仅供内部参考，请勿外传！

长假前后应该持仓还是持币过节？

定期报告

——A 股投资策略周报（0926）

长假前后宜保持中性偏多仓位，兼顾景气成长与高股息防御。国庆节后虽有修复倾向，但节前抢跑削弱了日历效应的参考价值。本周美股科技占优、A 股成长承压，提示调整除外部利率扰动外，也受到获利兑现、筹码换手等内部因素影响。中美元首会晤有助于缓和不确定性，但积极预期已有提前交易，后续需关注合作落实与国内基本面。海外 AI 模型性能提升、推理成本下降，继续为产业需求扩张提供支撑。考虑到假期地缘局势、油价及美国经济数据仍可能扰动加息预期，宜保留盈利支撑较强的 AI 核心配置，搭配分红稳健的高股息资产。

- **【观策·论市】长假前后宜保持中性偏多仓位，兼顾产业景气与组合防御。**历史上国庆节后存在修复倾向，但近两年节前抢跑特征显现，日历效应不宜机械外推。本周美股科技相对占优、A 股成长承压，提示外部利率不足以完整解释调整，前期强势方向的获利兑现、筹码换手及成交占比回落可能放大波动，后续需关注资金承接与交易结构能否企稳。中美元首会晤有助于缓和外部不确定性，但积极预期已有提前交易，行情持续性仍取决于合作落实及国内基本面、政策和流动性。与此同时，海外 AI 模型性能提升、推理成本下降，为应用扩张提供支撑，产业主线尚未发生根本变化。**考虑到假期地缘局势、油价和美国经济数据仍可能扰动加息预期，配置上宜保留盈利支撑较强的 AI 核心敞口，搭配现金流稳健、分红可持续的高股息资产，在参与修复的同时平滑波动。**
- **【复盘·内观】本周 A 股市场冲高回落，主要原因包括：**（1）海外利率压力再度上升，美国长端国债收益率处于高位，9 月 24 日 10 年期美债收益率升至 5.2%以上、30 年期升至 5.4%以上，叠加美联储可能进一步加息预期，对全球成长资产估值形成压制；（2）习主席 9 月 23 日至 25 日访美，市场期待中美高层沟通外交成果，重大外事结果尚未落地并存，风险偏好趋于谨慎；（3）国内流动性相对保持宽松，央行 9 月 23 日盘后宣布 24 日开展 8000 亿元 MLF 操作，较当月到期量净投放 2000 亿元，并加大国庆前后短期流动性呵护，但更多起到缓冲作用，未能完全抵消风险偏好的压制。
- **【中观·景气】8 月日本半导体设备出货额同比增幅扩大，水泥价格上行。**本周景气改善的领域主要有：1）资源品中水泥、多数金属价格上涨；2）TMT 延续高景气，DDR5 存储器价格继续上涨，8 月日本半导体制造设备出货额三个月滚动同比增幅扩大；3）8 月金属成形机床产量三个月滚动同比增幅扩大，港口货物周吞吐量四周滚动同比增幅扩大。**推荐景气较高或有改善的有色、建材、机械、交运、半导体、化学制药等。**
- **【资金·众寡】ETF 小幅净赎回，融资净流入，基金发行回落。**融资资金前四个交易日合计净流入 165.3 亿元；新成立偏股类公募基金 46.1 亿份，较前期下降 42.1 亿份；ETF 净赎回，对应净流出 2.7 亿元。融资资金净买入电子、通信、电力设备等；医药 ETF 赎回较多，信息技术 ETF 申购较多。重要股东净减持规模缩小，计划减持规模提升。
- **【主题·风向】头部模型厂商构建分层定价策略。**近期，OpenAI 与 Anthropic 相继发布新一代模型，在模型能力实现提升的同时，优化了 token 使用效率，增强模型处理复杂工作流程的能力。定价方面，顶级模型维持较高溢价，中端及轻量化模型进一步降价，缓存机制升级也显著降低了高频调用成本。整体来看，模型性能与推理性价比同步改善，厂商加快构建分层定价体系，为企业级智能体的规模化部署创造条件。
- **【数据·估值】本周整体 A 股估值水平较上周下行，**万得全 A 指数 PE（TTM）为 17.0，较上周下行 0.1，处于历史估值水平的 62.1%分位数。本周指数估值大多下跌，其中，社会服务、煤炭、美容护理涨幅居前，农林牧渔、电子、国

