仅供内部参考，请勿外传

国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 09 月 20 日

A 股策略周报 20260920

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） mouyiling@gjzq.com.cn
分析师：吴晓明（执业 S1130525060005） wu_xiaoming@gjzq.com.cn
分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003） wuhuimin@gjzq.com.cn

修复与下一个变化

市场状态：修复在继续

本周美联储议息会议召开，加息如期落地，美债期限溢价进一步回落；同时美伊冲突释放缓和预期，油价高位回调，外部宏观风险不确定性下降，A 股市场迎来反弹。值得一提的是，由于近期反弹逼近关键政治事件（中美领导人会晤）落地敏感期，参考过去“93 阅兵”、“5 月中美领导人会面”等重大事件前后市场表现，市场确实反弹窗口受到重大事件博弈的限制，当然市场特征上本轮相对占优：当前处于低波反弹期，两融为代表的杠杆资金参与热度同样处于低位，距离市场过热存在差距，除非下周市场出现明显的升波上涨，否则政治事件落地不构成本轮反弹行情的回调风险。

AI 与美债期限利差定价框架：短期验真能力增强 VS 长期不可证伪性走弱：

AI 科技股的定价，主要由短期产业链景气不断上行（验真盈利）与长期的市场想象空间不可证伪性持续（支撑估值）两部分所组成，宏观利率则主导了两部分的权重分配；从相对收益看，费半相对道指的股价走势与美债期限利差呈现出一定的负相关性：4-6 月 AI 全产业链的紧缺与涨价使其享受了不断走阔的负“实际利率”（抵御了短端利率上行），盈利真实性得到充分确认，这成为其市场表现韧性的核心支撑；与此同时，产业侧 Agent 商业化和推理需求的大幅扩张，远期市场想象空间也在打开。科技以外的传统世界来看，短端利率明显压制了短期的需求，长端贴现对传统板块影响小，反而其中通胀预期是传统世界的价格水平预期（特别是实物资产）。因此期限利差回落支撑了科技的一枝独秀；步入 7 月，市场担忧沃什货币政策不确定性与控制通胀的决心，叠加美国 Q2 经济韧性，美债长端利率抬升，期限利差重新走阔，长期想象空间“不可证伪”的贴现价值下降，随着主流厂商 ARR 增速放缓与短期 token 的价格下降，科技股债务收入不匹配的问题开始成为核心担忧，即使多数 AI 硬件厂商二季度财报的短期景气度验真得到确认，市场反应冷淡。8 月中下旬以来，高油价带动长短端利率再度同步上行，随后沃什鹰派表态下美债期限利差收敛，市场对于景气度的验证权重再度提升，短端业绩仍具确定性的科技股表现逐渐企稳。本周加息正式落地后，GPU 价格上调，杠杆率重新下行，Anthropic ARR 超预期等产业链利好提高 AI 基本面的确定性，在三季报来临前科技股具有了窗口期。然而与二季度相比，本轮科技产业周期的中长期不可证伪性出现受损，因此目前来看尚不具备创新高的条件，反而可能成为向下力量的来源：具体而言，中长期市场想象空间的打开，主要存在两个驱动：1、产业内部出现重大创新，形成商业化叙事新的闭环；2、出现向各行各业加速渗透的明确证据，跑通宏大叙事。对于前者需要持续观测，近期出现一定放缓信号，即前沿大模型厂商基于安全与自身商业化诉求公开呼吁暂缓前沿大模型更新速度。对于后者，未来科技跟传统世界交互不可避免增加，高利率环境会对这个过程造成扰动。值得关注的是，本轮科技反弹伴随美债期限利差回落，而当前期限利差水平已接近 6 月末的过去一年来极端水平。

实物需求：预期与现实存在明显轧差

对于实物或 HALO 资产而言，当前实际利率依然处于高位，霍尔木兹海峡也仍处于关闭状态，通航量恢复缓慢，非美经济体的全面需求回升可能仍需等待。与 4 月不同的是，当前供应链压力相较当时有所缓和，从 8 月全球 PMI 来看，生产项与订单项持续回暖，新出口订单回升至美伊冲突爆发前的水平。分地区来看，非美地区是核心驱动，这在欧洲、中国的中观数据中也能得到验证。值得一提的是，当前全球现实的强韧性与经营预期之间存在明显背离，在当前能源、制造业库存水平都处于低位的背景下，如果出现地缘不确定性与实际利率的下降，关注未来经营预期向现实的回归，并带动产业链补库行为发生与前期被抑制的投资需求释放。

市场僵局被打破，把握换仓窗口期

宏观不确定性下降后，持续两个月的市场僵局有望被打破，市场状态距离过热存在差距，反弹持续性可以期待，政治事件落地较难成为本轮市场上涨行情结束的核心信号。对于科技股而言，短期基本面景气度增强+美债利率期限利差下行为其提供相对顺风的环境，然而中期维度下不可证伪的远端叙事隐忧仍在，可能成为本轮反弹的下拉力量，突破前高难度相对较大。**另一方面，与本轮美国 AI 反弹相关的美债期限利差再次回落到了 6 月末的低点，随时可能反转上行。**整体来看，三季报与 Anthropic 上市前给未能在 7 月减仓的投资者一个反弹切换的时间窗口。具体配置建议上，第一，**有色金属（金、铜、铝）**作为美元对立面资产，在极致的加息预期落地与地缘矛盾缓和后，机会已经出现；第二，油价下跌反而可能释放全球对能源的补库需求，**石油、油运和炼化为代表的能化链条**将继续受益；第三，科技链上部分供需紧缺且存在技术迭代的环节，参考我们前期业绩报告的筛选结果，推荐：**光模块、电子布、MLCC、存储**等。

