下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 09 月 13 日

A 股策略周报 20260913

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组
分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：王况炜（执业 S1130525060007）
mouyiling@gjzq.com.cn wangkuangwei@gjzq.com.cn

利率与通胀的赛跑

缩量震荡的状态或将迎来变局

7 月以来，A 股经历了“缩量下跌”到“缩量震荡”的变化。截至本周，全 A 日均成交额 1.9 万亿元，日均成交量 11.3 亿手，相较 6 月 26 日当周的高点（3.5 万亿元，15.2 亿手）已降低 46.6%和 25.7%；全 A 换手率 7.7%，相较本轮下跌前的高点 10.5%下降了 2.8 个百分点。主要指数中，科创 50、创业板指、沪深 300 的成交量、成交额、换手率都回到了接近 4 月份市场从美伊冲突造成的下跌里反弹时的水平。与 3-4 月份的回调相比，本轮万得全 A 成交量和换手率的收缩程度稍小，但成交额的收缩幅度、指数跌幅以及估值的下行幅度都比当时更大，从 3 年估值分位数的绝对值来看，各主要指数也来到了年内的低点。换言之，市场似乎确实已经进入到了一个状态切换的节点，关键在于是否能够类似于 4 月初时一样：导致市场下跌的因素出现重大改变+新的做多主线明朗：这个因素在 4 月时表现为中东的阶段性停火+AI 产业加速形成共识。而在当下，这个问题至少包含了中东地缘、美联储决策以及 AI 产业链进展等三个方面。

当油价又成焦点，3 月之后的行情不必然重演

尽管当前的市场量价、估值水平与今年 3-4 月回调后的状态接近，但三点不同决定了本轮难以复刻 4-6 月份市场反弹时，为追求确定性而抱团的极致行情：首先，此次美伊冲突升级之后，市场并未走入“危机模式”，表现为美股、原油的隐含波动率和实际波动率都没有出现类似 3 月份时的快速抬升，这也意味着对“确定性”的追求可能并没有当时那么强；其次，当前的美债收益率相较 3-6 月时更高，对权益资产分母端压制更强，8 月份的通胀数据又扫清了 9 月加息的障碍，另一个值得注意的区别在于：当前的美联储主席沃什相较于 3 月时任美联储主席鲍威尔而言，在货币政策上明确拒绝前瞻指引，弱化与市场的沟通，导致市场担心“美联储落后于曲线”，从本周五晚美国 8 月 CPI 报告出炉后贵金属先跌后反弹及美股三大指数高开这一表现来看，8 月份通胀数据反而成为了消除政策不确定性的“利空出尽”，但反弹的持续性取决于后续通胀的走势和加息周期是否真正开启，因此下周一海湾国家与伊朗的协议成果、周三的议息会议结果将至关重要；最后，4-6 月市场反弹以 AI 产业链为主线，原因在于它恰好是经济中对利率和通胀最不敏感的部门，但当前来看，AI 产业链对利率的敏感性也在增强，从我们关注的代理指标来看，AI 产业链“负利率”优势走弱的时点也对应着美股、A 股的 AI 板块跑输整体的节点。

利率与通胀的赛跑

摆在市场面前的核心问题其实是“利率与通胀的赛跑”：一种路径是名义利率跑赢通胀时，意味着实际利率的上升和 AI 产业链“负利率”优势的体现，此时实物资产受实际利率压制，而 AI 产业链成为市场拥抱的“确定性”来源，这是 3-6 月极致分化行情的基础。另一种路径是名义利率跑输通胀，此时通胀来源成为了唯一具备确定性的领域，在当前的场景来看是能源链，我们在过去两个月的周报中多次讨论了石油石化板块面对“低库存+裂解价差扩大”时“量价齐升”的逻辑，这一逻辑目前来看仍未证伪：8 月我国成品油出口高增，且价格涨幅扩大；往后看，即使油价因中东局势缓和而有所下跌，相对商品涨幅而言滞涨的股票也具备安全垫，且油价走弱也将有利于原油端补库，能够支撑炼化端的“量价齐升”；如果未来出现类似 2022Q4、2024Q3-2024Q4、2025Q4 时加息放缓（降息）、但通胀具备极强粘性的场景，美元将走弱，贵金属反而将迎来弹性最大的时刻，此时，能源和金属并不冲突。

