025年度（侧重一季度）策略报告，把泛AI主题排在了主题投资的第一位，从2025年一季度看，泛AI主题表现相当亮丽。2025年7月，下半年（侧重三季度）A股市场投资策略报告中，我们提醒，泛AI主题投资后续将进入去伪存真阶段。从三季度结果看，泛AI主题上涨，特别是算力龙头涨幅较大。2026年4月，二季度策略报告提醒，AI正从算力投入迈向应用与端侧落地期，呈现出国内和国外共振的产业趋势。使用率、处理量及实体场景数据增加，“算力-应用-端侧”的正向循环已启动。从二季度市场表现看，AI产业链表现还不错。**2026年7月下半年策略中提醒，短期AI产业链有回落的压力，波动可能加大，内部可能出现分化。展望2026年四季度，具备业绩亮点或增长预期的个股，在回调结束后，仍有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股。中长期仍可逢低关注如下投资机会：一是算力。**光通信模块、算力芯片、高带宽内存、液冷等。**二是AI应用与智能硬件。三是安全与ESG。伴随AI发展，网络安全、数据隐私及绿色能源供应链需求凸显。提醒一下，部分领域估值过高，对业绩兑现非常敏感。另外，技术路线快速变迁，巨头与初创公司竞争白热化，淘汰加大。机会将更集中于能证明盈利能力和拥有真实护城河的应用层及配套产业，市场将转向结构性分化**（逢低关注）。

2、稀土

2025年10月，四季度策略报告提醒稀土板块的投资机会，从结果看，四季度稀土概念股大涨。2026年1月的年度（侧重一季度）及4月二季度策略报告中，我们再次提醒了稀土板块的投资机会，从结果看，今年上半年稀土板块大涨。**2026年7月下半年策略中提醒，短期有回落的压力，稀土板块波动可能加大，内部可能出现分化。展望2026年四季度，具备业绩亮点或增长预期的个股，在回调结束后，仍有望继续引领结构性行情的发展。中长期仍可逢低关注。主要理由：一是需求方面。**稀土被誉为“工业维生素”，是新能源汽车、风电、航空航天、国防军工等关键领域的核心材料。**二是供给高度集中。**中国主导全球稀土冶炼与磁材供应，产业政策对供给有较强调控能力。**三是战略地位凸显。**地缘政治因素强化了其资源溢价和供应链价值。**提醒一下，产品价格波动较大，受政策与市场情绪影响大。投资方面，优先关注拥有资源配额和产业链优势的龙头公司，或通过行业ETF分散投资（逢低关注）。**

3、军工

2020年下半年投资策略报告中我们重点推荐了军工板块的投资机会，2020年下半年板块整体涨幅25.27%。2021年二季度、半年度、四季度策略报告又推荐了军工板块，二季度军工板块涨幅12.10%，三季度军工板块涨幅8.53%，四季度军工板块涨幅16.60%。连续大涨后，估值有点偏高，2022年一季度，军工板块随大盘出现调整。**2023年初（侧重一季度），我们继续提醒军工板块的投资机会，2023年上半年军工板块涨幅16.30%**，表现明显强于大盘。**2025年初的年度（侧重一季度）策略报告，我们再度提醒了军工板块的投资机会，**从结果看，2025年上半年军工板块涨幅25.46%，明显跑赢大盘。**2025年7月，下半年A股市场投资策略报告中提醒，军工板块仍可逢低关注**，从结果看，2025年下半年军工板块涨幅26.23%（上述几个涨幅数据来源：东方财富软件终端）。2026年上半年军工板块冲高回落，**2026年7月下半年策略中提醒，军工板块大概率继续震荡回落。展望2026年四季度，在回调结束后，中长期仍可逢低关注**航天航空、飞行武器（导弹、无人机等）、国防信息化（雷达、电子元器件、通信、网络安全）、船舶制造、军用新材料（高温合金、碳纤维、复合材料）板块细分领域，精选业绩有长期支撑的标的。理由如下：**首先，政策支持。**近几年军费预算保持平稳增长：2020年至2026年之间，中国国防预算增幅依次是6.6%、6.8%、7.1%、7.2%、7.2%、7.2%、7.0%（数据来源：中青网及中国网）；**其次，事件时有驱动。**近年来地缘政治冲突频繁出现，未来大概率仍有地缘热点事件对军工板块形成阶段性催化；**三是强大的技术壁垒与“自主可控”优势。**军工行业资质、技术、客户关系壁垒极高，竞争格局稳定，龙头企业护城河宽广。“国产化”和“自主可控”的核心受益者：在复杂国际形势下，关键装备和技术的自主可控成为国家安全基石。军工企业是这一趋势的受益者，供应链安全得到空前重视；**四是新兴增长点：军民融合。**航空航天、新材料、通信导航等高精尖军事技术，在民用领域（如大飞机、商业航天）有较大的转化潜力和市场空间。提醒一下，经过过去几年的上涨后，展望2026年四季度，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股。普通投资者可通过布局行业ETF分散风险，踏准节奏，高抛低吸或是占优策略。

