2026 年 09 月 05 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

逢低布局，静待修复

报告摘要

核心观点：

◆ 美债信用和美国通胀担忧仍是当前市场焦点。根据美联储“褐皮书”，美国经济活动总体保持轻度至温和增长，但经济增长越来越依赖人工智能数据中心等少数项目，消费者信心不足，对价格较为敏感。因此美国基本或不具备持续加息的基础，即使加息也仅为预防式加息，9 月中旬美联储议息会议后市场风偏有望改善，且不排除提前改善。

◆ 部分投资者担忧科技硬件 M 顶的二波反弹是否结束。我们在周报《抱团行情松动有哪些特征》中提出，抱团行情高点松动后，随着基本面延续上行，资金再次抱团促成反弹二波，形成 M 顶，且反弹二波顶点与业绩拐点往往同步。根据彭博一致预期数据，科创 50 业绩增速有望于 2026 年四季度再创新高。因此，科技硬件抱团行情的二波反弹或尚未开始，当前仍处于一波顶部回落尾声。

◆ 本次我们进一步观察历史 A 股抱团行情与美国十年国债收益率、联邦基金目标利率的关系。抱团一波大多位于宽货币周期，美国十年期国债利率下行能够助力抱团行情初期启动、斜率抬升。随着产业趋势和业绩不断强化，行情转为由基本面主导，不会受到长债利率转为持续上行甚至加息的压制。反弹二波见顶的决定因素仍然是业绩见顶，而非加息周期的开启。

◆ 观察 A 股受到美国金融条件的影响情况。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，当前美国货币条件指数仍未出现明

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

相关研究报告

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》

中航策略周报：《蓄势待变——警惕月末扰动，静待 9 月反攻》

中航策略周报：《修复行情将迎来业绩密集期的检验》

中航策略周报：《结构性修复行情持续》

中航策略周报：《全球去杠杆或已临近尾声，A 股科技修复行情宜徐徐图之》

中航策略周报：《“黄金坑”底部区间或逐渐清晰》

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

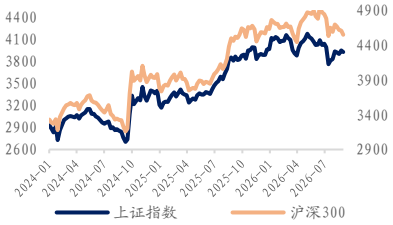
中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

显提升，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。同时，彭博一致预期数据预测，三、四季度，沪深 300 业绩增速有望持续上行，基本面支撑下沪深 300 指数有望进一步走强。

市场走势：



- 截至 8 月 31 日，除*ST 萃华外，A 股中报已披露完毕。二季度数据显示，A 股营收与盈利均延续上行趋势，单季度增速均进一步提升。金融板块重新成为全 A 业绩增长的重要支撑。

- 二季度主要板块业绩增速较一季度普遍提升，仅科创板边际回落，但绝对增速仍远领先于其他板块。二季度，科创板较沪深 300 业绩增速差进一步收窄，这与 7 月以来市场风格切换表现一致。截至 9 月 4 日，根据万得一致预期，二者 2026 年全年增速差或较二季度明显走阔，指向经历一定再平衡后，年内市场风格或仍将再度转向科技成长风格相对占优。但市场经历了年中极致分化后的大幅回撤后，下一轮风格分化程度或相对缓和。

- 行业层面，二季度业绩依旧分化，科技成长与周期板块行业景气度依旧靠前，但整体看，申万 31 个行业行业间分化程度较一季度有所收窄。部分一季度业绩增速居前的行业，二季度业绩增速环比回落幅度也较为靠前，如综合、计算机和国防军工；而部分一季度业绩增速靠后的行业，二季度增速有所企稳甚至改善，如钢铁、美容护理和轻工制造。此外，非银金融二季度业绩改善幅度显著高于其他行业，周期板块内部景气度扩散，如煤炭业绩连续改善趋势显著，而部分内需板块依旧承压。

投资建议：

- 往后看，即使悲观情景下 9 月美联储预防式加息，对于市场影响或体现为利空落地。短期，A 股或仍为震荡，建议逢低布局，静待修复。结构上，近期资金配置再平衡有望延续，金融、消费、AI 科技可均衡配置。中期看，年内 A 股科技硬件二波修复行情依旧可期待，但风格分化或不再如 6 月份极致，下半年或为多板块、风格轮动式上涨。

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（-0.56%）、深证成指（-3.13%）、沪深300（-1.33%）、科创50（-5.10%）、创业板指（-4.03%）、中证500（-3.07%）、中证1000（-2.56%），均表现较弱。行业风格上，金融风格表现较强，上涨 2.65%；成长风格表现较弱，下跌 3.60%。分行业来看，申万一级行业中传媒、银行、农林牧渔表现较强，分别上涨 6.03%、4.03%、3.34%；电子、有色金属、建筑材料表现较弱，分别下跌 5.36%、5.01%、4.26%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 19697.77 亿元，较上周减少 194.23 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 21.60 倍，较上周下跌 1.43%。

正文：

市场对主权财政信用所要求更高的风险补偿，本周多个全球主要经济体长债收益率再创阶段性新高，同时多家央行加息预期升温。9 月 2 日，日本 10 年期国债收益率突破 3%，再度创新 30 年新高；澳大利亚、德国 10 年期国债收益率同步刷新 15 年新高。与此同时，美国通胀预期与加息预期抬升，美国 10 年期国债收益率一度突破 4.8%，为 2025 年 1 月以来最高，于近 20 年历史高位徘徊。

