下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·策略周报

节前缩量，节后修复

——中信建投策略周思考 20260927

投资策略

核心观点

本周 A 股缩量主因交易性与季节性因素，访美利好兑现后预期收敛，叠加双节临近，节后有望修复性反弹。海外主线转为“再加速＋再通胀＋再加息”，美国经济由 K 型分化走向全面复苏，但成本压力仍在，长端利率飙升、实际利率走高，欧日跟进加息，全球金融条件收紧。人民币汇率偏强提供一定缓冲，但外部流动性收紧的约束短期难以完全解除。配置层面注重均衡灵活，行业重点关注：AI 算力、工业金属、非银、银行、煤炭、石油、油运等。

访美利好兑现，节前缩量，节后有望修复

市场对中美关系阶段性缓和的预期，在会前已明显升温并部分定价，随着事件落地、利好兑现，市场随之进入预期收敛阶段。叠加中秋国庆长假临近，A 股迅速转入节前缩量模式。整体来看，本周的调整与缩量更多是交易性与季节性因素主导，节后市场有望迎来修复性反弹。2016 年以来的日历效应显示，剔除 2018、2024 两个市场波动较大年份后，国庆长假前一周上证指数下跌概率达 87.5%，平均下跌 1.1%，国庆长假后一周上证指数上涨概率达 62.5%，平均上涨 1.3%。

海外定价“再加速+再通胀+再加息”

9 月美国制造业 PMI 数据从 8 月的 53.9 跃升至 57.0，远高于市场预期的 53.6。美国经济正在从 AI 驱动、上下两端冷热不均的 K 型格局，向更全面的复苏扩散。与此同时，供给瓶颈与成本压力仍然持续，再通胀风险重新抬头，长端美债利率再度飙升，实际利率趋于走高，通胀和利率对实体经济的传导影响逐步显现。欧日央行跟进加息，全球金融条件呈现边际收紧态势。

对 A 股而言，外部约束主要体现在分母端，美债利率飙升压制全球高估值成长资产的估值中枢。不过国内方面，人民币汇率整体稳健偏强，一定程度上为 A 股提供了缓冲。主要受到外需强劲和制造业竞争力提升推动出口高增的支撑，致使无惧中美利差走阔，人民币对美元一度创阶段新高。但外部流动性收紧的约束短期难以完全解除，未来仍可能通过压制估值与风险偏好、抬升融资成本、跨境资本回流等路径对 A 股形成扰动。

配置层面注重均衡灵活

在外部利率扰动未消、内部节前缩量待修复的组合下，我们建议维持均衡偏灵活的攻守配置。进攻端，AI 产业链仍是中期主线，后续市场热度一旦恢复，科技板块往往出现最明显的补涨行情；工业金属可能受到加息周期压制，但基本面仍有支撑，关注回调配置机会。防御端，建议以低估值、高股息与现金流确定性为底仓，非银兼具估值与业绩韧性，银行红利底仓属性仍在。最后，配置供给硬约束与价格上行的资源品主线，作为对外部通胀利率上行、高估值成长承压环境的对冲。

风险提示：政策落地不及预期；中东地缘局势恶化风险；美股波动超预期。

夏凡捷
xiafanjie@csc.com.cn
021-68821600
SAC 编号:S1440521120005

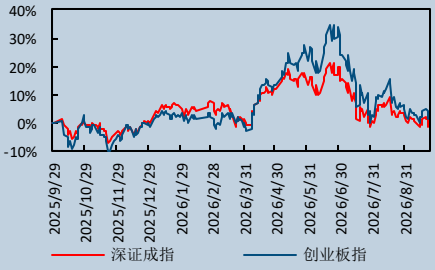
李家俊
lijiajunbj@csc.com.cn
SAC 编号:S1440522070004

发布日期： 2026 年 09 月 27 日

上证指数走势图



深证成指走势图



本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、 访美利好兑现，节前缩量，节后有望修复 1
二、 海外定价“再加速+再通胀+再加息” 2
三、 配置层面注重均衡灵活 5
风险分析 8