4、工业母机

“工业母机”概念，粗略理解是制造机器的机器，这类公司通常代表了一国高精尖制造业基础。**2021年四季度我们重点推荐了“工业母机”概念股，2021年四季度的表现可以用非常靓丽来形容，**涨幅8.26%。**2023年初，我们继续提醒工业母机概念的投资机会，2023年上半年工业母机概念涨幅29.35%，表现还是相当亮丽的。**2023年三季度工业母机概念股随大盘小幅回调，四季度出现震荡，2023年全年上涨27.50%。过去几年，工业母机概念股表现不错，**2025年1月7日的年度策略报告中，我们又推荐了工业母机概念股的投资机会，**自1月7日以来至阶段性高点工业母机概念板块涨幅超25%（上述几个涨幅数据来源：东方财富软件终端）。**2025年7月、10月，分别在下半年及四季度A股市场投资策略报告中及提醒，工业母机概念**

仍可逢低关注，下半年工业母机概念股表现不错。2026年4月的二季度策略报告我们又推荐了工业母机概念，从结果看二季度工业母机板块大涨，符合我们预期。**2026年7月下半年策略中提醒，短期有回落的压力，工业母机概念股大概率会大幅波动，内部可能出现分化。展望2026年四季度，具备业绩亮点或增长预期的个股，在回调结束后，仍有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股。中长期仍可逢低关注。**投资逻辑如下：**首先，政策强力驱动，战略地位突出。**工业母机被列为“制造之母”，是国家高端制造突破的关键环节。**专精特新、两机专项等政策持续倾斜，部分领域已进入“补短板”期。其次，制造业升级。**产业升级需求，新能源汽车、航空航天等高精度领域对高端数控机床需求旺盛，带动设备更新迭代。**再次，安全与自主可控逻辑强化。**全球供应链不确定性加大，高端装备自主可控成为国家安全重要一环，国产设备采购意愿增强。提醒一下，中低端机床同质化竞争激烈，价格战压缩利润。投资机会可逢低布局高端数控机床，关注核心部件国产化（逢低关注）。

5、低空经济

2024年下半年、四季度、2025年度、二季度、下半年及四季度策略报告中推荐了低空经济概念股的投资机会，从结果看，2025年低空经济概念股上涨42.60%（数据来源：东方财富软件终端）。2026年上半年低空经济概念股震荡分化，**2026年7月下半年策略中提醒（侧重三季度），低空经济概念股仍可能延续分化回落。展望2026年四季度，具备业绩亮点或增长预期的个股，在回调结束后，仍有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股。**中长期看，仍可逢低关注。**理由如下：一是顶层设计与政策驱动。**低空经济已被列入国家战略性新兴产业，各地政府纷纷出台发展规划和扶持政策。空域管理改革（如简化飞行审批、划设低空飞行空域）是产业发展的基石，相关政策正在稳步推进，为行业扫清最大制度障碍。**二是潜在市场空间大与清晰的应用场景。**其应用已形成清晰路径。To G/B：工业巡检（电网、油气管线）、农林植保、应急救援、警用安防等已规模化应用，商业模式成熟。To C：eVTOL（电动垂直起降飞行器） 驱动的城市空中交通（UAM）、高端旅游观光、私人飞行等，是未来想象空间大。物流运输：无人机物流配送已在部分城市试点，能有效解决“最后一公里”和偏远地区配送难题，降本增效显著。**三是产业链条长，带动效应显著。**上游技术与材料：电池、电机电控、复合材料、飞控与导航系统、通信与感知（5G-A/6G、激光雷达）等。中游整机制造与运营：无人机、eVTOL整机厂，是产业链的核心集成环节。下游应用与服务：飞行培训、维修保障、金融服务、数字化平台等。**提醒一下，作为热门赛道，部分概念股可能已透支未来多年的预期，存在估值过高、炒作题材的风险。一旦技术或商用进展不及预期，股价回调压力较大。警惕只有概念、没有实质业务和技术的公司。逢低关注已盈利的工业无人机龙头及核心零部件供应商；中期跟踪基础设施与运营服务商；长期可布局eVTOL整机龙头（逢低关注）。规避没有业绩支撑的高位题材股**。