风险提示

国内经济修复不及预期，海外经济大幅下行。

内容目录

1、市场状态：不确定性下降后的修复可以期待 3
2、AI：验真兑现支撑短期修复，中期下拉力量犹存 4
3、实物资产的底部正在出现 7
4、市场僵局被打破，把握换仓窗口期 8
5、风险提示 8

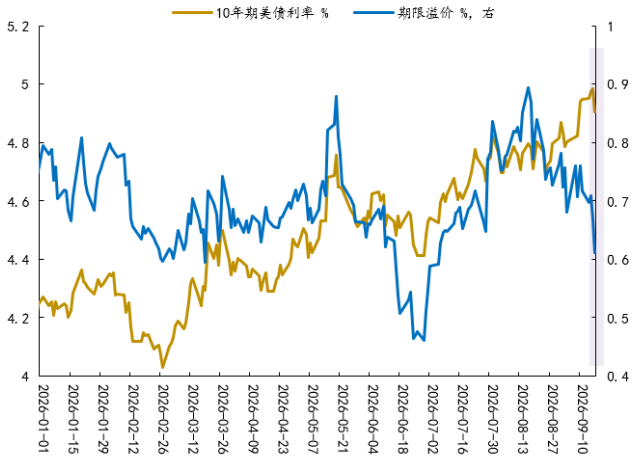
图表目录

图表 1： 本周 FOMC 会议后美债期限溢价回落，并带动美债长端利率边际放缓 3
图表 2： 本周油价高位回落，外部不确定性下降，A 股市场出现底部反弹 3
图表 3： 前两次重大事件落地前市场均经历过升波上涨，而本周市场出现反弹的同时波动率仍在下降 3
图表 4： 从 PCR 交易指标来看，当前亦处于低位，同样和此前两次重大事件落地前存在差异 4
图表 5： 前两次重大事件落地前两融活跃度均上升至 2 倍标准差附近，而截至本周四该指标仍在均值以下 4
图表 6： 美伊冲突以来，费半相对道指的股价走势与美债期限利差呈现出一定的负相关性 4
图表 7： AI 全产业链的紧缺与涨价使得其享受了不断走阔的负“实际利率”，盈利的真实性得到充分确认（%） 5
图表 8： 产业侧 Vibe coding 的快速渗透带动 Agent 商业化和推理需求的大幅扩张，模型侧同样量价齐升 5
图表 9： 当前 AI 产业链杠杆率重新回到下行周期中 5
图表 10： 近期 AI 链下游的债务收入比同样不断回落 5
图表 11： 近期 GPU 价格出现回升迹象（美元/小时） 5
图表 12： 近期美国科技股五年期 CDS 费率表现震荡 5
图表 13： AI 大模型在企业侧的渗透似乎正在迎来瓶颈（%） 6
图表 14： 受渗透率增长放缓，模型价格下降等影响，企业 AI 支出份额走势高位震荡 6
图表 15： 在科技、金融等渗透率逐渐达到高位后，AI 的进一步增长需要向制造业、零售业、建筑业与住宿餐饮业等更多领域渗透，然而这些行业当前正在被高利率所压制 6
图表 16： 8 月供应链压力相较 4 月有所缓和，生产与订单同样正在恢复 7
图表 17： 分地区来看，8 月制造业 PMI 生产分项中，非美地区是核心驱动 7
图表 18： 8 月中国工业增加值同比抬升至近些年历史同期高位 7
图表 19： 8 月德国制造业 IFO 商业景气同样抬升至近些年历史同期高点 7
图表 20： 当前全球现实的强韧性与经营预期之间存在明显背离 8
图表 21： 当前美国制造业实际库存处于历史底部（%） 8
图表 22： 7 月以来全球陆地库存加速去库 8
图表 23： OECD 商业原油库存降至 2003 年以来较低水平 8

1、市场状态：不确定性下降后的修复可以期待

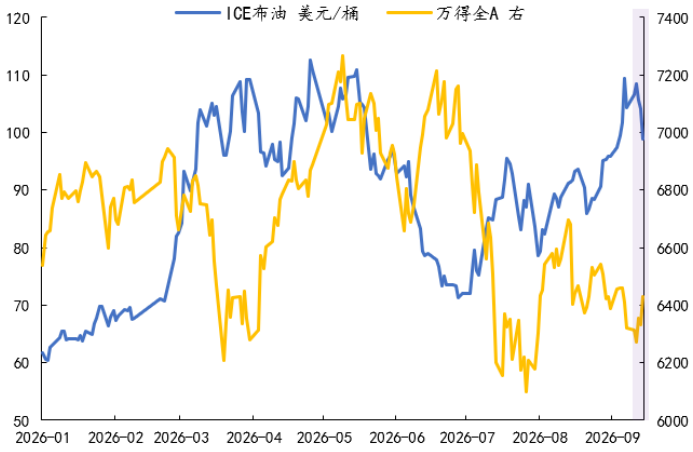
本周美联储 FOMC 会议召开，加息如期落地，美债收益率期限利差回升；与此同时美伊冲突释放缓和预期，油价高位回落，外部宏观风险不确定性下降后，A 股市场迎来反弹。