相关报告

《变盘节点，积极布局——A 股投资策略周报（0919）》

《宏观压制逐步落地，中期布局机会显现——A 股投资策略周报（0912）》

《海外利率再定价，后续如何布局？——A 股投资策略周报（0905）》

《美债长端压力仍存，关注 A 股结构性机会——A 股投资策略周报（0823）》

《市场分歧加大，布局结构性行情——A 股投资策略周报（0816）》

《市场反弹之后，后市怎么看？——A 股投资策略周报（0809）》

李昊阳 S1090524120005
lihaoyang1@cmschina.com.cn
涂婧清 S1090520030001
tujingqing@cmschina.com.cn
陈星宇 S1090522070004
chenxingyu@cmschina.com.cn
郭佳宜 S1090525040003
guojiayi@cmschina.com.cn
杨晨 S1090526060002
yangchen4@cmschina.com.cn
王德健 S1090526080002
wangdejian@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传！

防军工跌幅居前。

- **风险提示：经济数据不及预期，政策理解不全面，海外政策超预期收紧。**



仅供内部参考，请勿外传！

观策·论市——长假前后应该持仓还是持币过节？

本周中美科技股表现分化。本周美股科技相对占优，而 A 股成长方向承压，表明仅用外部利率上行或全球科技资产风险偏好收缩解释 A 股调整并不充分。前期强势方向的获利兑现、筹码换手及成交占比回落，可能是放大成长板块波动的重要因素。外部利率变化可能构成调整的触发因素，内部持仓与交易结构则影响调整的幅度和持续性，后续需重点观察成交结构与资金承接能否趋于稳定。

长假前后宜保持中性偏多仓位，在应对外部扰动的同时，围绕产业景气与盈利兑现把握结构性机会。历史上，A 股国庆节后具有一定修复倾向，**但随着日历效应被充分认知，近两年已出现节前抢跑的变化，回答长假期间是持仓还是持币仍需结合节前调整程度与假期增量信息判断，配置上建议兼顾产业景气与防御资产**。今年节前市场震荡偏弱，前期调整为预期改善后的修复创造了条件，但美伊局势、油价及美国就业和通胀数据仍可能推动后续加息预期反复。因此，节前弱势不能直接推导出节后上涨，后续需关注外部风险能否缓和，以及资金承接是否改善。

中美元首会晤有助于缓和外部不确定性，市场关注点将逐步由关系改善转向合作成果落实。本次会晤进一步细化双边关系定位，推动贸易和投资合作机制运行，并在非敏感商品优惠关税、农业市场准入及人工智能对话等领域形成新安排。历史复盘显示，市场往往在会晤前提前交易积极预期，随着事件落地，其对行情的推动逐步减弱，国内基本面、政策与流动性重新成为定价重心。后续应重点观察关税安排与合作机制的执行，以及相关进展能否转化为企业订单和盈利改善。

产业趋势方面，近期 AI 最主要的变化，在于模型厂商正形成分层收费体系：顶级模型依托复杂推理和专业任务能力维持价格溢价，中端模型通过性能升级与适度降价争夺企业客户，轻量化模型则依靠低价、高频调用扩大市场份额。同时，厂商通过缓存折扣、峰谷定价，降低智能体运行成本。整体来看，模型性能与推理性价比同步改善，厂商加快构建分层定价体系，为企业级智能体的规模化部署创造条件。