美债信用和美国通胀担忧仍是当前市场焦点。根据美联储“褐皮书”，美国经济活动总体保持轻度至温和增长，但经济增长越来越依赖人工智能数据中心等少数项目，消费者信心不足，对价格较为敏感。因此美国基本或不具备持续加息的基础，即使加息也仅为预防式加息，9 月中旬美联储议息会议后市场风偏有望改善，且不排除提前改善。

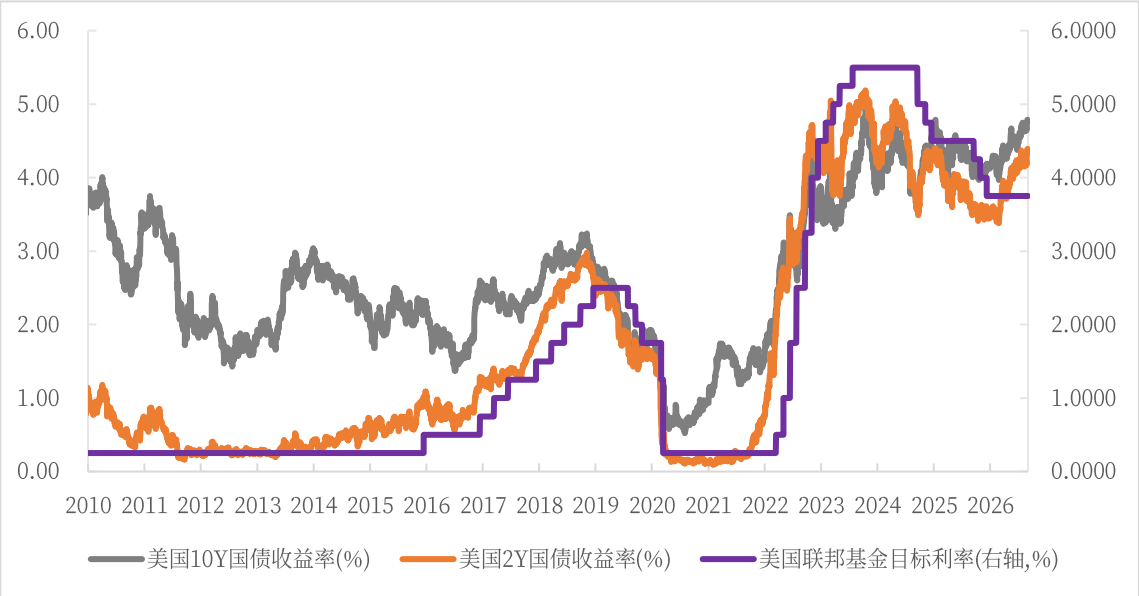
与此同时，部分投资者担忧科技硬件 M 顶的二波反弹是否结束。我们在周报《抱团行情松动有哪些特征》中提出，抱团行情高点松动后，随着基本面延续上行，资金再次抱团促成反弹二波，形成 M 顶，且反弹二波顶点与业绩拐点往往同步。根据彭博一致预期数据，科创 50 业绩增速有望于 2026 年四季度再创新高。因此我们认为，科技硬件抱团行情的二波反弹或尚未开始，当前仍处于一波顶部回落尾声。

本次我们进一步观察历史 A 股抱团行情与美国十年国债收益率、联邦基金目标利率的关系。抱团一波大多位于宽货币周期，美国十年期国债利率下行能够助力抱团行情初期启动、斜率抬升。随着产业趋势和业绩不断强化，行情转为由基本面主导，不会受到长债利率转为持续上行甚至加息的压制。反弹二波见顶的决定因素仍然是业绩见顶，而非加息周期的开启。

具体来看，第一轮 TMT 的抱团行情，10 年美债收益率 2010 年 4 月的短暂下行和 2014 年初开始的下行周期与 A 股牛市斜率上行同步。但 2015 年初的反弹并未能阻止 A 股轰轰烈烈的牛市行情，2015 年 9 月的下行与反弹二波同步启动，但 10 月的回升并未能结束抱团反

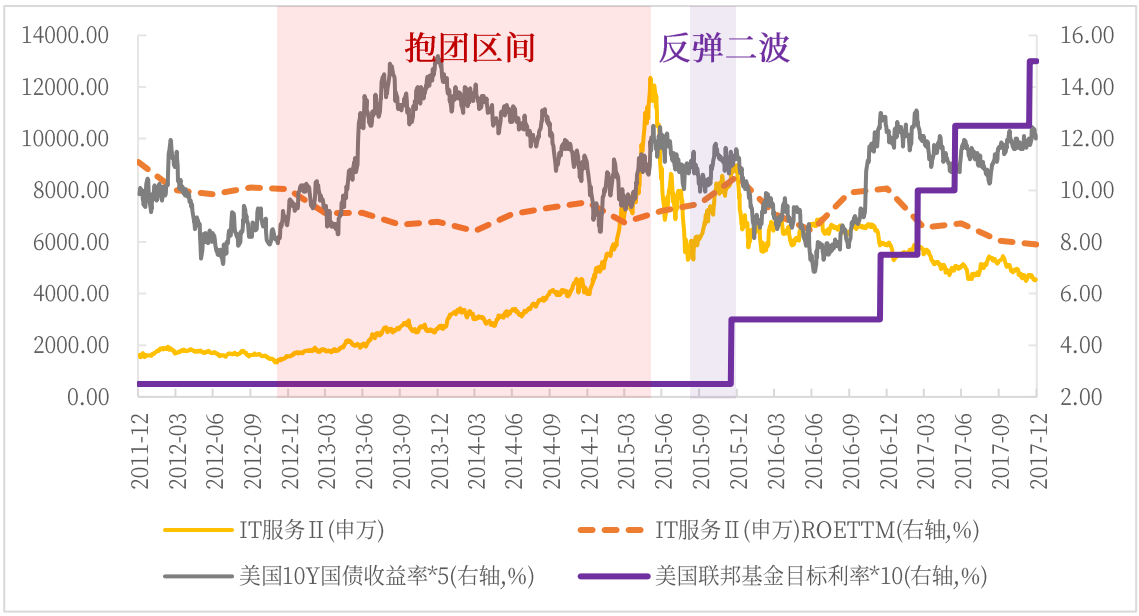
弹，反弹二波几乎同步于业绩拐点、同步于加息回落。**第二轮白酒抱团行情，**2018 年 10 月和 2021 年 3 月长端利率下行与抱团一波、反弹二波的起点几乎同步，但 2020 年 6 月的长债利率回升并未能结束白酒抱团的高斜率行情，白酒反弹二波同步于白酒业绩拐点、提前于美联储加息回落。**第三轮新能源抱团行情，**抱团一波对应 2020 年 3 月长债利率降至低位，反弹二波的起点与 2022 年 6 月的长债利率下行几乎同步，反弹二波的终点同步于新能源业绩、滞后于加息周期的开启。