图表1：本周 FOMC 会议后美债期限溢价回落，并带动美债长端利率边际放缓



来源：wind，国金证券研究所

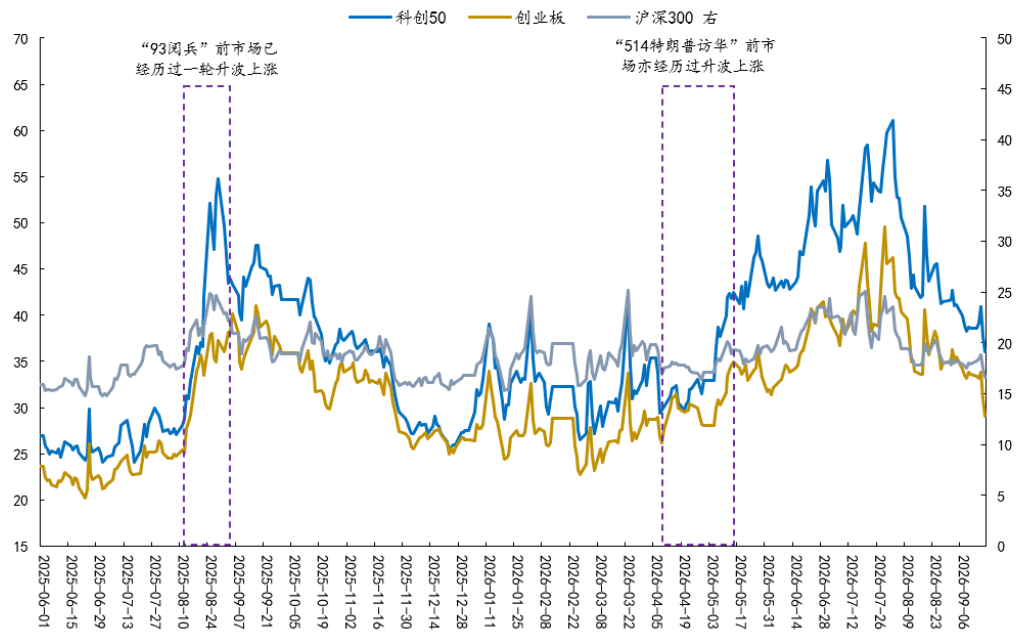
图表2：本周油价高位回落，外部不确定性下降，A 股市场出现底部反弹



来源：wind，国金证券研究所

值得一提的是，由于近期的反弹逼近关键政治事件（中美领导人会晤）落地的敏感期，参考过去“93 阅兵”、“5 月中美领导人会面”等重大事件前后的市场表现，部分投资者认为这一轮脉冲式上涨的行情可能持续性相对一般，然而从市场侧看，当前与过去两轮重大地缘事件前后存在差异：当前处于低波反弹期，两融为代表的杠杆资金参与热度同样处于低位，距离市场过热存在差距，除非下周市场出现明显的升波上涨，否则政治事件的落地可能较难成为本轮市场上涨行情结束的核心信号。