下载日志已记录，仅供内部参考

一、 访美利好兑现，节前缩量，节后有望修复

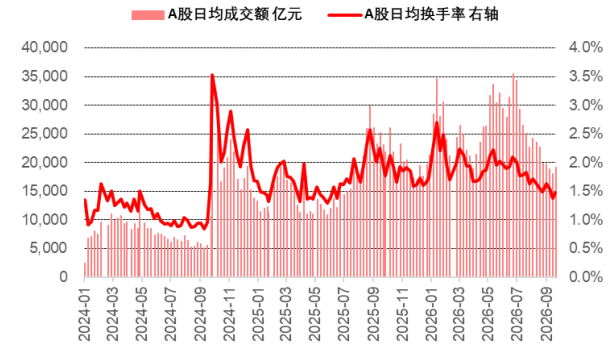
应特朗普总统邀请，习近平主席于 9 月 23 日至 25 日对美国进行国事访问。当地时间 9 月 23 日下午，美国总统特朗普来到安德鲁斯空军基地，迎接习近平主席到访。9 月 24 日上午，两国元首在白宫举行会谈。这是时隔 11 年再度对美国事访问，也是继今年 5 月北京会晤后中美元首在半年内实现互访，具有历史性、里程碑意义。

两国元首就人工智能、中东局势、乌克兰危机、朝鲜半岛等重大国际和地区问题交换了意见，会晤前，双方经贸团队已在纽约完成第八轮经贸磋商，就关税、贸易与投资等议题达成若干安排，并首次在经贸磋商机制下举行人工智能对话。9 月 25 日下午，国家主席习近平结束对美国的国事访问返回北京。

市场对中美关系阶段性缓和的预期，在会前已明显升温并部分定价，随着事件落地、利好兑现，市场随之进入预期收敛阶段。叠加中秋国庆长假临近带来的时间成本与避险效应，A 股迅速转入节前缩量模式，日均成交额仅约 1.9 万亿元，其中周四 A 股成交额降至 1.67 万亿元，全周日均换手率不足 1.5%。

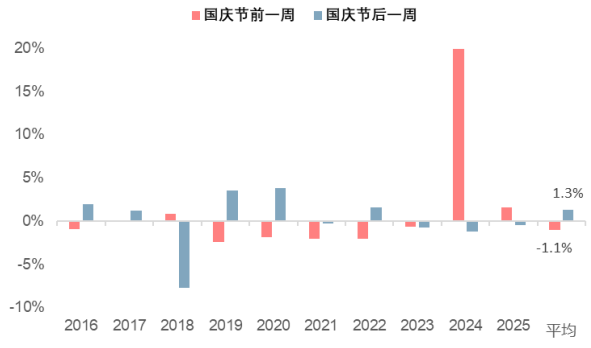
整体来看，本周的调整与缩量更多是交易性与季节性因素主导，节后市场有望迎来修复性反弹。2016 年以来的日历效应显示，剔除 2018、2024 两个市场波动较大年份后，国庆长假前一周上证指数下跌概率达 87.5%，平均下跌 1.1%，国庆长假后一周上证指数上涨概率达 62.5%，平均上涨 1.3%。

图表 1: A 股日均成交额和换手率



数据来源：Wind，中信建投证券

图表 2: 上证指数国庆长假前后市场表现



数据来源：Wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

二、海外定价“再加速+再通胀+再加息”

9月美国标普全球制造业PMI数据从8月的53.9跃升至57.0，远高于市场预期的53.6，这一读数标志着自2022年5月以来制造业商业状况的最强改善。与此同时，服务业PMI升至58.7，同样大幅超预期。

从制造业PMI分项来看，主要组成部分均对增长做出了贡献：生产增长在过去三个月减弱后反弹，达到自2022年4月以来的最快增速，而新订单加速至近四年半以来的最高水平，就业增长上升至自2021年2月以来的最高水平，同时库存也以更快的速度增加。

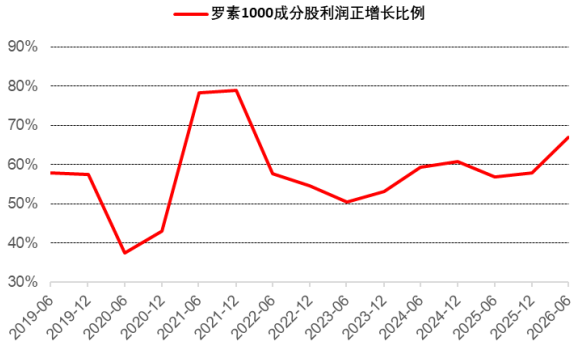
本次PMI数据不只是“强”，更在于“广”，美国经济正在从AI驱动、上下两端冷热不均的K型格局，向更全面的复苏扩散。2026年中报业绩的统计结果显示，罗素1000指数成分股利润正增长的比例升至67%，为2019年以来剔除疫情扰动因素后的最高水平。