图1 近期长债收益率走高



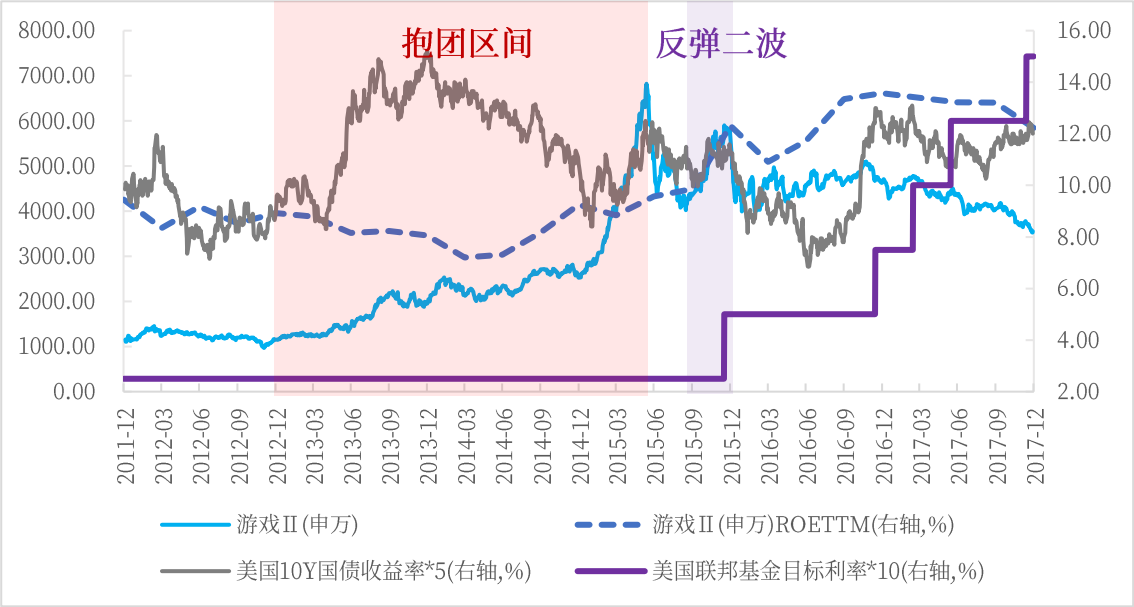
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图2 第一轮抱团，TMT-IT 服务



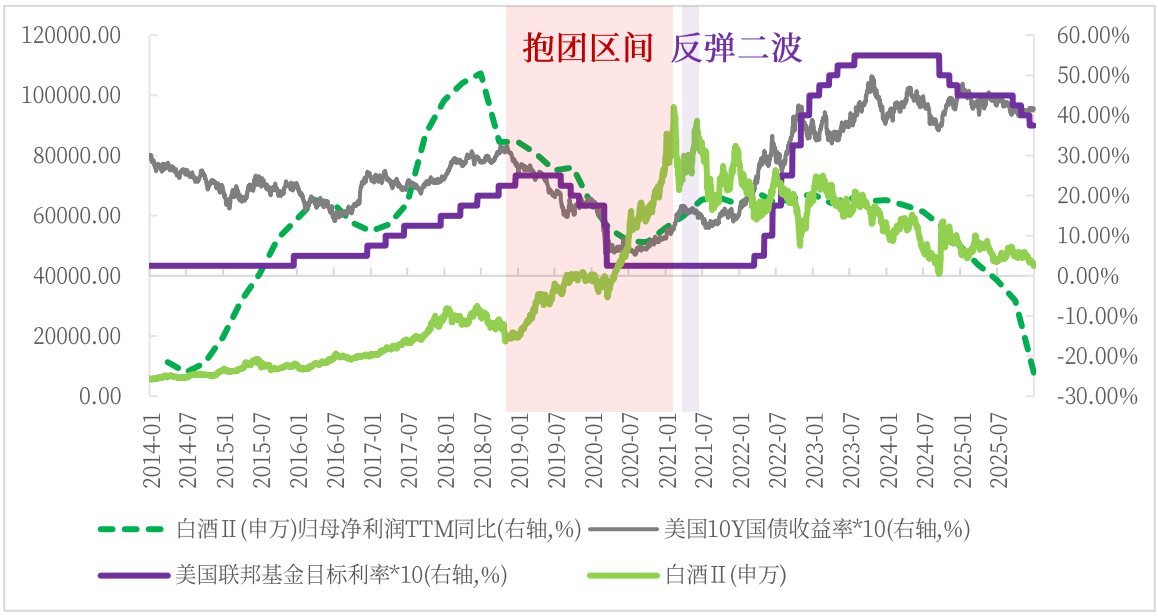
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图3 第一轮抱团，TMT-游戏