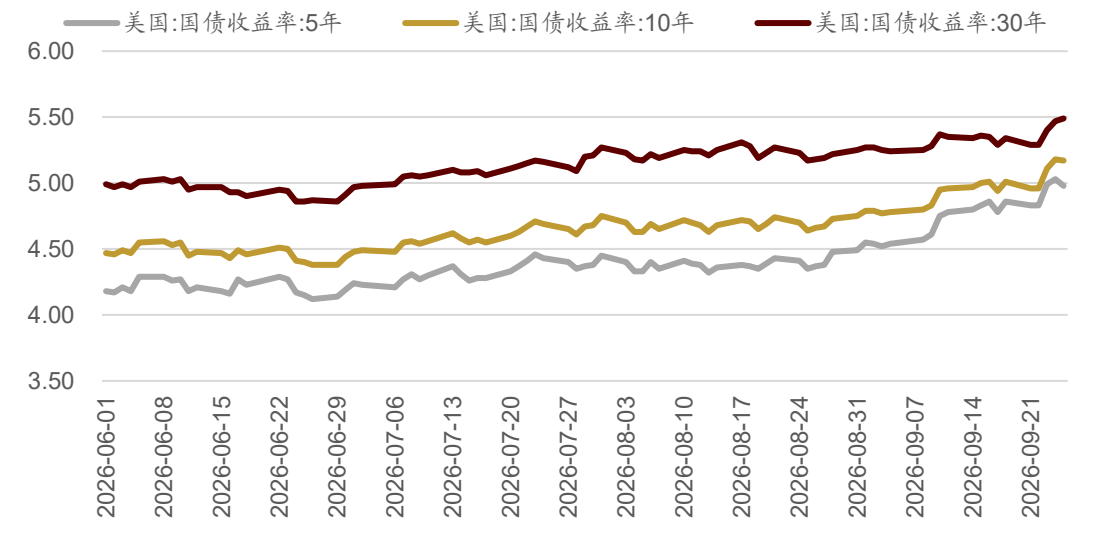
综合来看，外部事件影响短期波动，产业趋势与业绩兑现决定配置的持续性。**假期前后可保留 AI 等高景气方向的核心敞口，优先关注调整较充分、盈利支撑较强的标的，同时搭配现金流稳健、分红可持续的高股息资产。**

1、持股过节还是持币过节？

（1）美债利率缘何上行，本周中美科技股表现分化

本周外部环境的核心变化是美债利率的快速上行，对市场风险偏好形成明显压制。其中，十年期美债收益率从 4.94%飙升至 5.18%、创 2007 年以来新高；5 年期收益率自 2007 年以来首次突破 5%，30 年期升至 5.4%以上。

图 1：本周美债利率进一步快速上行



资料来源：Wind、招商证券

仅供内部参考，请勿外传！

美债利率的上行受到多个因素推动。第一，美国 PMI 全面超预期，经济增长强劲推升加息预期。9 月标普全球美国制造业 PMI 升至 57，创下 52 个月新高，服务业 PMI 升至 58.7，创 59 个月新高。第二，中东局势反复，美伊谈判之路波折不断，油价反复冲高，使得市场对美国通胀预期反复升温。第三，美联储官员近期不断发表鹰派言论，多位官员表示未来需要进一步加息，导致市场对加息预期有所升温。