迷雾散去之前的波动时刻

在市场持续了两个多月的缩量行情之后，中东局势和议息会议成为打破僵局的变量。而当前的宏观、产业或是通胀弹性，都与 3-6 月时有显著的不同，“刻舟求剑”并不可取。我们的推荐是：第一，石油、油运和炼化为代表的能化链条将继续受益于全球对能源的补库需求。而有色金属（铜、金、铝）作为美元对立面资产，需要关注的是利率与通胀孰弱孰强，在极致加息预期后，机会已经出现。第二，中东局势突变带来不确定性提升，2026Q2 财报提供的寻找确定性的线索仍是对抗波动的有效手段，我们挖掘了业绩兑现度较高、盈利估值匹配的方向，具体请参考专题分析报告。

风险提示

海外货币政策预期大幅收紧；AI 产业趋势迎来重大突破。

内容目录

1、缩量震荡的状态或将迎来变局 3
2、当油价又成焦点，3 月之后的行情不必然重演 3
3、利率与通胀的赛跑 6
4、迷雾散去前的波动时刻 7
5、风险提示 7

图表目录

图表 1： 万得全 A 在 7 月以来的下跌中换手率不断走低，接近 4 月初反弹前水平 3
图表 2： 主要指数的 3 年 PE 分位数已经到达年内最低水平（%） 3
图表 3： 主要指数成交量、成交额、换手率、收盘价、3 年估值分位数的两时期变动对比 3
图表 4： 原油、美债、美股期权隐含波动率变动：当下与 3 月对比（%） 4
图表 5： 原油、美债、美股实际波动率变动：当下与 3 月对比（%） 4
图表 6： 相较 3-6 月份时，当前美债名义和实际收益率都更高（%） 4
图表 7： 8 月 CPI 同比回升，主要受到能源项推动（%） 4
图表 8： CPI 核心服务环比上行，成为推升核心 CPI 的主要原因（%） 5
图表 9： 8 月美国 CPI 数据发布后，CME 期货定价 9 月加息概率达到 87.3%左右 5
图表 10： AI 产业链的涨价速度相对利率的优势在 7 月份后减弱，对应市场表现的走弱 5
图表 11： 8 月份中国成品油出口进入量价齐升区间 6
图表 12： 今年以来石油石化股票相对于油价滞涨（2026-01-05=100） 6
图表 13： 2022 年美联储加息周期以来，有 3 次“利率先于通胀下行”的时期（%） 7
图表 14： 在“利率先于通胀下行”的时期，美元指数走弱，黄金上涨（美元/盎司） 7

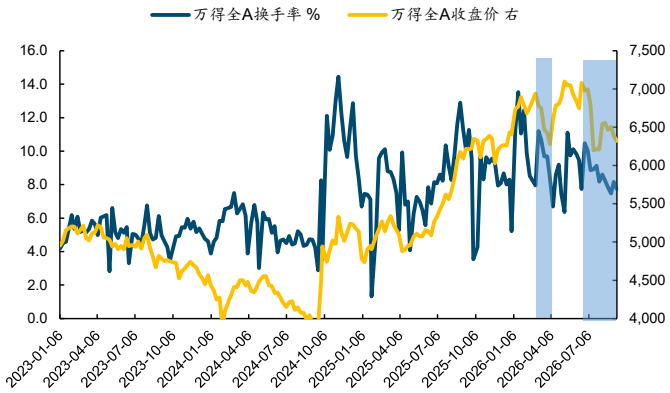
下载日志已记录，仅供内部参考

1、缩量震荡的状态或将迎来变局

7 月以来，A 股经历了“缩量下跌”到“缩量震荡”的变化。截至本周，全 A 日均成交额 1.9 万亿元，日均成交量 11.3 亿手，相较 6 月 26 日当周的高点（3.5 万亿元，15.2 亿手）已降低 46.6%和 25.7%；全 A 换手率 7.7%，相较本轮下跌前的高点 10.5%下降了 2.8 个百分点。主要指数中，科创 50、创业板指、沪深 300 的成交量、成交额、换手率都回到了接近 4 月份市场从美伊冲突造成的下跌中反弹时的水平。