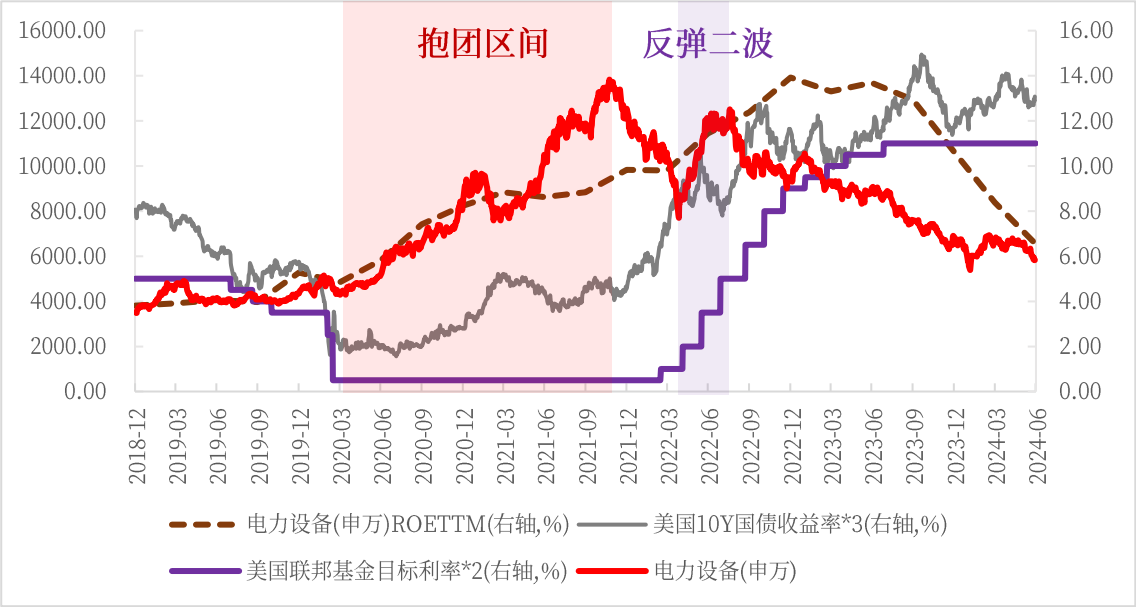
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图4 第二轮抱团，白酒



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图5 第三轮抱团，新能源

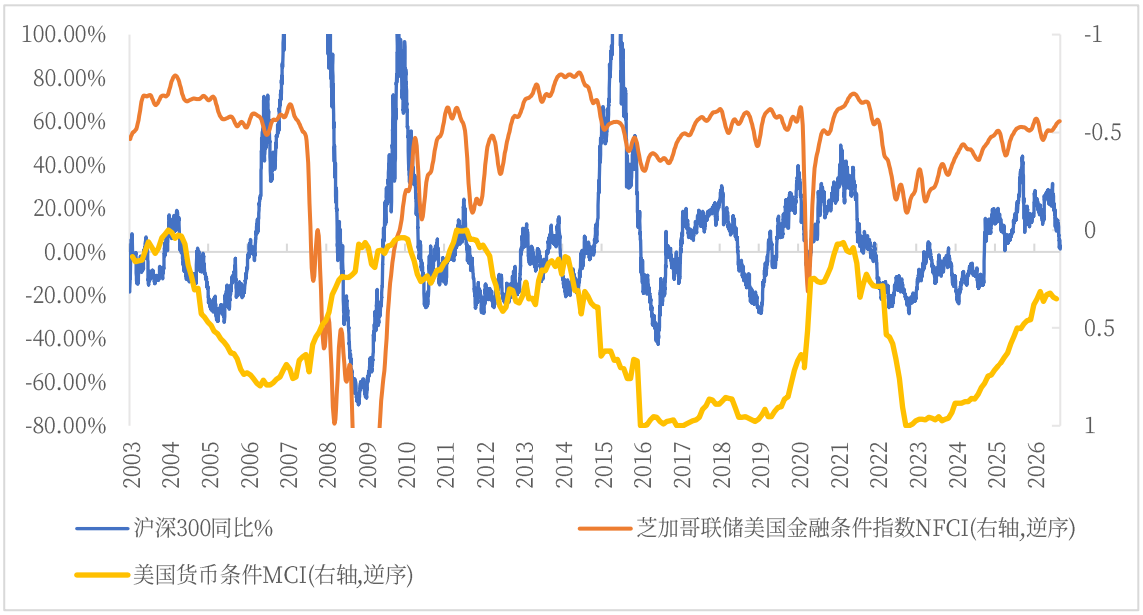


资料来源：Wind，中航证券研究所整理

A 股拐点受到美国金融条件宽松程度影响。芝加哥联储的美国全国金融状况指数 NFCI 以周度频率度量美国货币市场、债券市场和股票市场、传统银行体系与影子银行体系的金融环境松紧状况。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。该指标由 105 项金融活动指标加权构成，主要包括风险、信用、杠杆三部分，风险类指标赋予正权重，信用和杠杆类指标赋予负权重。此前我们发现，我们构建的美国货币条件指数 MCI 领先芝加哥联储的金融条件 NFCI 拐点，自 2021 年以来，约领先 3-6 个月。NFCI 又与标普 500 指数同比和纳指同比变化呈现较强的周期一致性。