图表3: 美国制造业PMI



数据来源：Macroview，中信建投证券

图表4: 罗素1000成分股利润正增长比例



数据来源：Wind，中信建投证券

与此同时，供给瓶颈与成本压力仍然持续，全球金融条件呈现边际收紧态势。

国际油价仍在100美元附近高位徘徊，再通胀风险重新抬头，长端美债利率持续飙升，10年期美债收益率一度逼近5.2%，30年期已经接近5.5%。更值得关注的是实际利率的抬升，美国10年期TIPS实际收益率升至2.8%上方，为金融危机以来最高水平，30年期抵押贷款固定利率超过7%，实际融资成本趋于走高，通胀和利率对实体经济的传导影响逐步显现。

全球金融条件呈现边际收紧态势，欧央行于9月10日加息25个基点（年内第二次），日本央行亦于9月18日跟进加息至1.25%、为1995年以来最高。美联储多位官员近日密集表态，警告通胀持续高企，当前政策立场可能仍不足以将物价压回2%目标，叠加近期强劲经济数据的共同推动，市场对10月加息的预期随之大幅升温。

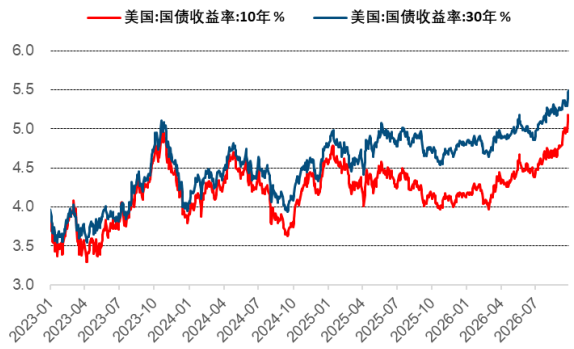
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5: 布伦特油价（美元/桶）