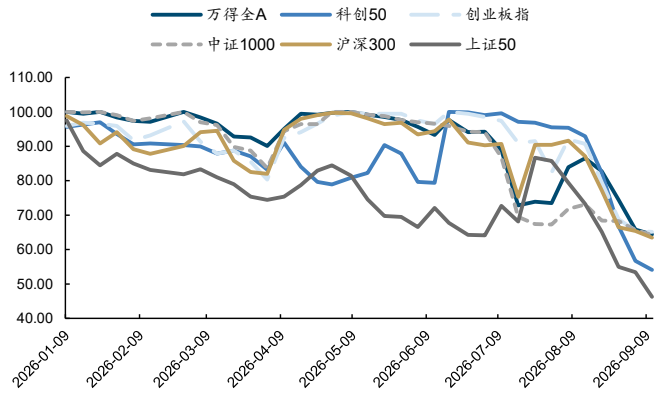
与 3-4 月份的回调相比，本轮万得全 A 成交量和换手率的收缩程度稍小，但成交额的收缩幅度、指数跌幅以及估值的下行幅度都比当时更大，从 3 年估值分位数的绝对值来看，各主要指数也来到了年内的低点。换言之，市场似乎确实已经进入到了一个状态切换的节点，关键在于是否能够类似于 4 月初时一样，导致市场下跌的因素出现重大改变+新的做多主线明确：**这个因素在 4 月时表现为中东的阶段性停火+AI 产业加速形成共识，而在当下则更为复杂，至少包含了中东地缘、美联储决策以及 AI 产业链进展等三个方面。**

图表1：万得全 A 在 7 月以来的下跌中换手率不断走低，接近 4 月初反弹前水平



来源：Wind，国金证券研究所

图表2：主要指数的 3 年 PE 分位数已经到达年内最低水平（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：主要指数成交量、成交额、换手率、收盘价、3 年估值分位数的两时期变动对比

指数	成交量变动		成交额变动		换手率变动（pct）		收盘价变动		估值分位数变动（pct）	
	3-4月	7月以来	3-4月	7月以来	3-4月	7月以来	3-4月	7月以来	3-4月	7月以来
万得全A	-40%	-26%	-35%	-47%	-4.5	-2.7	-3%	-9%	-3.3	-29.7
科创50	-42%	-61%	-23%	-64%	-3.7	-8.5	-4%	-24%	1.1	-45.7
创业板指	-38%	-35%	-29%	-52%	-2.3	-10.3	7%	-21%	1.1	-34.3
中证1000	-39%	-25%	-35%	-44%	-6.7	-4.0	-3%	-14%	-2.6	-29.9
沪深300	-47%	-50%	-33%	-55%	-2.2	-2.6	-1%	-7%	0.7	-27.6
上证50	-55%	-42%	-43%	-56%	-1.3	-0.9	-3%	-1%	-8.0	-18.0

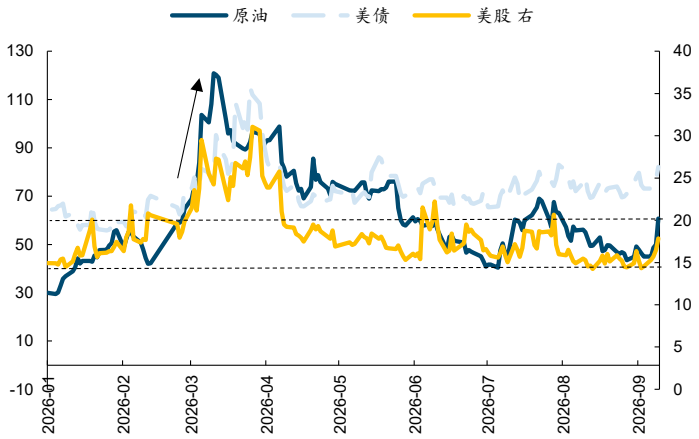
来源：Wind，国金证券研究所

2、当油价又成焦点，3 月之后的行情不必然重演

尽管当前的市场量价、估值水平与今年 3-4 月回调后的状态接近，而外部来看，中东局势的再度紧张使得油价又回到了投资者关注的焦点，但三点不同决定了本轮难以复刻 4-6 月份市场反弹时，为追求确定性而抱团的极致行情。