进一步观察 A 股受到美国金融条件的影响情况。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，当前美国货币条件指数仍未出现明显提升，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。同时，彭博一致预期数据预测，三、四季度，沪深 300 业绩增速有望持续上行，基本面支撑下沪深 300 指数有望进一步走强。

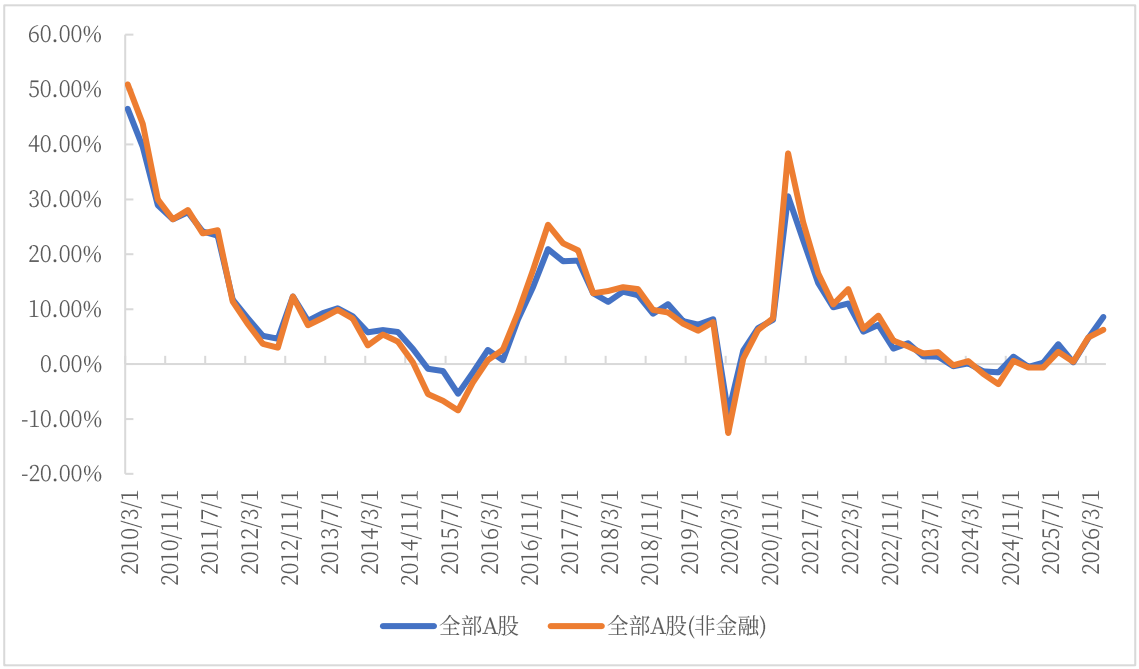
图6 美国金融条件 NFCI、美国货币条件，与沪深 300 同比（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：截至 2026 年 8 月 28 日）

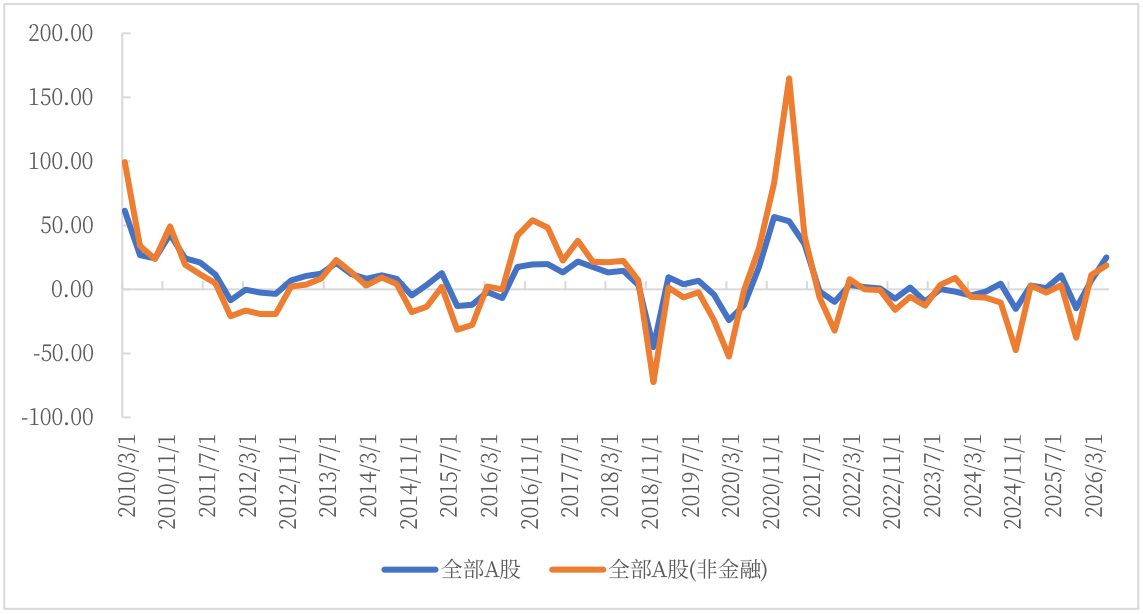
截至 8 月 31 日，除*ST 萃华外，A 股中报已披露完毕。二季度数据显示，A 股营收与盈利均延续上行趋势，单季度增速均进一步提升。金融板块重新成为全 A 业绩增长的重要支撑。整体法口径下，2026 年二季度全部 A 股、全部 A 股非金融的单季度营收同比增速分别为 8.56%和 6.24%，均上行至 2022 年四季度以来的新高；较一季度分别上行 3.85pcts 和 1.41pcts。单季度归母净利润同比分别增长 24.90%和 18.68%，较一季度分别提高 18.03pcts 和 7.49pcts，均创 2021 年三季度以来新高。结构上，二季度全部 A 股盈利增速重新高于非金融口径，显示金融板块对 A 股利润支撑重新走强。