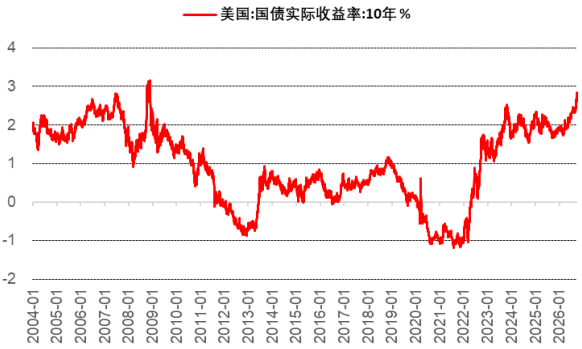
数据来源：Wind，中信建投证券

图表 6: 美债收益率



数据来源：Wind，中信建投证券

图表 7: 美国 TIPS 债券收益率



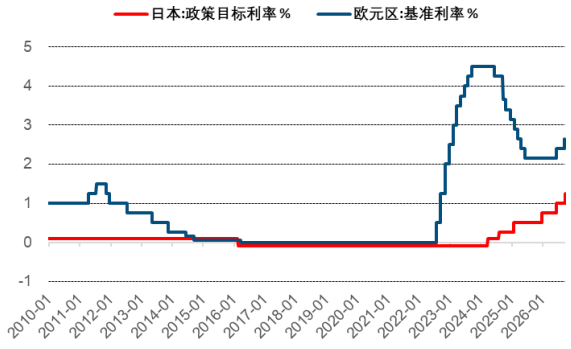
数据来源：Wind，中信建投证券

图表 8: 美国房贷利率



数据来源：Wind，中信建投证券

图表 9: 日本和欧元区央行政策利率



数据来源：Wind，中信建投证券

图表 10: 联邦基金目标利率市场预期

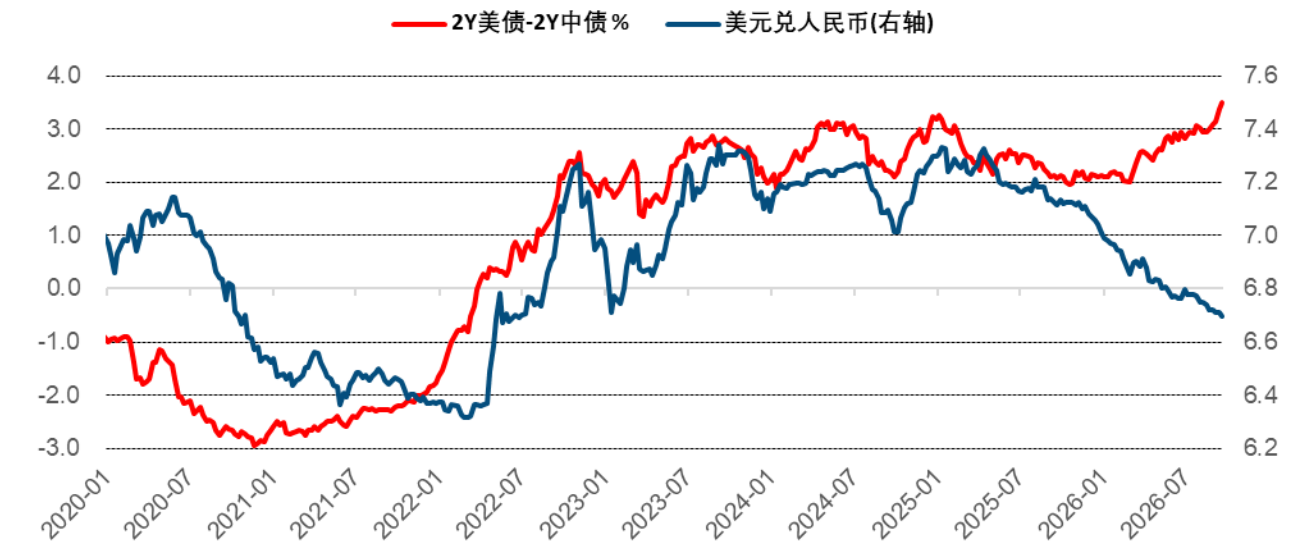
Meeting Date	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2026/10/28	35.8%	64.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/12/9	7.3%	41.6%	51.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	3.6%	24.3%	46.3%	25.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	1.2%	10.3%	31.4%	39.6%	17.4%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.7%	7.0%	23.7%	36.6%	25.5%	6.3%	0.0%
2027/6/9	0.5%	4.6%	17.2%	31.6%	29.8%	13.8%	2.5%
2027/7/28	0.4%	4.1%	15.8%	30.0%	30.0%	15.6%	3.7%
2027/9/15	0.4%	3.7%	14.4%	28.3%	30.0%	17.3%	5.1%
2027/10/27	0.4%	3.7%	14.4%	28.3%	30.0%	17.3%	5.1%
2027/12/8	0.6%	4.5%	15.5%	28.5%	29.0%	16.3%	4.8%

数据来源：CME，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

对 A 股而言，外部约束主要体现在分母端，美债利率飙升压制全球高估值成长资产的估值中枢。不过国内方面，人民币汇率整体稳健偏强，一定程度上为 A 股提供了缓冲。主要受到外需强劲和制造业竞争力提升推动出口高增的支撑，致使无惧中美利差走阔，人民币对美元一度创阶段新高。但外部流动性收紧的约束短期难以完全解除，未来仍可能通过压制估值与风险偏好、抬升融资成本、跨境资本回流等路径对 A 股形成扰动。

图表 11: 中美利差和人民币汇率



数据来源：Wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

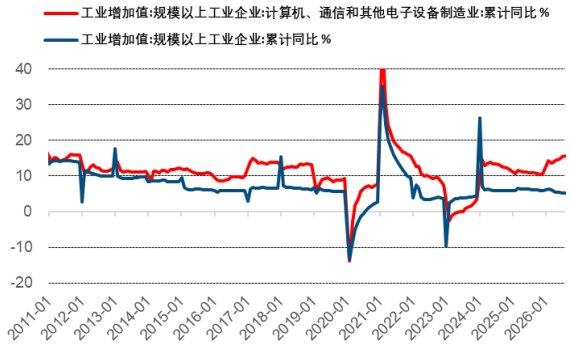
三、 配置层面注重均衡灵活

在外部利率扰动未消、内部节前缩量待修复的组合下，我们建议维持均衡偏灵活的攻守配置。

进攻端，AI产业链仍是中期主线，处于“内外需共振、量价双升”阶段。8月计算机通信电子制造业增加值累计同比+15.7%，显著领跑全行业，与整体工业增加值增速差今年持续走阔。重点聚焦筹码结构出清相对充分、基本面扎实的方向，如国产算力、光模块、PCB、半导体设备材料与存储等；后续市场热度一旦恢复，科技板块往往出现最明显的补涨行情。