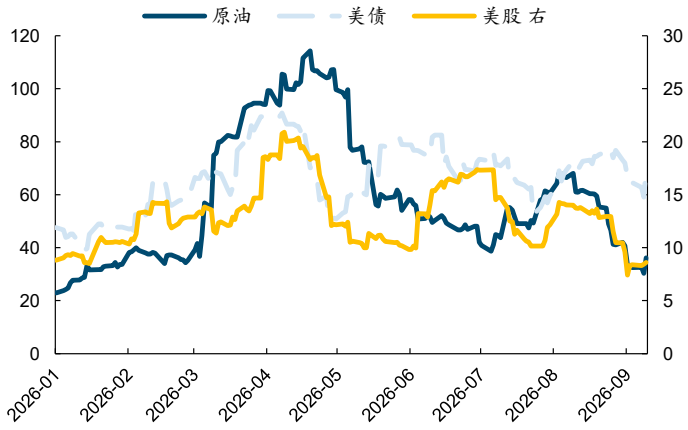
首先，此次美伊冲突升级之后，市场并未走入“危机模式”，这也意味着对“确定性”的追求可能并没有 3 月份时那么强。3 月面对霍尔木兹海峡封闭这一“黑天鹅”事件时，美股、原油的隐含波动率和实际波动率都出现了快速抬升，但 7 月美伊停火协议失效、霍尔木兹海峡再度封闭之后，波动率并没有明显变化。

图表4：原油、美债、美股期权隐含波动率变动：当下与3月对比（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表5：原油、美债、美股实际波动率变动：当下与3月对比（%）



来源：Wind，国金证券研究所

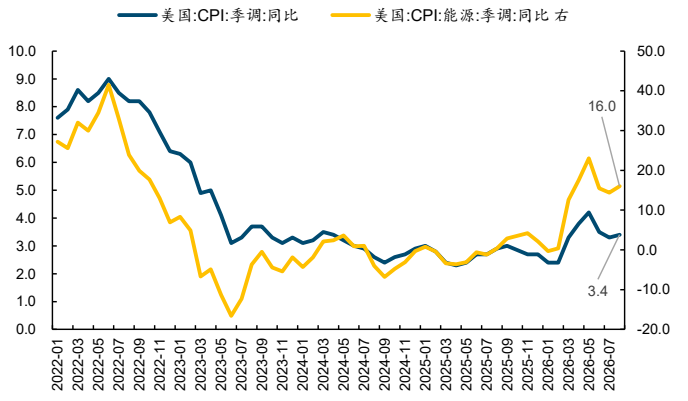
其次，当前的美债收益率相较3-6月时更高，对权益资产分母端压制更强。拆分来看高利率的背后：一方面是受到AI投融资推升的实际利率，我们此前在周报中多次讨论了这一推动力可能已经见顶，但仍需要验证；一方面是离2%的政策目标仍有距离的通胀，8月CPI同比3.4%与上月持平，但环比从0.1%升至0.4%，主要受能源价格反弹推动，核心CPI环比上涨0.3%，高于预期及前值的0.2%，主要受到核心服务分项中通信服务和离家住宿的推动，油价的影响还未扩散至多数商品上，核心商品环比由0.2%降至0.1%。尽管如此，环比读数提升的核心CPI也足以导致市场加息预期快速提升，当前CME的Fed Watch显示交易员们认为9月加息的概率达到87.3%，相较数据公布前一天上升了11%，年内两次加息的概率达到99%。