图7 上市企业单季度营收同比增速（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图8 上市企业单季度归母净利润同比增速（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

二季度主要板块业绩增速较一季度普遍提升，仅科创板边际回落，但绝对增速仍远领先于其他板块。二季度，科创板较沪深 300 业绩增速差进一步收窄，这与 7 月以来市场风格切换表现一致。截至 9 月 4 日，根据万得一致预期，二者 2026 年全年增速差或较二季度明显走阔，指向经历一定再平衡后，年内市场风格或仍将再度转向科技成长风格相对占

优。但市场经历了年中极致分化后的大幅回撤后，下一轮风格分化程度或相对缓和。

具体看，上证主板、深证主板、创业板二季度归母净利润同比分别为 21.48%、29.38%、41.66%，较一季度提升 18.12pcts、14.98pcts、19.90pcts；科创板二季度归母净利润同比增速为 102.33%，虽然较一季度回落 95.35pcts，但绝对增速仍显著高于其他主要板块，显示科技成长方向盈利仍具较强弹性。**风格上，大盘与小盘均延续修复**，沪深 300、中证 1000 二季度净利润分别同比增长 23.45%、17.05%，北证 50 由负转正至 16.43%，边际增长 26.12pcts，在主要宽基指数中改善最为显著。

表 1 近四季度主要板块业绩表现

板块名称	26Q1单季度归母净利润同比	26Q2单季度归母净利润同比	边际变化	近4季度归母净利润同比增速变化
全部A股	6.87%	24.90%	18.03pcts	
全部A股(非金融)	11.19%	18.68%	7.49pcts	
全部A股(非金融石油石化)	11.49%	17.43%	5.94pcts	
上证主板	3.37%	21.48%	18.12pcts	
深证主板	14.40%	29.38%	14.98pcts	
创业板	21.75%	41.66%	19.90pcts	
科创板	197.68%	102.33%	-95.35pcts	
沪深300	5.01%	23.45%	18.44pcts	
中证1000	3.08%	17.05%	13.98pcts	
北证50成份	-9.70%	16.43%	26.12pcts	

资料来源：Wind，中航证券研究所整理

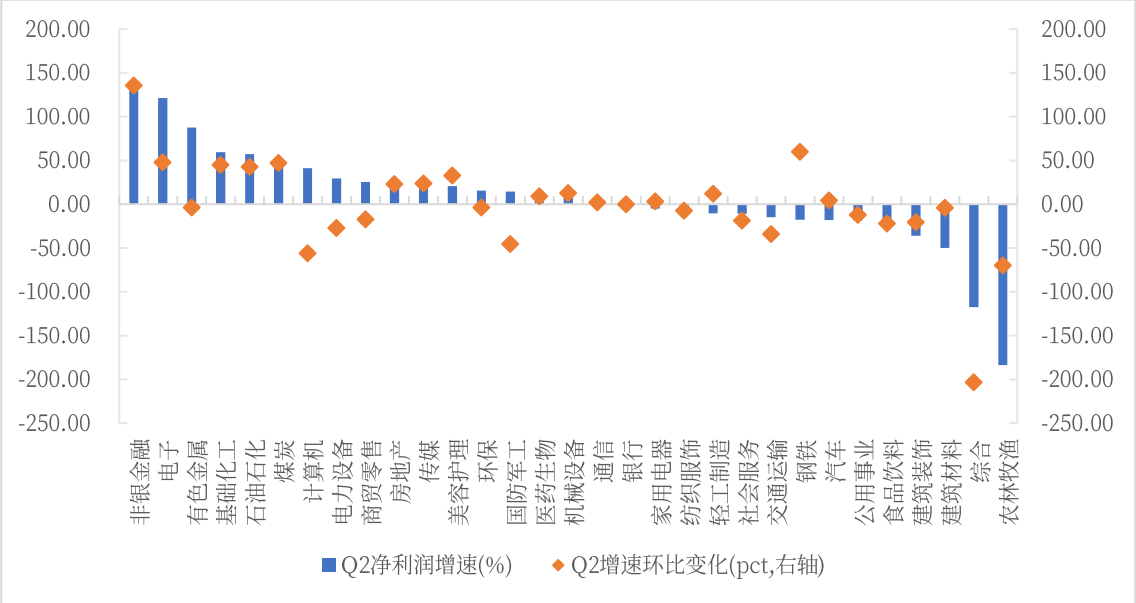
行业层面，二季度业绩依旧分化，科技成长与周期板块行业景气度依旧靠前，但整体看，申万 31 个行业行业间分化程度较一季度有所收窄。部分一季度业绩增速居前的行业，二季度业绩增速环比回落幅度也较为靠前，如综合、计算机和国防军工；而部分一季度业绩增速靠后的行业，二季度增速有所企稳甚至改善，如钢铁、美容护理和轻工制造。此外，非银金融二季度业绩改善幅度显著高于其他行业，周期板块内部景气度扩散，如煤炭业绩连续改善趋势显著，而部分内需板块依旧承压。