工业金属可能受到加息周期压制，但基本面仍有支撑，关注回调配置机会。在加息周期、实际利率上行阶段，有色行业整体受到一定程度压制，其中贵金属是最直接受损的品种，工业金属仍有基本面供需紧平衡的支撑，尤其是AI算力带动高端铜箔等新兴需求爆发，可逢回调配置。

图表 12: 规模以上工业增加值累计同比增速



数据来源：Wind，中信建投证券

图表 13: LME铜价和联邦基金目标利率



数据来源：Wind，中信建投证券

防御端，建议以低估值、高股息与现金流确定性为底仓。

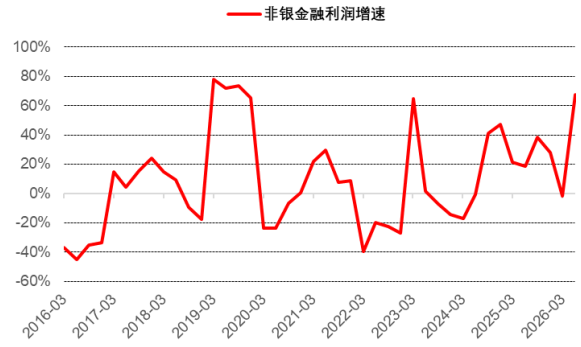
非银兼具估值与业绩韧性。2026H1非银金融行业归母净利同比+68%，在全行业居前，券商行业收入增速向好，且收入结构已由传统经纪转向自营、财富管理与国际化，盈利中枢更稳，一级市场IPO显著回暖，投行业务由拖累转为增厚；保险端2026H1上市险企新业务价值（NBV）平均同比+14.6%，权益仓位普遍提升。叠加“十五五”金融政策释放积极信号、中长期资金入市方向明确，以及券商回购升温、股东增持等市值管理行动，非银兼具防御与进攻弹性。

银行红利底仓属性仍在。银行业呈现“规模放缓、息差企稳”的降速提质特征，资产质量总体稳定，零售风险仍在消化但整体可控；2026H1商业银行净息差由1.40%回升至1.41%，为2022年以来首次环比改善，存款成本优化是主要支撑。银行当前的配置价值主要来自红利属性：板块股息率约4.2%，较10年期国债收益率溢价约2.5pct，PB仅约0.52倍、位于所有板块末位；中期分红“提比例＋加频次”趋势明确，多家银行新增中期分红，进一步强化了股息的确定性与性价比。与此同时，主动基金对银行的持仓比例已降至约1.1%的历史低位，筹码结构较轻。

人在草木间

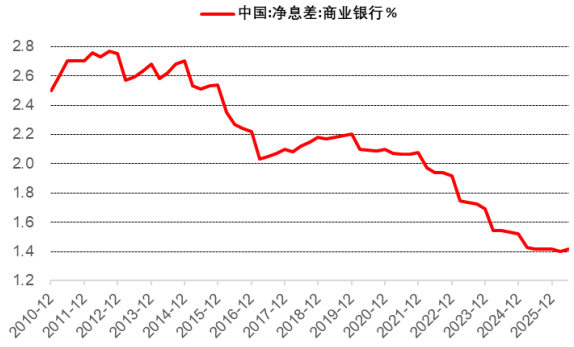
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 14: 非银金融利润增速



数据来源：Wind，中信建投证券

图表 15: 商业银行净息差



数据来源：Wind，中信建投证券

配置供给硬约束与价格上行的资源品主线，作为对外部通胀利率上行、高估值成长承压环境的对冲。

煤炭供给持续收缩，安监高压下供给弹性进一步收窄，叠加需求端日耗维持高位、双节与冬储补库预期，秦皇岛动力煤吨价一度触及 1000 元关口，煤价中枢有望维持合理偏上。