图表6：相较3-6月份时，当前美债名义和实际收益率都更高（%）



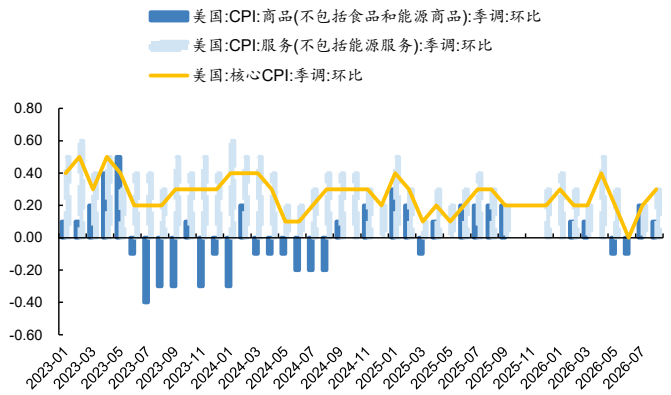
来源：Wind，国金证券研究所

图表7：8月CPI同比回升，主要受到能源项推动（%）



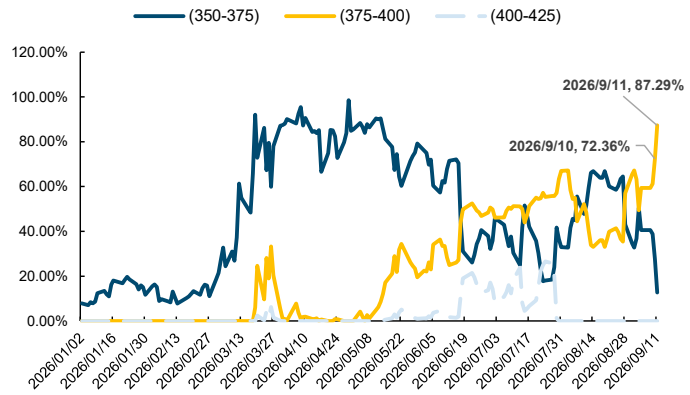
来源：Wind，国金证券研究所

图表8：CPI 核心服务环比上行，成为推升核心 CPI 的主要原因（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表9：8 月美国 CPI 数据发布后，CME 期货定价 9 月加息概率达到 87.3%左右

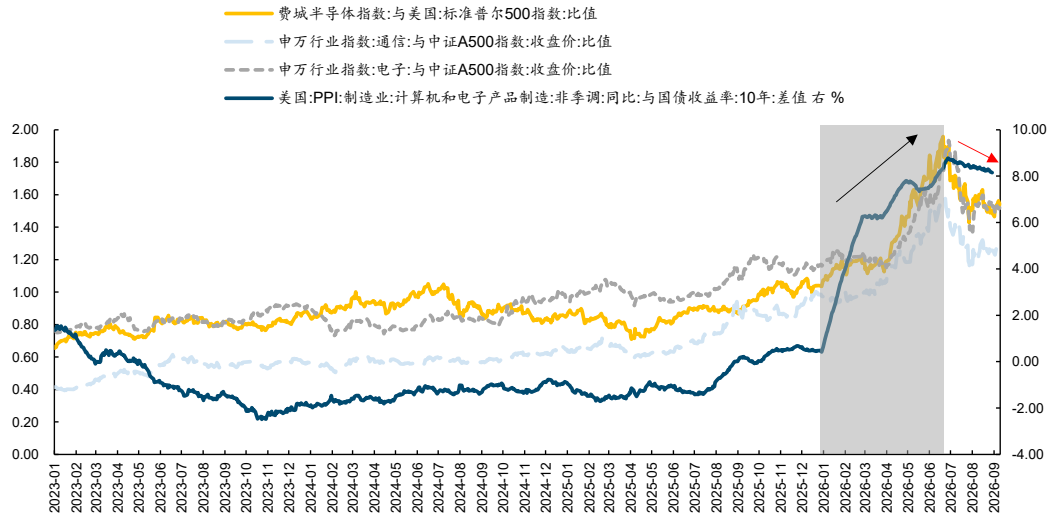


来源：CME，国金证券研究所

另一个值得注意的区别在于：当前的美联储主席沃什相较于 3 月时任美联储主席鲍威尔而言，在货币政策上明确拒绝前瞻指引，弱化与市场的沟通，导致市场担心“美联储落后于曲线”，这种担忧情绪这也构成了 5 月以来美债长端利率快速上行的交易层面基础。但从本周五晚美国 8 月 CPI 报告出炉后贵金属先跌后反弹（先下跌至 4333 美元后反弹至最高 4445 美元），及美股三大指数高开这一表现来看，8 月份通胀数据扫清了 9 月加息的障碍，反而是构成了消除政策不确定性的“利空出尽”，但反弹的持续性取决于后续通胀的走势和加息周期是否真正开启，因此下周一海湾国家与伊朗的协议成果、下周三的议息会议结果将至关重要。

最后，4-6 月市场反弹以 AI 产业链为主线，原因在于它恰好是经济中对利率和通胀最不敏感的部门，且从产业链量价来看处于加速变强的趋势中。但当前来看，AI 产业链对利率的敏感性也在增强：以美国计算机和电子产品制造业 PPI 作为 AI 产业链涨价的代理变量，从今年 1 月份至 6 月份，其相对于 10 年美债的差异在不断放大，也就是即使美债不断向上突破，AI 产业链实际上面临的仍然是“负利率”，但这种优势从 7 月以来开始缩小，对应的是费城半导体指数相对标普 500 开始跑输，A 股通信、电子指数相对中证 A500 开始跑输。因此， AI 产业链当前也提供不了类似 3-6 月时的强劲“确定性”。