营收方面，二季度单季度营收同比增速居前的五个行业分别为非银金融、电子、有色金属、电力设备和基础化工，增速分别为 53.09%、33.27%、22.92%、18.88%和 16.57%。从边际变化看，非银金融营收增速较一季度大幅提高 56.01pcts，改善幅度居行业首位；石油石化、煤炭、计算机和基础化工的改善幅度同样位居前列，整体来看，二季度科技成长与周期板块的较高景气得到延续，同时非银金融在二季度显著走强，成为收入端改善最突出的新增亮点。

归母净利润方面，二季度增速居前的五个行业分别为非银金融、电子、有色金属、基础

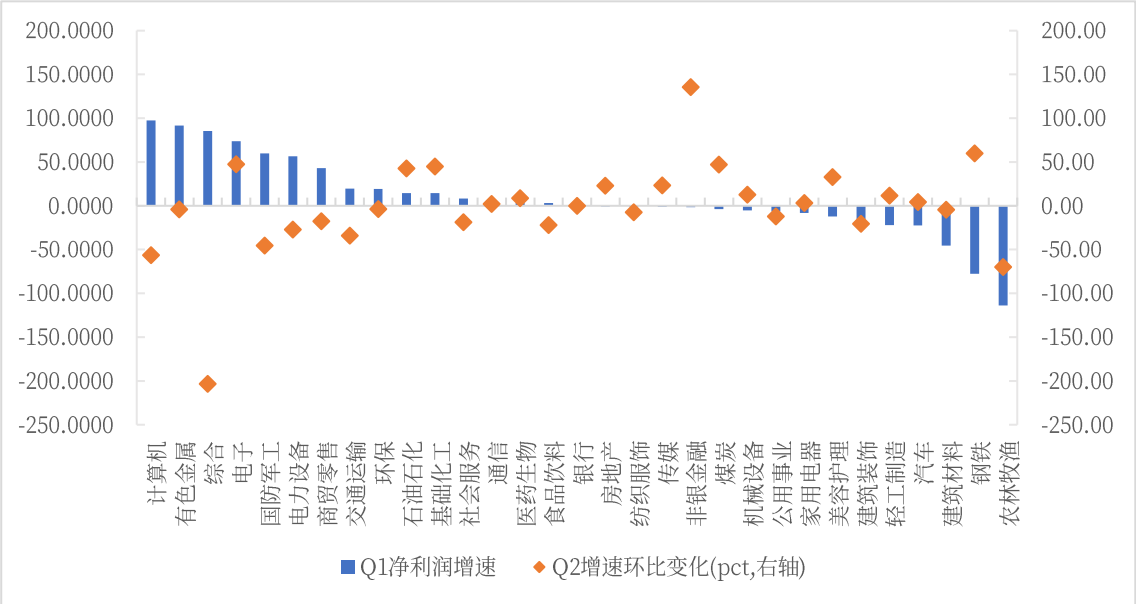
化工和石油石化，增速分别达到 133.95%、121.33%、87.66%、59.38%和 57.32%，高景气方向主要集中于金融、科技和资源品。非银金融净利润增速较一季度提高 135.41pcts，改善幅度显著领先。钢铁、电子、煤炭和基础化工的增速改善幅度同样居前，其中煤炭增速连续三个季度回升，并于二季度由负转正，盈利修复趋势较为明确。

图9 申万一级行业二季度归母净利润增速、边际变化



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图10申万一级行业一季度归母净利润增速以及二季度边际变化