图表3：前两次重大事件落地前市场均经历过升波上涨，而本周市场出现反弹的同时波动率仍在下降



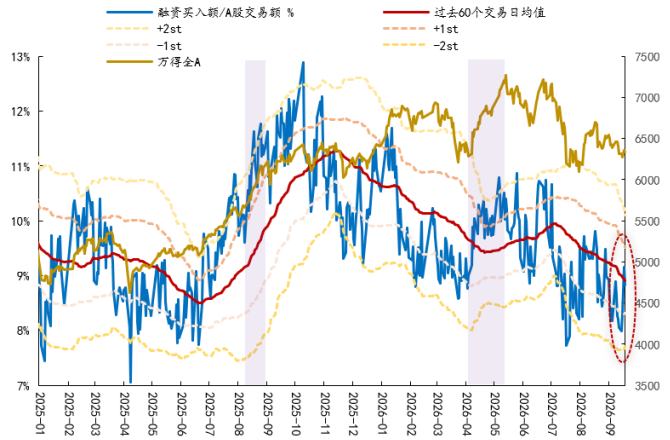
来源：Wind、国金证券研究所

图表4：从 PCR 交易指标来看，当前亦处于低位，同样和此前两次重大事件落地前存在差异



来源：wind，国金证券研究所

图表5：前两次重大事件落地前两融活跃度均上升至 2 倍标准差附近，而截至本周四该指标仍在均值以下



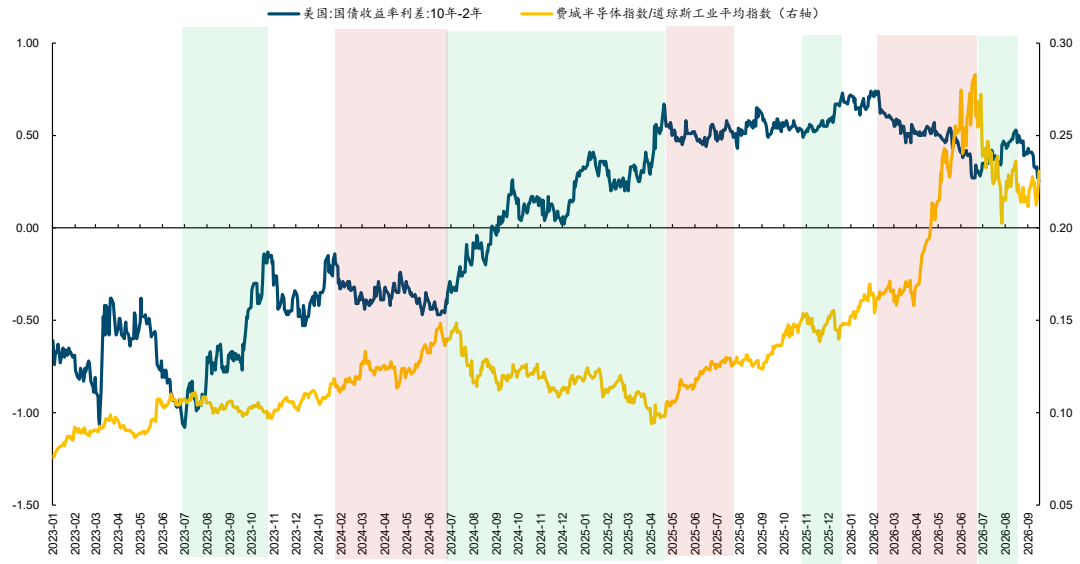
来源：wind，国金证券研究所

2、AI：验真兑现支撑短期修复，中期下拉力量犹存

近期在高油价与货币紧缩的环境中，科技股表现重新占优，市场习惯性地认为资金重新追求确定性之下，新一轮资金抱团科技行情回归。对于宏观利率与科技产业周期的关系，我们的理解是：AI 科技股的定价，主要由短期产业链景气的不断上行（验真盈利）与长期的市场想象空间不可证伪性持续（支撑估值）两部分所组成，而宏观利率则主导了两部分的权重分配。**从相对收益看，费半相对道指的股价走势与美债期限利差呈现出一定的负相关性：**

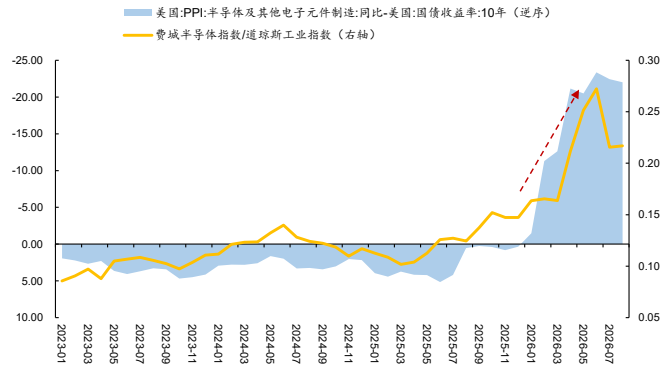
2026 年 Q2，AI 全产业链的紧缺与涨价使其享受了不断走阔的负“实际利率”（抵御了短端利率上行），盈利真实性得到充分确认，这成为其市场表现韧性的核心支撑；与此同时，产业侧 Agent 商业化和推理需求的大幅扩张，模型侧同样量价齐升，远期市场想象空间也在被打开。科技以外的传统世界来看，一方面则是短端利率明显压制了短期的需求，而长端贴现对传统板块影响小，反而是长端中的通胀预期是传统世界的价格水平预期（特别是实物资产）。因此 4-6 月期限利差回落支撑了科技的一枝独秀。

图表6：美伊冲突以来，费半相对道指的股价走势与美债期限利差呈现出一定的负相关性



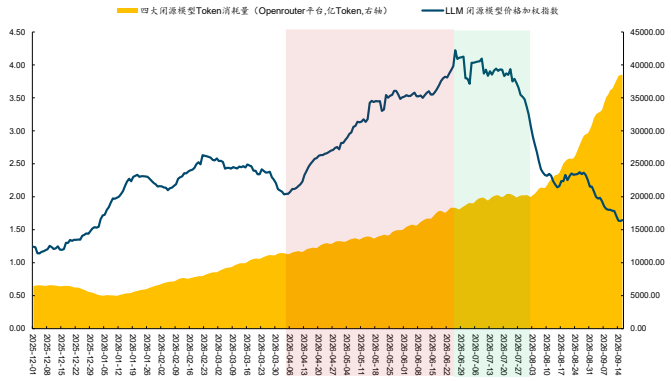
来源：wind，国金证券研究所

图表7：AI 全产业链的紧缺与涨价使得其享受了不断走阔的负“实际利率”，盈利的真实性得到充分确认（%）



来源：wind，国金证券研究所

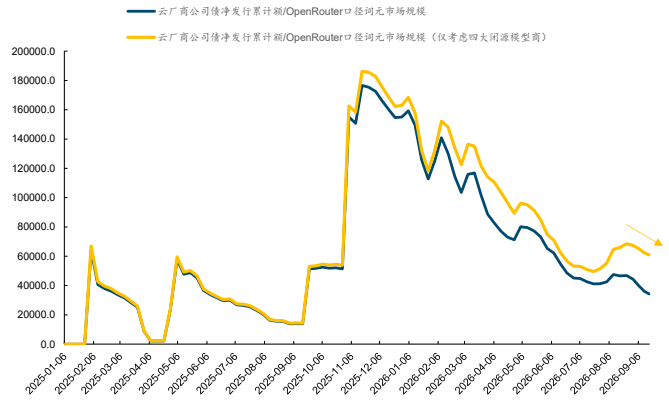
图表8：产业侧 Vibe coding 的快速渗透带动 Agent 商业化和推理需求的大幅扩张，模型侧同样量价齐升



来源：wind，国金证券研究所

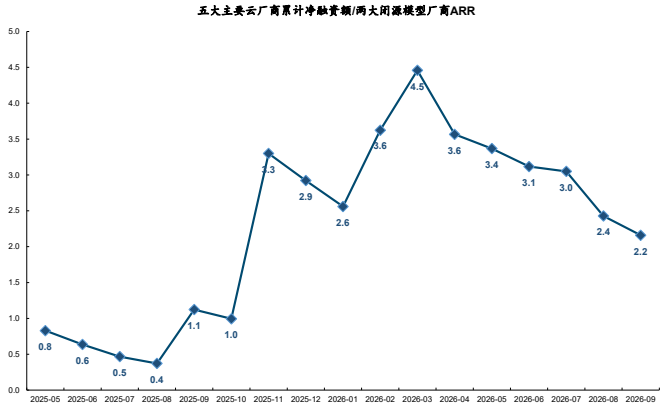
8 月中下旬以来，高油价带动长短端利率再度同步上行，然而杰克逊霍尔会议后，在沃什鹰派表态下市场对于长端通胀回落信心增加，期限利差快速收敛，市场对于短端景气度的验证权重再度提升，而短期业绩仍具确定性的科技股表现逐渐企稳，而在加息正式落地后，GPU 价格的上调，杠杆率的重新下行，Anthropic 年化收入超预期等 AI 产业链基本面的利好提高基本面的确定性，因此在三季报来临前（新一轮大规模集中验真周期），科技股具有了窗口期。

图表9：当前 AI 产业链杠杆率重新回到下行周期中



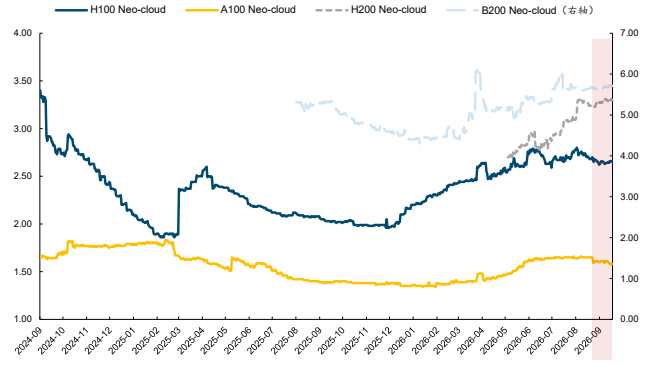
来源：OpenRouter,Bloomberg，国金证券研究所

图表10：近期 AI 链下游的债务收入比同样不断回落



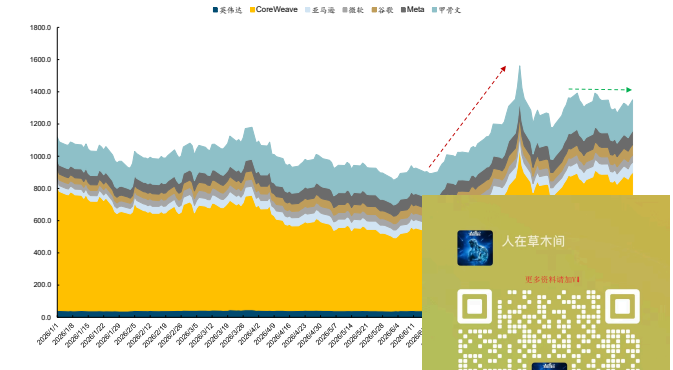
来源：Epoic AI，Bloomberg，国金证券研究所

图表11：近期 GPU 价格出现回升迹象（美元/小时）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表12：近期美国科技股五年期 CDS 费率表现震荡

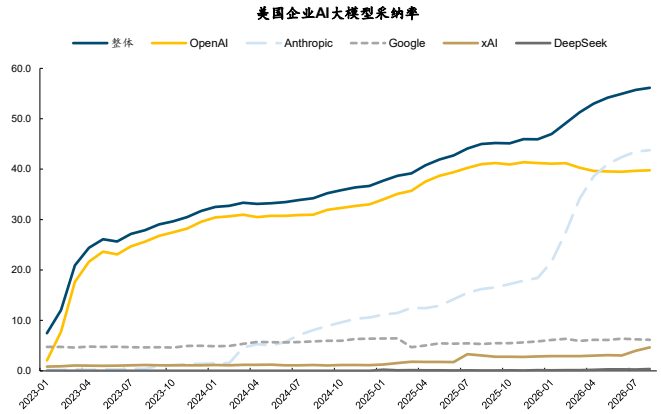


来源：Bloomberg，国金证券研究所

人在草木间

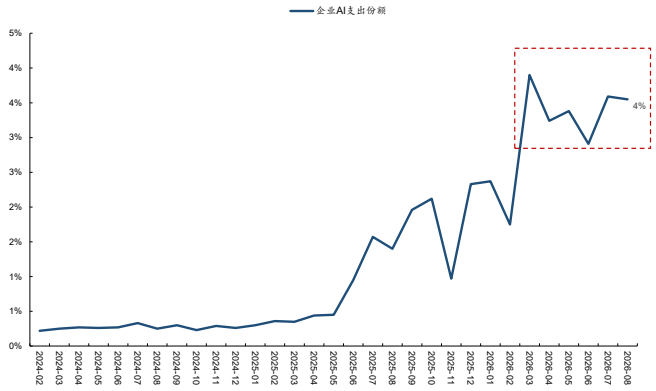
然而与二季度相比，本轮中长期市场想象空间的变化有限，目前来看尚不具备创新高的条件，反而可能成为向下力量的来源。事实上市场想象空间的打开，主要存在两个驱动：1、产业内部出现重大创新驱比如出现新的类似于 4 月 Vibe coding 这样的大体量应用场景，形成商业化叙事新的闭环；2、出现向各行各业加速渗透的明确证据，成为一个宏观变量。对于前者需要持续观测，并且近期出现一定的放缓信号，即前沿大模型厂商基于安全与自身商业化诉求公开呼吁暂缓前沿大模型的更新速度，市场对此反应剧烈，费半周一跌幅接近 6%。而对于后者，科技跟传统世界的交互不可避免地增加，此时名义高利率环境会对这个过程造成扰动：在科技、金融等渗透率逐渐达到高位后，AI 的进一步增长需要向制造业、零售业、建筑业与住宿餐饮业等更多领域渗透，然而这些行业当前正在被高利率所压制。后续需要密切观测云厂商财报、大模型厂商 IPO 文件中的相关信号验证。值得关注的是，美债期限利差回落伴随了本轮科技反弹，而当前期限利差水平已接近 6 月末的过去一年来的极端水平。

图表13：AI 大模型在企业侧的渗透似乎正在迎来瓶颈（%）



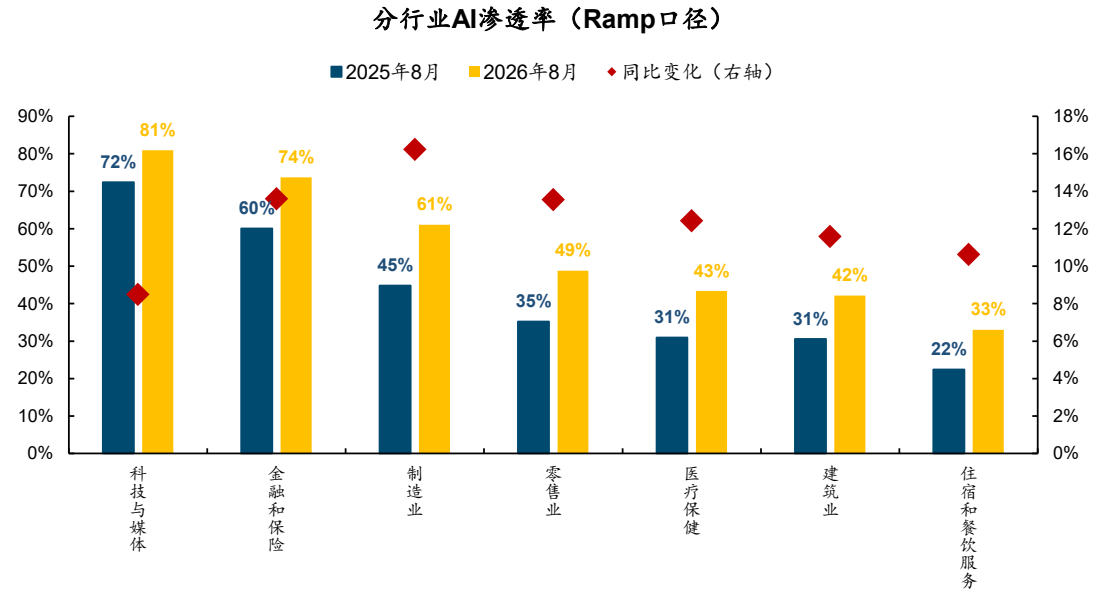
来源：Ramp AI，国金证券研究所

图表14：受渗透率增长放缓，模型价格下降等影响，企业 AI 支出份额走势高位震荡



来源：wind，国金证券研究所

图表15：在科技、金融等渗透率逐渐达到高位后，AI 的进一步增长需要向制造业、零售业、建筑业与住宿餐饮业等更多领域渗透，然而这些行业当前正在被高利率所压制

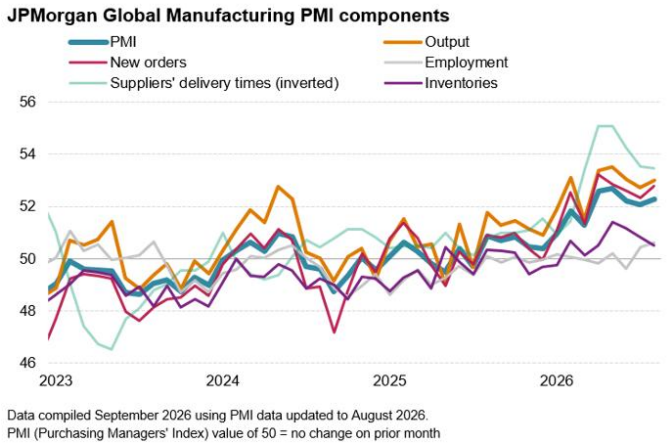


来源：Ramp AI，国金证券研究所

3、实物资产的底部正在出现

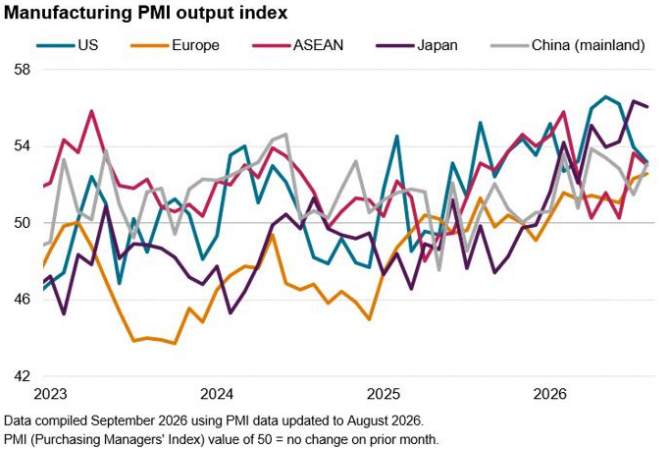
而对于实物或 HALO 资产而言，当前实际利率依然处于高位，霍尔木兹海峡也仍处于关闭状态，通航量恢复缓慢，非美经济体的全面需求回升可能仍需等待。然而与 4 月不同的是，当前供应链压力相较当时有所缓和，生产端同样正在恢复：从 8 月全球 PMI 来看，生产项与订单项持续回暖，新出口订单指数录得 51.4，回升至美伊冲突爆发前的水平。分地区来看，非美地区是核心驱动，这在欧洲、中国的中观数据中也能得到验证。

图表16：8月供应链压力相较4月有所缓和，生产与订单同样正在恢复



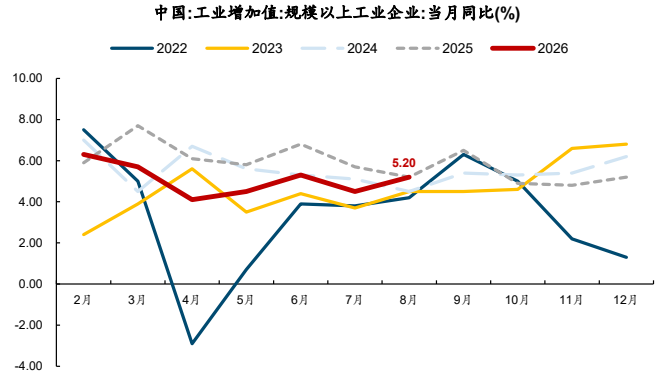
来源：S&P Global PMI，国金证券研究所

图表17：分地区来看，8月制造业PMI生产分项中，非美地区是核心驱动



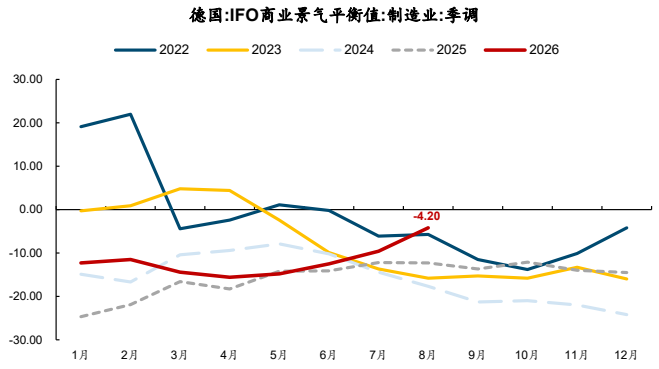
来源：S&P Global PMI，国金证券研究所

图表18：8月中国工业增加值同比抬升至近些年历史同期高位



来源：wind，国金证券研究所

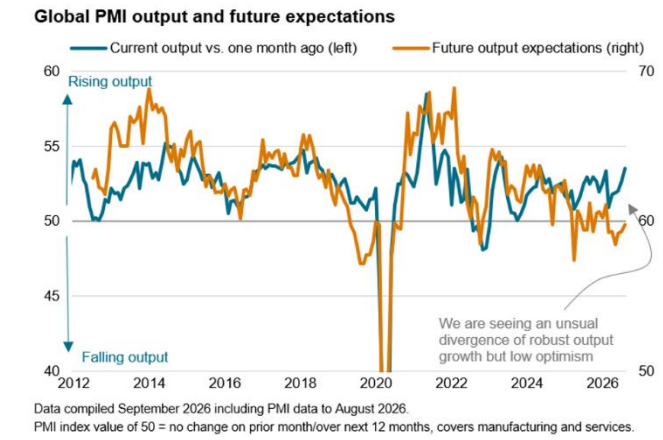
图表19：8月德国制造业IFO商业景气同样抬升至近些年历史同期高点



来源：wind，国金证券研究所

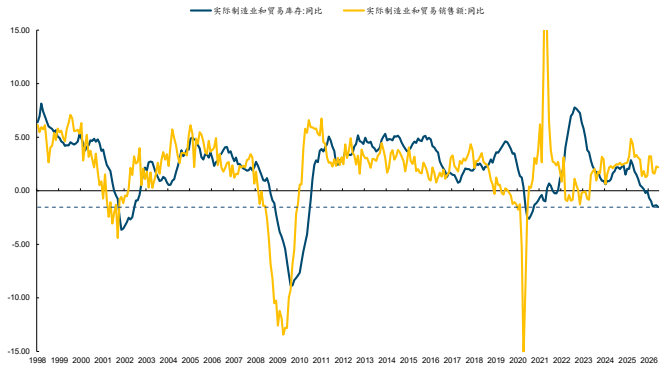
值得一提的是，当前全球现实的强韧性与经营预期之间存在明显背离，后续如果出现地缘不确定性与实际利率的下降，关注潜在的经营预期有望向现实的回归，并带动产业链补库行为的发生，当前能源、制造业库存水平都处于低位。

图表20：当前全球现实的强韧性与经营预期之间存在明显背离



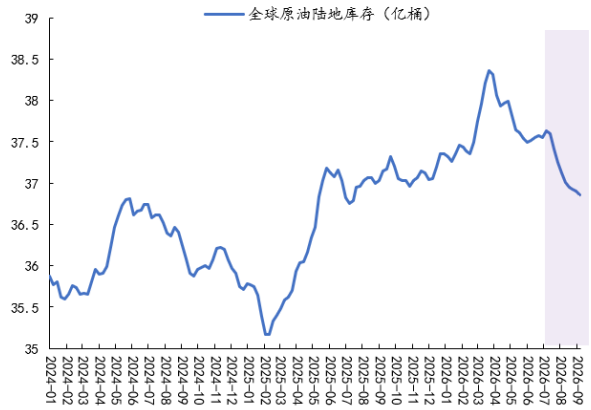
来源：S&P Global PMI，国金证券研究所

图表21：当前美国制造业实际库存处于历史底部（%）



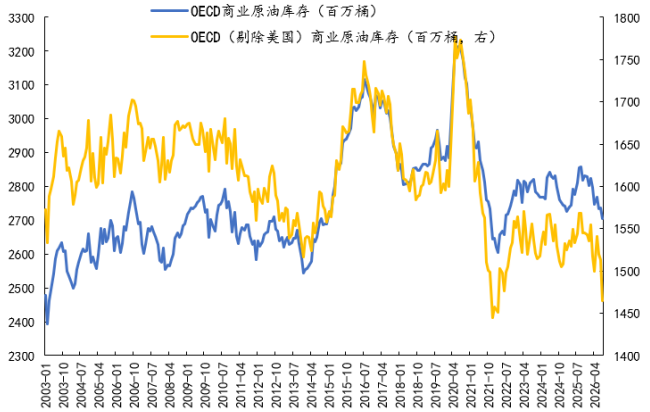
来源：wind，国金证券研究所

图表22：7月以来全球陆地库存加速去库



来源：wind，国金证券研究所

图表23：OECD商业原油库存降至2003年以来较低水平



来源：EIA，国金证券研究所

4、市场僵局被打破，把握换仓窗口期

宏观不确定性下降后，持续两个月的市场僵局有望被打破，市场状态距离过热存在差距，反弹持续性可以期待，政治事件落地较难成为本轮市场上涨行情结束的核心信号。对于科技股而言，短期基本面景气度增强+美债利率期限利差下行为其提供相对顺风的环境，然而中期维度下不可证伪的远端叙事隐忧仍在，可能成为本轮反弹的下拉力量，突破前高难度相对较大。另一方面，与本轮美国AI反弹相关的美债期限利差再次回落到了6月末的低点，随时可能反转上行。整体来看，三季报与Anthropic上市前给未能在7月减仓的投资者一个反弹切换的时间窗口。具体配置建议上，

第一，**有色金属（金、铜、铝）**作为美元对立面资产，在极致的加息预期落地与地缘矛盾缓和后，机会已经出现；

第二，油价下跌反而可能释放全球对能源的补库需求，**石油、油运和炼化**为代表的能化链条将继续受益；

第三，科技链上部分供需紧缺且存在技术迭代的环节，参考我们前期业绩报告的筛选结果，推荐：**光模块、电子布、MLCC、存储**等。

5、风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么内需的疲软也会影响全球大宗商品的需求。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。

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