图表10：AI 产业链的涨价速度相对利率的优势在 7 月份后减弱，对应市场表现的走弱



来源：Wind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

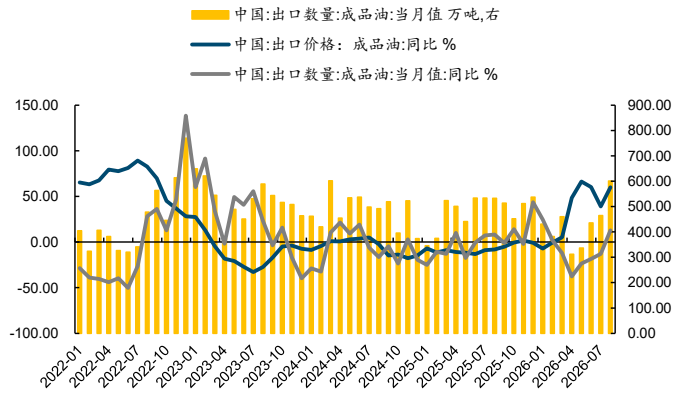
3、利率与通胀的赛跑

摆在市场面前的问题，核心其实是“利率与通胀的赛跑”：一种路径是名义利率跑赢通胀时，意味着实际利率的上升和 AI 产业链“负利率”优势的体现，此时实物资产受实际利率压制，而 AI 产业链成为市场拥抱的“确定性”来源，这是 3-6 月极致分化行情的基础，但需要注意当前的差异是 AI 产业链整体来看“负利率”优势有所减弱；一种路径是名义利率跑输通胀，此时通胀来源成为了唯一具备确定性的领域，在当前的场景来看是能源链，而实际利率的下行也为有色金属等其他实物资产带来上行机会。

若未来走向第一条路径，我们也不认为 3-6 月的极致分化行情将完全复刻，因为 AI 产业链内部的“确定性”也在缩圈。我们在《2026 年 Q2 业绩深度解读：K 型分化下的真实图景》中发现，AI 全产业链供需紧张的时期正在过去，景气分化将是未来主旋律，筛选高景气延续，短期具备强供需瓶颈，且远期产能过剩风险同样较低的板块集中于以下几类：高端铜箔、MLCC、光模块、半导体零部件。

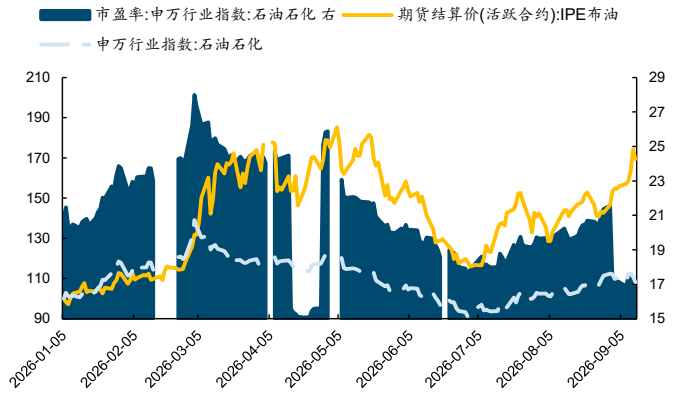
走向第二条路径的概率也不可忽视：当前与 3-6 月的差异还在于能源链上库存更低（无论原油或是成品油），而霍尔木兹海峡的通航量从当时的逐月恢复变成现在的逐渐归零，油价相较于 3-6 月份时更难以快速回落至冲突发生前的水平。我们在过去两个月的周报中多次讨论了石油石化板块面对“低库存+裂解价差扩大”时“量价齐升”的逻辑，这一逻辑目前来看仍未证伪：8 月我国成品油出口高增，且价格涨幅扩大；往未来去看，即使油价因中东局势缓和而有所下跌，相对商品涨幅而言滞涨的股票也具备安全垫，且油价走弱也将有利于原油端补库，能够支撑炼化端的“量价齐升”。