地缘问题持续扰动能源供给，国际原油价格高位徘徊，海外炼化周期被地缘拉长；与此同时，成品油裂解价差维持高位，为国内炼化企业带来利润增厚。

受中东地缘冲突升级、霍尔木兹海峡与曼德海峡两大能源通道同时承压影响，VLCC 运价与 BDTI 指数同步刷新历史新高。本轮运价由货量边际恢复和有效供给继续受损共振驱动，中东原油外运恢复但穿峡接驳及绕行苏伊士大幅增加船舶周转时间、降低有效运力，战争风险溢价同步抬升；叠加行业集中度提升与老船拆解预期，供需有望继续改善。

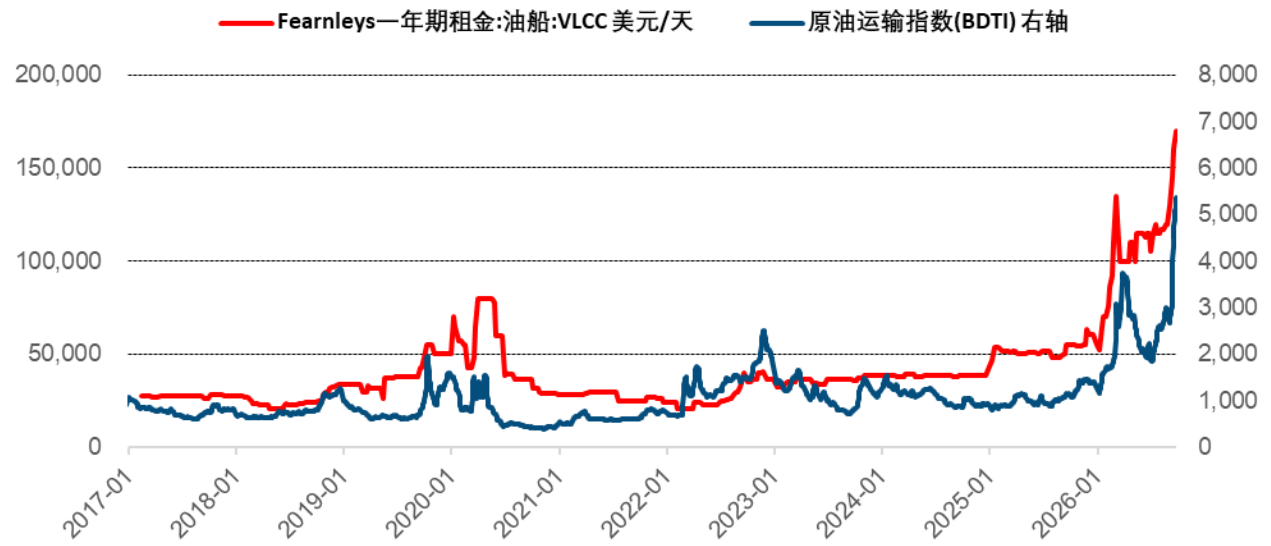
图表 16: 秦皇岛动力煤和布伦特原油价格



数据来源：Wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 17: VLCC 运价与 BDTI 指数



数据来源：Wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

风险分析

（1）内需支持政策效果低于预期。如果后续国内地产销售、投资等数据迟迟难以恢复，通胀持续低迷，消费未出现明显提振，企业盈利增速持续下滑，经济复苏最终证伪，那么整体市场走势将会承压，过于乐观的定价预期将会面临修正。

（2）中东地缘局势恶化风险。警惕美伊冲突进一步升级，国际油价中枢上行，增加全球通胀压力，制约国内外央行货币宽松空间，若通胀恶性演绎，可能对经济总需求造成拖累，加剧全球经济衰退风险，同时对权益市场造成冲击。

（3）美股市场波动超预期。若美国经济超预期恶化，或美联储宽松力度不及预期，可能导致美股市场出现较大波动，届时也将对国内市场情绪和风险偏好造成外溢影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

夏凡捷

投资策略团队资深策略分析师，本硕毕业于武汉大学金融工程专业，曾任安信证券高级策略分析师，长期从事市场策略、专题研究和资产配置方面的工作。新财富、水晶球、金牛奖策略分析师，Wind 金牌分析师。

李家俊

策略分析师，上海财经大学金融硕士，曾就职于兴业证券经济与金融研究院，2021 年加入中信建投证券研究发展部，研究领域覆盖资金面流动性、市场微观结构、机构行为与行业配置。

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15％以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk