仅供内部参考，请勿外传！

华安证券 HUAAN SECURITIES

策略研究
周度报告

等待新契机

报告日期： 2026-09-06

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超
执业证书号：S0010520090001
电话：13269985073
邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：陈博
执业证书号：S0010525070002
电话：18811134382
邮箱：chenbo@hazq.com

相关报告

1.策略月报《长期坚守和短期波动的平衡 — 2026 年 9 月 A 股市场研判及配置机会》2026-08-30

主要观点

● 外部扰动仍是市场运行核心矛盾，美伊形势和美联储加息预期仍产生干扰，关注美伊进展和下周美国通胀数据，我们预计议息会议仍将按兵不动，并且会后有望出现预期修复，但未来较长一段时间内都将处于震荡期。配置上，AI 产业链尤其是上中游硬件方向仍是中长期最优解，但按照我们独有成长产业周期投资节奏框架预示，科技未来 1-2 个月都将处于震荡且波动收敛时期。此外当下整体宽幅震荡阶段可考虑将银行、煤炭作为对冲波动率的平衡选择，但考虑到前期累涨以及股息率消化临近临界点，性价比正在下降。

● 市场观点：等待新契机

市场热点 1：如何看待美国 8 月非农就业数据？

美国 8 月就业数据显著超出市场预期，劳动力市场的强劲进一步降低了美联储 9 月加息的就业端约束，因此数据公布后市场对 9 月加息的担忧预期有所升温，市场风险偏好受到扰动。然而鉴于沃什近期在 2026 年杰克逊霍尔年会上已明确指出美国接近充分就业，就业数据的政策指引或相对有限，下周公布的 8 月通胀数据才是判断 9 月加息与否的更具参考意义的关键变量。

市场热点 2：如何理解 8 月 PMI 的信号？

8 月经济领先指数 PMI 呈改善态势，尤其制造业 PMI 改善明显。结构上，其中生产指数、新订单指数、配送时间、新出口订单、大型企业等分项数据整体大幅提升，显示出政治局会议要求存量政策加快发力的背景下经济出现改善的迹象。但同时考虑到 PMI 整体仍处荣枯线之下，以及从业人员指数、中型企业、非制造业等分项数据亦在走弱。当下经济能否持续改善以及成色仍有待跟踪观察。

● 行业配置：短期均衡，中期坚守

配置热点 1：如何看待当前银行板块的配置性价比？

7 月以来银行避险价值凸显，与市场整体及科技板块的走势呈现出明显的跷跷板效应。银行近期上涨一方面受股息率所支撑，另一方面也是应对市场波动加大或下跌风险时的风格转换。后续性价比上，从红利属性上看，4%的静态股息率是维持高股息逻辑的临界点，而截至 9 月 4 日银行板块股息率仅 4.1%左右，股息率继续支撑银行板块上涨的力度减弱。从风格角度上看，根据我们特有的成长产业周期投资节奏框架所预示，7-8 月成长科技经历 V 型走势后将进入 1-2 个月震荡期，银行的低波防御属性在面临这种环境的时候仍有一定的配置价值，但我们也提示由于股息率临近临界点，其性价比正在下降。

配置热点 2：成长产业周期第二阶段，风格快速轮动背景下市场如何表现？

在成长产业周期第二阶段，行业风格轮动强度的抬升通常对应上涨行情，即上涨环境下整体行业轮动强度会逐步抬升，而轮动强度逐步下降阶段主要指数大概率也会出现调整，但对应性偏弱，部分时间段存在错位。行业周度轮动强度 MA22 指标当升至 350 及以上时，市场后续回调压力较大，降至

仅供内部参考，请勿外传！

250 及以下时，后续反弹概率较高。截至 9 月 4 日，当前周度轮动强度 MA22 指标已回落至 278，但距离 250 的反弹观察区仍有距离，后续短期内市场风格轮动强度或仍有下行空间，主要指数弱势震荡的概率偏高。