6、数字经济

2022年度（侧重一季度）策略报告，我们推荐了数字经济产业链的投资机会。2022年1月17-20日数字经济概念股连续大涨，春节后连续两周成为题材股中的“明星”。受“东数西算”工程正式全面启动的利好刺激，2月18、21日数字经济概念股上演大面积涨停潮。2022年国庆节之后，数字经济概念股连续走强。**2023年初，我们提醒，还可以继续关注，从结果看，2023年一季度数字经济相关的概念股在“人工智能”概念的带领下，连续拉升，成为全市场闪耀的“明星”。**2023年4月中旬的二季度策略报告提醒，后市存在波动加大的风险，切忌盲目做多。2024年7月初的下半年策略报告中提醒“经过2023年下半年及2024年上半年调整后，2024年下半年部分个股再度具备了参与价值”，市场走势如我们预期，2024年9月末数字经济相关概念连续大涨，2024年四季度依旧表现不错。2025年4月，二季度策略报告再度提醒了数字经济概念股的投资机会。2025年半年及四季度A股市场投资策略报告中，我们提醒，数字经济概念股可能会出现高位震荡，个股可能会有分化。2026年上半年数字经济概念股冲高回落，**2026年7月下半年策略中提醒，数字经济概念股大概率延续震荡回落的态势，波动可能加大，内部可能出现分化，展望2026年四季度，具备业绩亮点或增长预期的个股，在回调结束后，仍有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股。中长期看好逻辑没变，未来几年我国数字经济产业有望持续高速发展。**理由如下：**一是时代主旋律。**数字经济是全球经济增长的新引擎，从“数字中国”到各国数字战略，渗透率提升，市场空间广阔。**二是技术驱动革命。**人工智能（AIGC）、大数据、云计算等技术融合创新，正推动全社会从“数字化”迈向“智能化”，催生新业态并重塑所有产业，创造持续需求。**三是政策支持。**“数据要素化”、“东数西算”等国家战略提供长期红利，在关键基础设施和软件领域的国产替代支持明确。**等待市场调整结束后，逢低关注如下投资机会：基础设施层：**算力（AI芯片、数据中心）、通信（5G/6G）、基础软件与网络安全。**赋能与应用层：人工智能应用（AIGC、行业AI）、数据要素、产业数字化**（工业互联网、智慧能源、数字政务、线上娱乐等）、数字货币等。

7、商业航天

2026年1月的年度（侧重一季度）及4月的二季度策略报告，我们提醒了商业航天概念股投资机会。2026年上半年商业航天冲高回落。2026年7月下半年策略中提醒，商业航天概念股可能会出现大幅波动，短期有回落的压力，内部可能出现分化。展望2026年四季度，具备业绩亮点或增长预期的个股，在回调结束后，仍有望继续引领结构性行情的发展，规避纯粹炒作概念、缺乏实际业绩支撑的个股。中长期向好逻辑未变：顶层政策的明确和未来较大的市场想象空间。政策端，支持体系已从顶层规划迈入实质落地。《“十五五”规划建议》首次将建设“航天强国”纳入重点任务。随后，中国国家航天局印发《国家航天局推进商业航天高质量安全发展行动计划（2025-2027年）》。专职监管机构（商业航天司）成立，准

入、质量监管及科创板专属上市通道等政策组合拳，为全产业链提供了清晰的制度保障与融资支持。**需求端，**以卫星互联网为核心的应用需求增长。技术端，降低成本正在进行。综上所述，商业航天产业在国家战略牵引下，已形成“政策-市场-技术”的闭环驱动。**等待市场调整结束后，逢低关注投资机会：**卫星互联网星座建设带动的火箭发射、卫星制造产业链；中长期关注火箭回收等技术突破及“卫星+”应用生态的拓展。

（**注：**本文信息及数据，来自于wind资讯、IFIND、东方财富软件终端、国家统计局、沪深北三大交易所官网、证监会官网、央行官网、银保监会官网、全国社会保障基金理事会官网、人力资源和社会保障部官网、国家社会保险公共服务平台官网、中国理财网、国家金融监督管理总局、财政部、国家能源局及权威财经媒体等，经英大证券研究所整理）

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表英大证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“英大证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

本报告版权归“英大证券有限责任公司”所有，未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

资质声明：

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189 号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢沪深 300 指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随沪深 300 指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输沪深 300 指数

公司评级

买　　入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增　　持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中　　性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回　　避	预计未来6个月内，股价跌幅为5%以上