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

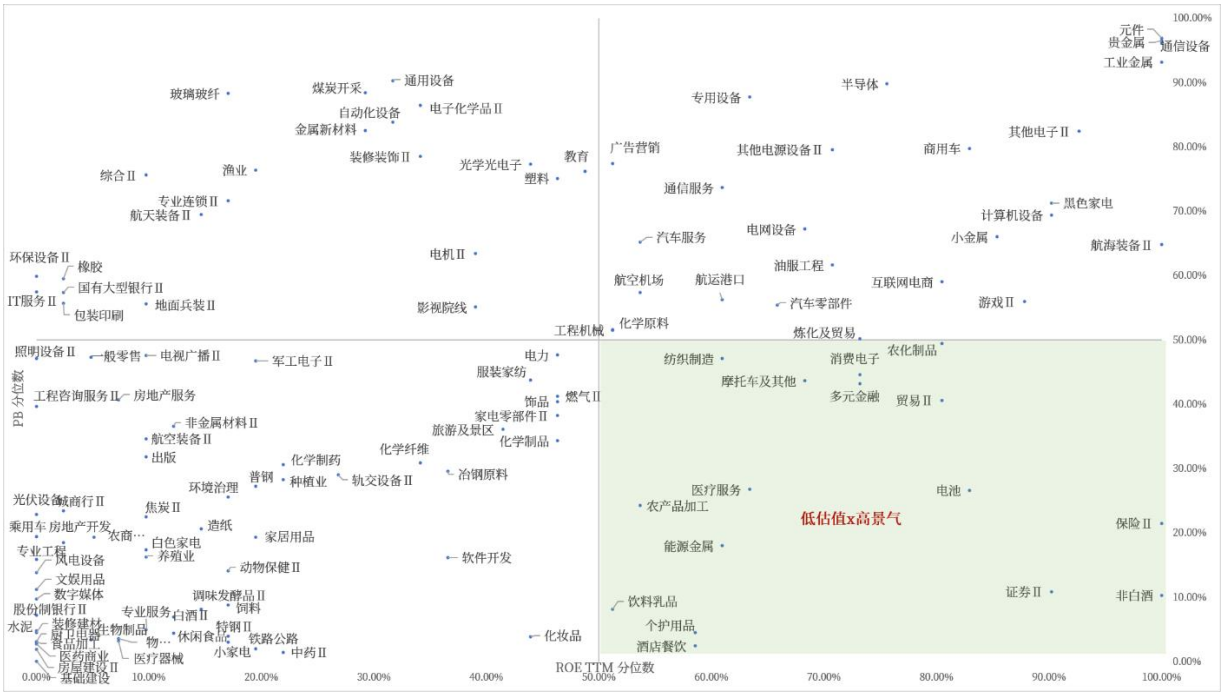
表 2 近四季度申万一级行业基本面情况

	单季度归母净利润同比（%）					单季度营收同比（%）				
板块	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	趋势	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	趋势
农林牧渔	-57.48	-138.95	-113.85	-183.87		0.13	-5.55	3.31	-4.47	
基础化工	21.90	-28.09	14.55	59.38		1.61	3.29	9.03	16.57	
钢铁	202.87	10.73	-77.49	-17.80		0.28	-7.31	-5.10	0.90	
有色金属	50.81	31.53	91.64	87.66		15.26	13.60	31.70	22.92	
电子	51.17	19.35	73.77	121.33		19.99	21.71	28.69	33.27	
汽车	9.22	3.75	-22.36	-18.22		10.27	3.24	2.23	2.41	
家用电器	4.77	-64.83	-8.01	-4.90		2.64	-5.42	-0.17	-0.18	
食品饮料	-14.64	-40.34	3.27	-18.90		-4.75	-11.83	3.49	-4.82	
纺织服饰	-13.91	197.10	-1.08	-8.68		4.67	13.59	6.10	-15.72	
轻工制造	-19.07	4.77	-22.11	-10.43		0.65	3.76	4.50	5.22	
医药生物	0.08	82.35	3.31	12.15		0.59	4.31	1.72	2.12	
公用事业	5.84	39.64	-6.35	-18.65		-4.77	-3.50	-3.80	-0.81	
交通运输	-14.85	-81.75	19.58	-14.68		1.89	6.53	5.08	7.67	
房地产	-145.67	6.02	-0.79	22.21		-7.93	-29.46	-23.30	-22.91	
商贸零售	-63.39	-532.08	42.97	25.46		-0.62	-2.70	4.87	-0.32	
社会服务	-6.86	3.36	8.18	-10.67		4.54	4.76	6.18	2.47	
银行	2.80	1.26	3.00	2.92		0.62	3.06	7.59	7.22	
非银金融	64.63	-34.93	-1.46	133.95		30.73	-7.39	-2.91	53.09	
综合	1473.72	-178.89	85.58	-117.70		8.92	-17.17	-20.28	-18.41	
建筑材料	9.53	-310.38	-45.40	-49.78		-6.49	-13.36	-2.45	-9.25	
建筑装饰	-18.65	-79.58	-15.36	-36.04		-4.63	-7.37	-6.18	-12.17	
电力设备	51.13	210.82	56.51	29.30		7.89	10.18	21.80	18.88	
机械设备	5.47	1.66	-5.28	7.47		3.72	2.86	7.61	10.24	
国防军工	47.87	295.74	59.83	14.45		26.05	13.38	20.48	-4.76	
计算机	23.55	2454.01	97.53	41.22		4.78	4.60	4.31	13.02	
传媒	59.82	-4.37	-1.37	22.10		8.21	2.49	2.87	-0.07	
通信	11.68	-5.62	4.66	6.61		3.69	4.43	5.77	5.70	
煤炭	-24.55	-13.61	-3.93	43.05		-15.41	-10.18	-0.70	11.80	
石油石化	-3.13	-14.57	14.58	57.32		-4.61	-2.50	-2.86	11.18	
环保	-7.47	18.96	19.19	15.37		6.64	1.83	10.51	10.84	
美容护理	7.15	323.84	-12.06	20.56		5.37	0.90	5.11	2.77	

资料来源：Wind，中航证券研究所整理

我们以市净率（PB）历史分位衡量估值水平，以 ROE TTM 历史分位衡量盈利景气度，来寻找低估值、高景气的行业方向。截至 2026 年 9 月 3 日，PB 分位数处于 2016 年以来相对低位，且 ROE TTM 分位数处于 2016 年以来相对高位的申万二级行业包括非白酒、证券、保险等，盈利能力与估值定价存在较明显错位，建议关注。

图11 申万二级行业 PB、ROE 历史分位数



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：PB、ROE 分位数均为 2016 年以来历史分位，PB 数据为截至 2026 年 9 月 3 日分位数，ROE TTM 为截至 2026 中报分位数）

投资建议：

往后看，即使悲观情景下 9 月美联储预防式加息，对于市场影响或体现为利空落地。短期，A 股或仍为震荡，建议逢低布局，静待修复。结构上，近期资金配置再平衡有望延续，金融、消费、AI 科技可均衡配置。中期看，年内 A 股科技硬件二波修复行情依旧可期待，但风格分化或不再如 6 月份极致，下半年或为多板块、风格轮动式上涨。

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.海外流动性宽松不及预期。

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