● 风险提示

美债违约危机实质性爆发；海外芯片半导体估值消化持续担忧；美伊形势持续反复扰动甚至扩大化；美联储货币政策紧缩预期持续扰动美股；成长风格历史演绎规律的局限性和学习效应偏差等。

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

1 市场观点：等待新契机 4
1.1 市场热点 1：如何看待美国 8 月非农就业数据？ 4
1.2 市场热点 2：如何理解 8 月 PMI 的信号？ 5
2 行业配置：短期均衡，中期坚守 6
2.1 配置热点 1：如何看待当前银行板块的配置性价比？ 6
2.2 配置热点 2：成长产业周期第二阶段，风格快速轮动背景下市场如何表现？ 8
2.3 短期均衡，中期坚守 10
风险提示： 11

图表目录

图表 1 美国 8 月非农就业高增，劳动力市场强劲 4
图表 2 今年 4 月以来银行走势和全 A 走势对比 7
图表 3 2025 年以来的银行股息率走势，4%是重要临界点 8
图表 4 智能手机产业周期第二阶段走势与轮动 9
图表 5 移动互联网产业周期第二阶段走势与轮动 9
图表 6 新能源产业周期第二阶段走势与轮动 10
图表 7 AI 产业周期第二阶段走势与轮动 10

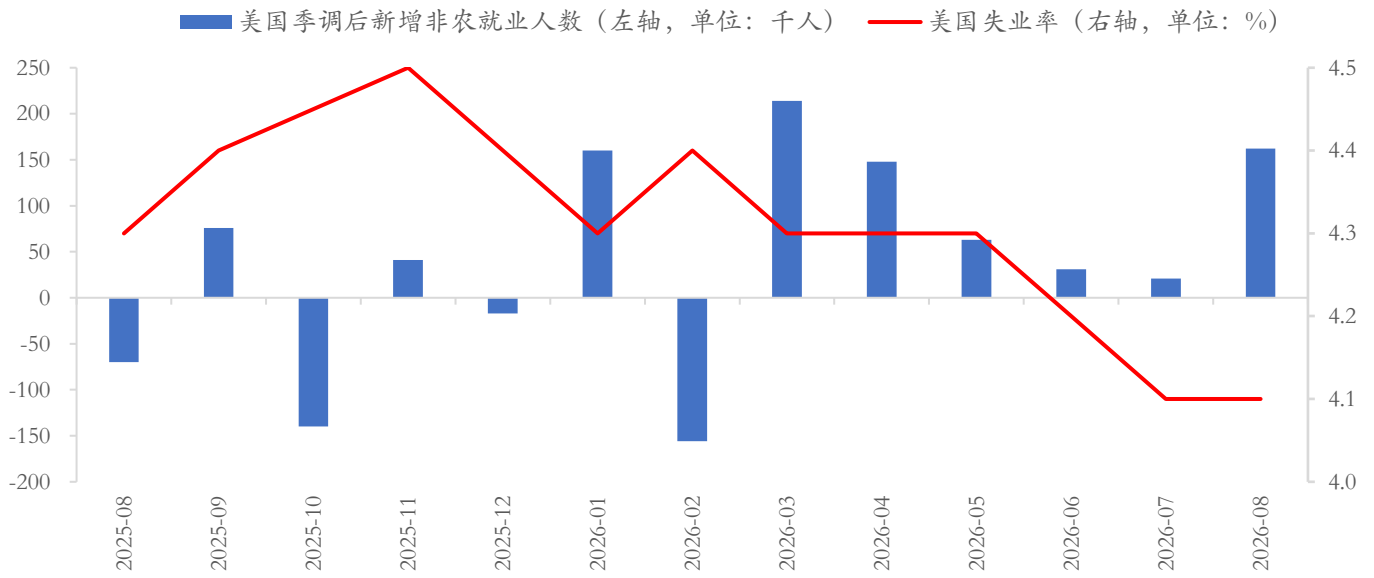
仅供内部参考，请勿外传！

1 市场观点：等待新契机

1.1 市场热点 1：如何看待美国 8 月非农就业数据？

我们的观点：美国 8 月就业数据显著超出市场预期，劳动力市场的强劲进一步降低了美联储 9 月加息的就业端约束，因此数据公布后市场对 9 月加息的担忧预期有所升温，市场风险偏好受到扰动。然而鉴于沃什近期在 2026 年杰克逊霍尔年会上已明确指出美国接近充分就业，就业数据的政策指引或相对有限，下周公布的 8 月通胀数据才是判断 9 月加息与否的更具参考意义的关键变量。

图表 1 美国 8 月非农就业高增，劳动力市场强劲



资料来源：Wind，华安证券研究所。

美国 8 月新增非农就业远超预期，劳动力市场的强劲推升了市场对美联储 9 月加息的担忧预期。但考虑到沃什近期在 2026 年杰克逊霍尔年会上表示美国已接近充分就业，就业数据的边际政策指引或相对有限，下周公布的 8 月通胀数据或将成为判断 9 月加息与否的关键。8 月季调后新增非农就业人口 16.2 万人，显著高于市场预期的 5.6 万人及前值修正后的 2.1 万人，失业率继续维持在 4.1%的低位，显示美国就业市场强劲、就业充分。就业结构上，上月拖累较大的休闲酒店业受世界杯效应扰动后有所恢复，地方政府教育就业则随秋季开学季回升，而信息技术业与金融活动就业成为主要拖累项。数据公布后，市场对美联储 9 月加息的担忧进一步升温，CME Fed Watch 显示，美联储 9 月加息概率由 50%升至约 60%，当日美股三大指数均小幅

仅供内部参考，请勿外传！

下跌，市场风险偏好受到一定压制。整体来看，强劲的就业数据进一步降低了美联储9月加息的就业端约束，但考虑到此前沃什在2026年杰克逊霍尔央行年会上已表示，美国就业市场已接近充分就业，因此本次就业数据的边际政策指引或相对有限。

与此同时，美联储理事沃勒近日表示，若8月通胀向2%的政策目标改善，其倾向于9月维持利率不变，若通胀仍然偏热，则将考虑加息。因此，后续通胀走势或成为判断美联储9月是否加息的更关键变量，需重点关注下周公布的美国8月通胀数据。

1.2 市场热点2：如何理解8月PMI的信号？

我们的观点：8月经济领先指数PMI呈改善态势，尤其制造业PMI改善明显。结构上，其中生产指数、新订单指数、配送时间、新出口订单、大型企业等分项数据整体大幅提升，显示出政治局会议要求存量政策加快发力的背景下经济出现改善的迹象。但同时考虑到PMI整体仍处荣枯线之下，以及从业人员指数、中型企业、非制造业等分项数据亦在走弱。当下经济能否持续改善以及成色仍有待跟踪观察。

8月国内经济领先指标出现温和修复态势，制造业PMI较上月上升0.6个百分点至49.8%，综合PMI产出指数上行0.2个百分点至49.5%，非制造业PMI指数维持49.0%与上月持平，经济整体呈现出景气回暖的迹象。

从驱动因素来看，PMI回暖主要受益于近期稳增长存量政策的力度加大和节奏加快。7月政府债发行节奏提速、社会信用环境持续宽松，基建配套订单逐步向制造业端传导，有效带动市场需求回暖，新订单指数大幅上行2.1个百分点至50.6%，重回扩张区间，成为拉动本月数据的核心分项。其次，7月大范围高温、极端天气制约了工业生产与物流运输，大量在手订单被迫延后落地，8月气候条件好转，供应商配送时间指数抬升0.6个百分点至50.1%，供应链流转效率修复，积压订单集中释放，叠加下游企业提前启动传统旺季备货动作，推动生产指数上行0.5个百分点至50.4%。**企业生产节奏回归常态，供需两端形成正向共振，托举制造业景气边际改善。**