图表11：8 月份中国成品油出口进入量价齐升区间



来源：Wind，国金证券研究所

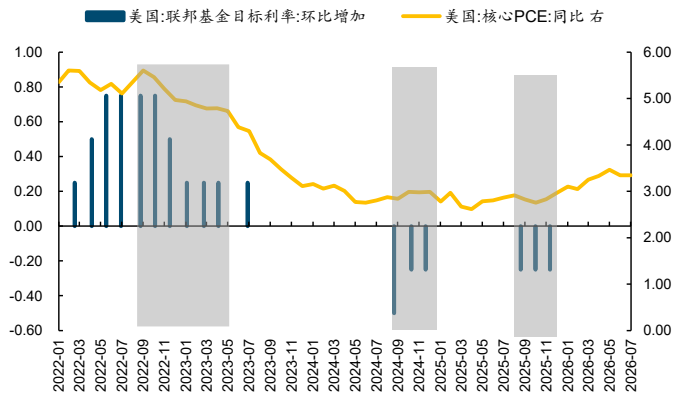
图表12：今年以来石油石化股票相对于油价滞涨（2026-01-05=100）



来源：Wind，国金证券研究所

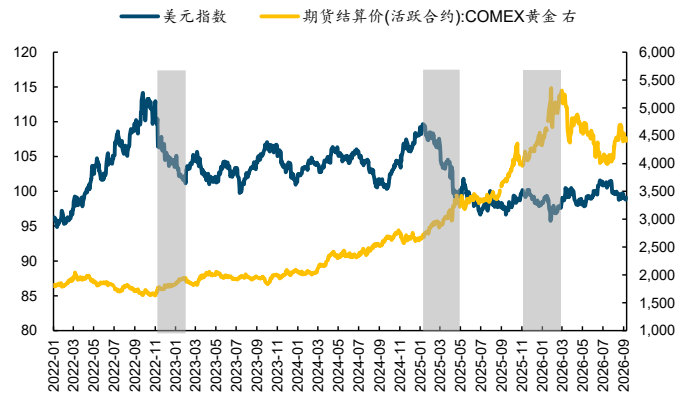
对于有色金属而言，名义利率与通胀的赛跑更加重要。供给的叙事、关税的预期所带来的大宗商品价格上涨，反而难以对股票的定价发挥关键作用。如果未来出现类似 2022Q4、2024Q3-2024Q4、2025Q4 时加息放缓（降息）、但通胀具备极强粘性的场景，美元将走弱，而贵金属反而将迎来弹性最大的时刻。2022Q4，当核心 PCE 同比仍然维持在 6%以上，而加息却在 12 月份确认从 75BP 下降至 50BP 时，美元指数快速走弱，黄金迎来反弹；2024Q3-Q4，核心 PCE 同比有所反弹，但降息依然连续 3 次落地，美元指数于 2025 年初见顶回落，黄金开启快速涨势；2025Q4 同样在核心 PCE 同比反弹背景下，连续 3 次降息，美元指数在低位再次走弱，达到加息周期之后的最低位置，黄金也因此上涨至历史高点。

图表13：2022年美联储加息周期以来，有3次“利率先于通胀下行”的时期（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表14：在“利率先于通胀下行”的时期，美元指数走弱，黄金上涨（美元/盎司）



来源：Wind，国金证券研究所

4、迷雾散去前的波动时刻

在市场持续了两个多月的缩量行情之后，中东局势和议息会议成为了打破僵局的变量。在3-6月份行情的学习效应下，难免存在对当时的“刻舟求剑”，部分投资者或许认为寻找与利率和通胀不敏感的方向将成为下一阶段的主线。但我们发现无论是宏观层面、产业层面或是通胀弹性的层面，当前都与3-6月时有显著的不同。总体而言，我们推荐：

第一，商品侧，能源是首要推荐，以**石油、油运和炼化**为代表的能化链条将继续受益于全球对能源的补库需求。而有色金属（铜、金、铝）作为美元对立面资产，需要关注的是利率与通胀的赛跑孰弱孰强，在加息预期落地后，布局机会已经到来。需要指出的是，当通胀的来源是能源，实际利率又缺乏AI产业加速作为支撑时，金属和能源可能并不冲突。

第二，中东局势突变带来不确定性提升，但经济、产业的基本面难以提供完全复刻3-6月行情的支撑。2026Q2财报提供了寻找确定性的线索，我们挖掘了各个方向中业绩兑现度较高、盈利估值匹配的方向，请参考《2026年Q2业绩深度解读：K型分化下的真实图景》。

5、风险提示

海外货币政策预期大幅收紧：如果由于滞胀预期持续导致货币政策预期大幅收紧，那么市场可能存在超预期下跌的风险。

AI产业趋势迎来重大突破：如果AI产业趋势出现重大突破，那么市场将会重新回到科技主线，其他板块表现将落后。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究