海外市场环境的小幅改善，也为本月出口链条提供正向助力。全球高端制造、AI算力相关产业链资本开支维持高位，带动国内机电、高新产品外需订单改善，8月新出口订单提升0.5个百分点至50.1%，成为制造业景气修复的外部增量支撑。

从结构维度来看，当前经济修复呈现显著的结构性分化特征。高端装备、高技术制造等新兴产业延续高景气运行，产业升级红利持续释放，成为对冲传统行业弱势、稳定制造业基本盘的核心力量。大型企业PMI上行1.1个百分点至50.6%，依托政策红利与订单优势率先回暖，景气度率先进入扩张区间。但市场短板与拖累因素同样突出，从业人员指数回落0.3个百分点至48.7%，反映企业用工招工仍然谨慎。

仅供内部参考，请勿外传！

原材料库存指数下行 0.2 个百分点至 48.1%，企业原材料库存持续去化，叠加原材料价格上涨导致企业主动补库意愿低迷，生产经营以按需生产为主。同时中型企业 PMI 回落 0.3 个至 49.4%，继续处于收缩区间，建筑业 PMI 下行至 46.9%，地产上下游链条修复乏力，成为制约整体经济回暖的重要短板。

综合来看，8 月 PMI 改善属于政策加速落地、运输改善、外需持续强劲共同发挥作用下的修复。考虑到就业、中型企业以及建筑业等领域仍然存在较明显的短板，经济能否延续改善态势尚待继续跟踪验证。

2 行业配置：短期均衡，中期坚守

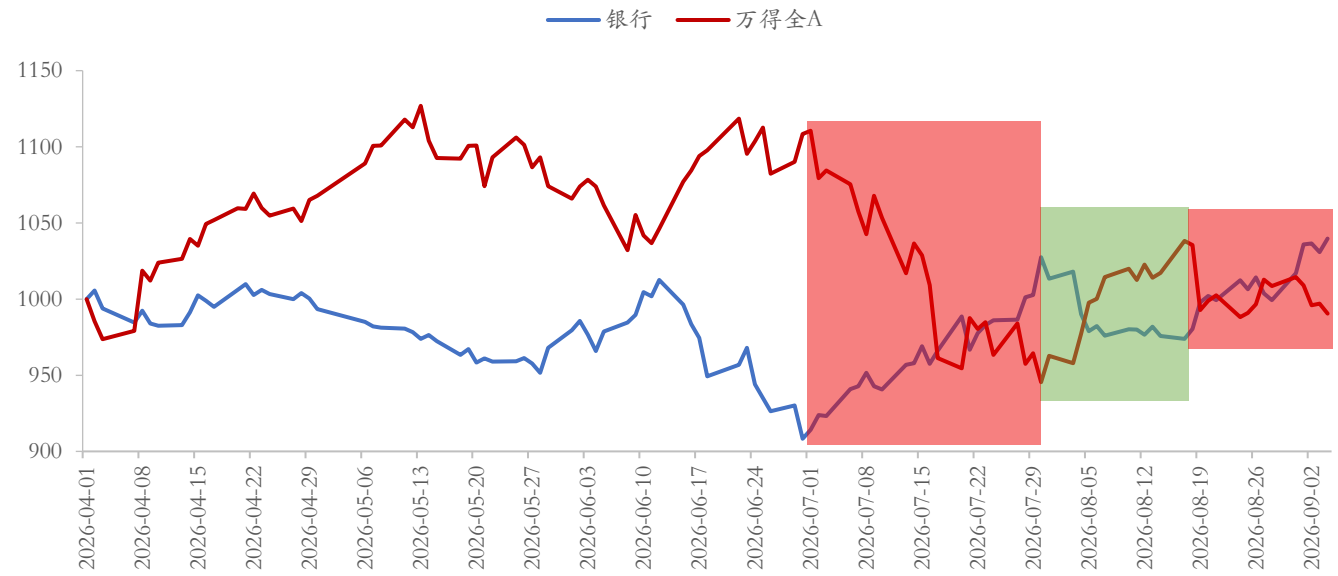
2.1 配置热点 1：如何看待当前银行板块的配置性价比？

我们的观点：7 月以来银行避险价值凸显，与市场整体及科技板块的走势呈现出明显的跷跷板效应。银行近期上涨一方面受股息率所支撑，另一方面也是应对市场波动加大或下跌风险时的风格转换。后续性价比上，从红利属性上看，4%的静态股息率是维持高股息逻辑的临界点，而截至 9 月 4 日银行板块股息率仅 4.1%左右，股息率继续支撑银行板块上涨的力度减弱。从风格角度上看，根据我们特有的成长产业周期投资节奏框架所预示，7-8 月成长科技经历 V 型走势后将进入 1-2 个月震荡期，银行的低波防御属性在面临这种环境的时候仍有一定的配置价值，但我们也提示由于股息率临近临界点，其性价比正在下降。

7月以来科技板块和银行走势呈现出明显的跷跷板效应，银行的避险属性凸显。7 月以来受美伊冲突再度升级、科技板块资本开支快速增长后融资相关担忧再起、美债收益率快速攀升以及美联储加息预期边际升温等多重扰动下，市场剧烈波动。银行作为典型的具有低波红利属性的防御板块，作为稳定配置板块的性价比凸显。7 月 1 日至 7 月 30 日大跌时间段内，万得全 A 下跌 14.7%，申万银行板块上涨 13.1%。7 月 31 日至 8 月 17 日的反弹行情中，万得全 A 上涨 9.8%，银行板块下跌 5.2%。8 月 18 日至 9 月 4 日期间，由于美债收益率攀升导致的市场震荡行情下，万得全 A 下跌 4.6%，银行板块上涨 6.8%。7 月以来全 A 和银行具有相当明显的跷跷板效应，大盘走势和银行板块走势基本反向，银行作在宽幅震荡市场环境下对冲属性再度凸显。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 2 今年 4 月以来银行走势和全 A 走势对比



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：均标准化处理，以 2026 年 4 月 1 日为 1000

高股息视角下银行股息率对行情继续上涨的支撑力度较弱。截至 2026 年 9 月 4 日，银行板块股息率仅有 4.08%（近 12 个月，下同），位列行业第一。从当前静态股息率角度考虑，4.08%的股息率较难对银行板块上涨提供支撑动力。我们在 2025 年中期报告中分析了银行板块通过分子端维持高分红从而维持高股息逻辑的超强能力，维持高分红（对银行而言即分红金额逐年上涨）是其中的关键。同时我们也列举了部分案例来说明静态股息率对维持高股息逻辑的临界点，即 4%。如中国移动在过去两年时间里演绎高股息震荡上涨创新高的行情期间，其股息率始终维持在 4.0-4.5%区间，即很少消化到 4%以下。再如中国海油在 2024 年 7 月高股息行情演绎结束时，其股息率临近 4%。银行板块在二次分红的改革背景下，大部分年报分红金额都于 2026 年 5-7 月左右派发完毕，这是导致今年 5 月至 7 月左右银行股息率快速抬升后又断崖式下滑。按以往分红时间来看，银行 2026 年中期分红大概率将于今年 11 月左右开始并持续至明年 1 月左右，短期难有新增分红支撑股息率上行，因此预计银行板块股息率难以从当前的 4.1%左右快速攀升，因此股息率水平不足以作为银行板块继续上涨的主要因素。但从相对水平来看，当前股息率大于 4%的板块也仅有银行，且有别于煤炭、石油石化等方向分红规模，这些方向由于业绩波动较大，分红规模及意愿稳定性较差，银行个股大部分分红意愿及规模都基本维持相对稳定的状态，股息率虽不足以对行情形成有力支撑，但银行作为风格对冲的避险属性仍具备一定相对优势，但随着前期的银行累涨，其性价比正在下降。

仅供内部参考，请勿外传！

图表 3 2025 年以来的银行股息率走势，4%是重要临界点



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：均标准化处理，以起始点为 1000

对后续银行板块的判断上，根据成长产业周期第二阶段的三段式节奏上来看，7-8 月的 V 型调整行情接近尾声，后续市场进入震荡期的概率较大，且近期美伊冲突强度仍处于较高水平、9 月美联储议息会议仍存不确定性、中美贸易摩擦扰动加剧以及中报公布后市场开始对前期强势的成长板块逐步进行 2027 年的计价等因素作用下，市场短期也难以再度大涨。当前银行板块虽股息率支撑力度较弱，但作为低波的防御板块仍具备一定配置价值。

2.2 配置热点 2：成长产业周期第二阶段，风格快速轮动背景下市场如何表现？

我们的观点：在成长产业周期第二阶段，行业风格轮动强度的抬升通常对应上涨行情，即上涨环境下整体行业轮动强度会逐步抬升，而轮动强度逐步下降阶段主要指数大概率也会出现调整，但对应性偏弱，部分时间段存在错位。行业周度轮动强度 MA22 指标当升至 350 及以上时，市场后续回调压力较大，降至 250 及以下时，后续反弹概率较高。截至 9 月 4 日，当前周度轮动强度 MA22 指标已回落至 278，但距离 250 的反弹观察区仍有距离，后续短期内市场风格轮动强度或仍有下行空间，主要指数弱势震荡的概率偏高。

今年 8 月以来市场波动剧烈，行业风格快速轮动，我们曾以行业周度涨幅排名的环比变化构建过衡量市场风格轮动的指标，立足于成长产业周期框架下，复盘第

仅供内部参考，请勿外传！

二阶段行业轮动强度的变化和主要指数以及强势产业间的变化关系：

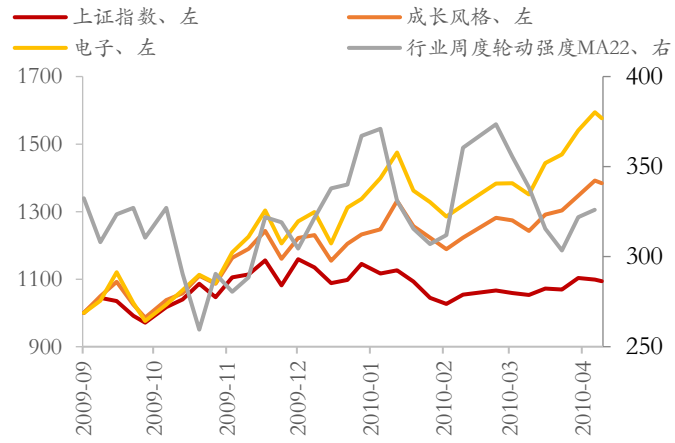
智能手机产业周期第二阶段行情中，轮动强度趋势性抬升均对应着上证、成长风格以及强势产业主线的上涨阶段，轮动强度趋势性下降与行情下跌的对应关系不显著，轮动强度见顶先于主要指数阶段性见顶 1-2 周。

移动互联网产业周期第二阶段行情中，轮动强度趋势性抬升也均对应着主要指数以及强势产业主线的上涨阶段，同样的轮动强度趋势性下降不能严格对应下跌行情，部分时间段反向，轮动强度见顶附近对应着主要指数和强势产业主线阶段性见顶。

新能源产业周期第二阶段行情中，轮动强度趋势性抬升也均对应着主要指数以及强势产业主线的上涨阶段，轮动强度趋势性下降阶段部分对应主要指数震荡走弱时间段，但对强势主线走势不具备解释力度，轮动强度见顶同步对应着主要指数阶段性见顶。

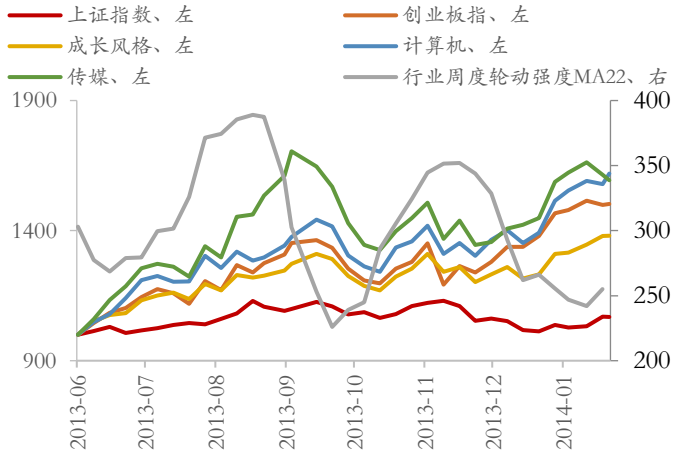
总结而言，在成长产业周期的第二阶段上涨期内，行业风格轮动强度的抬升通常对应着上涨行情，即上涨环境下整体行业轮动强度会逐步抬升，较为反直觉，轮动强度逐步下降阶段主要指数大概率也会出现调整，但对应性偏弱。行业周度轮动强度 MA22 指标升至 350 及以上时，市场后续回调压力较大，降至 250 及以下时，后续反弹概率较高。从本轮 AI 产业周期第二阶段来看，也具备解释力度，5-6 月中旬市场大涨和 8 月上旬的反弹时期市场轮动强度逐步抬升。截至 9 月 4 日，当前周度轮动强度 MA22 指标已回落至 278，但距离 250 的反弹观察区仍有距离，后续短期内市场风格轮动强度或仍有下行空间，主要指数弱势震荡的概率偏高。

图表 4 智能手机产业周期第二阶段走势与轮动



资料来源：Wind，华安证券研究所。

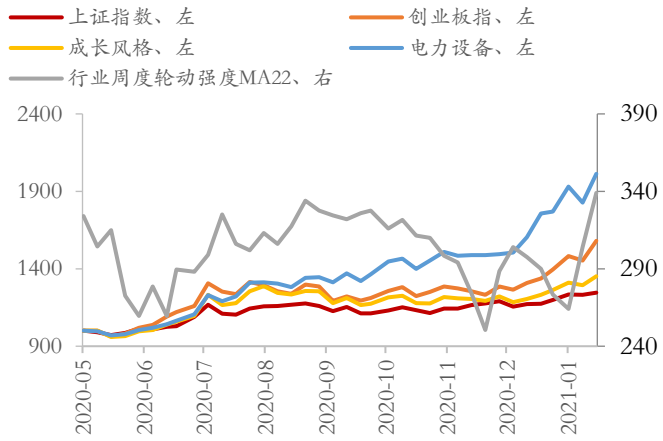
图表 5 移动互联网产业周期第二阶段走势与轮动



资料来源：Wind，华安证券研究所。

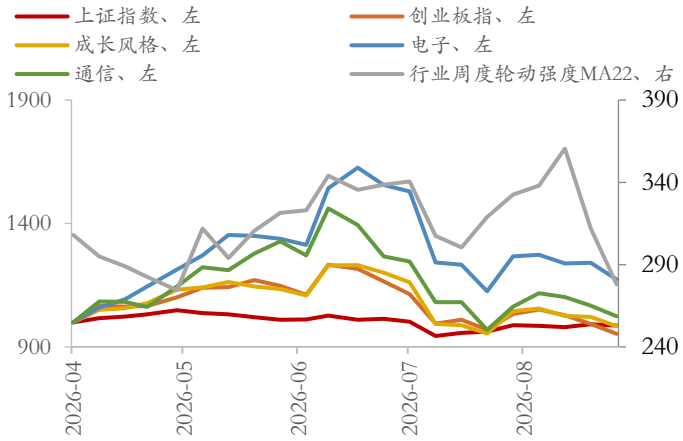
仅供内部参考，请勿外传！

图表 6 新能源产业周期第二阶段走势与轮动



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 7 AI 产业周期第二阶段走势与轮动



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2.3 短期均衡，中期坚守

9 月第 1 周在外部地缘形势和加息预期的扰动下，市场弱势震荡，上证指数小幅收跌、创业板指跌幅较大。行业层面，涨跌各半，但两极跳转、轮动加快。其中 8 月反弹的 AI 算力等硬件方向领跌，应用端在催化剂和结构轮动下领涨，高股息资产银行继续上涨，消费品如商贸、食饮、美护、社服等轮动涨幅居前，但医药继续下跌。**展望后市，外部风险偏好影响因素仍是市场运行核心矛盾所在。当下美伊形势扰动和加息预期干扰仍在演绎，我们预期在中旬美联储议息会议落地前，市场整体都将面临扰动之势，但最终议息会议上有望平稳过渡带来预期修复，后续市场整体将呈震荡态势。配置思路上，AI 产业链尤其是上中游硬件方向景气硬支撑被持续验证，但当下市场担忧未来业绩持续性和微观流动性扰动下，共识较难凝聚。配置应对上，从中长期角度考虑短期情绪扰动不改产业景气趋势，近期的反复与扰动仅是中长期大周期行情中的插曲并非是拐点，因此 AI 产业趋势仍可作为最重要的坚守方向。从短期角度考虑，AI 相关板块波动剧烈，可适当进行波动率对冲平衡，择优选取低估、滞涨叠加有景气改善或催化剂的品种。综合评估后，建议考虑以下三条投资线索：**

第一条主线是业绩持续验证、景气硬支撑的 AI 产业链，尤其是上中游硬件方向仍是最核心所在，包括光模块、PCB、CPO、光纤、液冷、存储及半导体设备链、电源设备、数据中心等。除了业绩持续高增长以及海外龙头的乐观前瞻指引外，我们独家性利用产业周期投资节奏把握机会，根据我们的框架，当下 AI 产业景气周期的资本市场演绎正处于第二阶段中段震荡期，年内可期待第二阶段尾声加速上涨可能，更远期可期待第三阶段拔估值行情。

第二条主线是 AI 下游应用仍有望成为资金外溢承接方向从而带来轮动机会，主要包括机械设备、机器人、游戏、软件等。如机械设备同时受益多主题如机器人、商

仅供内部参考，请勿外传！

业航天、液冷、高端制造等主题辐射。机器人、游戏和软件一是天然作为 AI 算力最贴近方向，二是也存在潜力催化可能。

第三条主线是可利用银行、煤炭进行波动率平衡。一是历史复盘显示科技行情震荡期内，银行、煤炭多次成为哑铃策略 B 端。二是在供给持续扰动和地缘冲突导致能源价格上涨过程中，近期煤价持续回升仍有一定持续性。三是银行、煤炭亦有高股息资产的属性加持。但我们也提示，银行、煤炭随着前期持续上涨以及煤价、股息率消化后性价比在下降，仅可作为短期平衡之选。

风险提示：

美债违约危机实质性爆发；海外芯片半导体估值消化持续担忧；美伊形势持续反复扰动甚至扩大化；美联储货币政策紧缩预期持续扰动美股；成长风格历史演绎规律的局限性和学习效应偏差等。

仅供内部参考，请勿外传！

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差/5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6/12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差/5%至 5%；

减持—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。