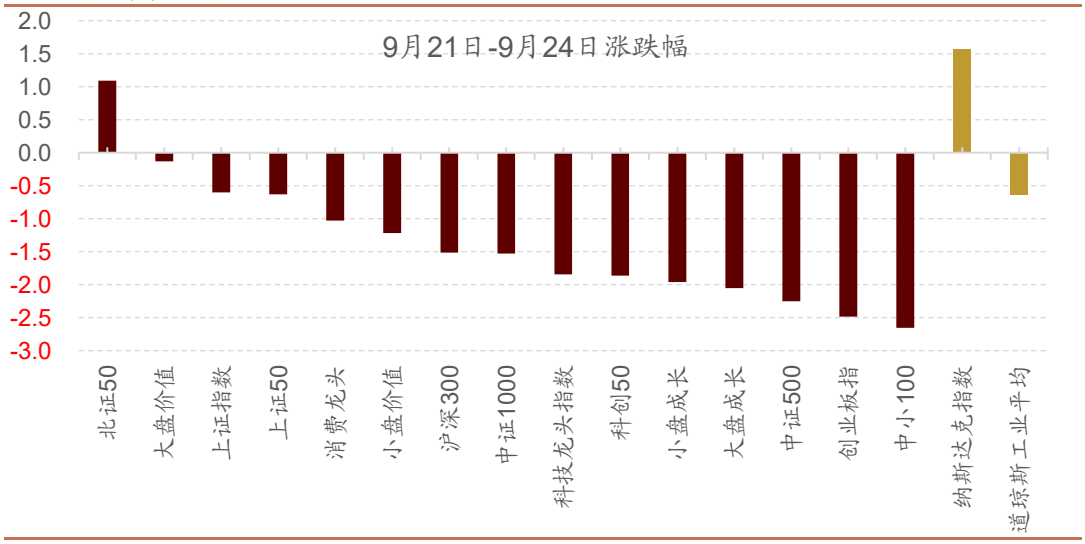
表 1：近期美联储官员鹰派言论不断

日期	美联储官员	讲话内容
2026/9/25	克利夫兰联储主席哈马克	鉴于通胀率高于目标水平已超五年，当前通胀的最大风险在于，一种通胀心态可能会开始形成。美联储需要发挥其作用，需要确保政策处于限制性立场，以帮助通胀回归目标水平。
2026/9/25	堪萨斯城联储行长施密德	通胀率仍高于美联储 2%的目标，决策者尚未彻底解决通胀问题。
2026/9/25	纽约联储主席约翰·威廉姆斯	劳动力市场目前并非通胀压力的来源，关税本身通常不会造成持续通胀。更令人担忧的是，反复出现的供给冲击可能会持续推高物价，使通胀更难回归目标水平。美联储可能需要在年内再次加息，以缓解通胀风险。他认为通胀问题仍然是一项挑战，需要及时将通胀拉回目标水平。
2026/9/24	费城联储主席安娜·保尔森	若经济走势符合预期，美联储可能需要进一步加息，以推动通胀回归 2%的目标水平。

资料来源：财联社、招商证券

中美科技股表现分化，指引 A 股成长调整需更多关注内部交易结构。本周（9 月 21 日-24 日可比区间），纳斯达克指数上涨 1.57%，道琼斯指数下跌 0.64%，美股科技相对占优；同期，A 股创业板指、科创 50 分别下跌 2.48%和 1.86%，成长方向承压。面对共同的外部利率环境，两地市场呈现不同的风格表现，削弱了“全球科技资产风险偏好同步收缩”对 A 股调整的解释力，也提示仅从外部利率出发归因并不充分。**我们倾向于认为，前期强势方向的获利兑现、筹码换手及成交占比回落，可能是放大 A 股成长波动的重要因素；外部利率可能构成调整的触发因素，内部持仓与交易结构则影响调整的幅度和持续性。**

图 2：本周中美市场主要指数涨跌幅



资料来源：Wind、招商证券

（2）国庆长假前后的日历效应

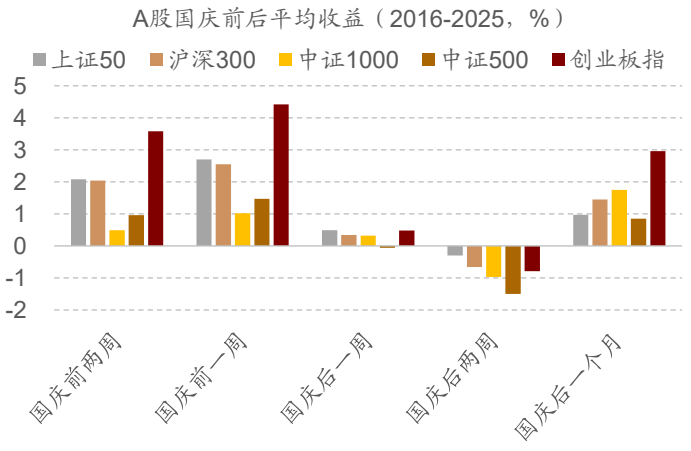
A 股国庆节前后市场表现呈现出一定的日历效应。具体来说，国庆节前市场交投相对清淡，部分资金在避险需求下流出，导致市场表现不佳。然而，国庆节后市场风险偏好改善，主要指数往往迎来反弹。从过去十年 A 股国庆节后一周表现来看，上证指数、沪深 300、中证 1000 指数上涨概率接近 60%。

但是，随着市场对国庆节前避险、节后反弹传统日历效应认知加深，近两年该规律出现了学习效应下的节前抢跑，拉

仅供内部参考，请勿外传！

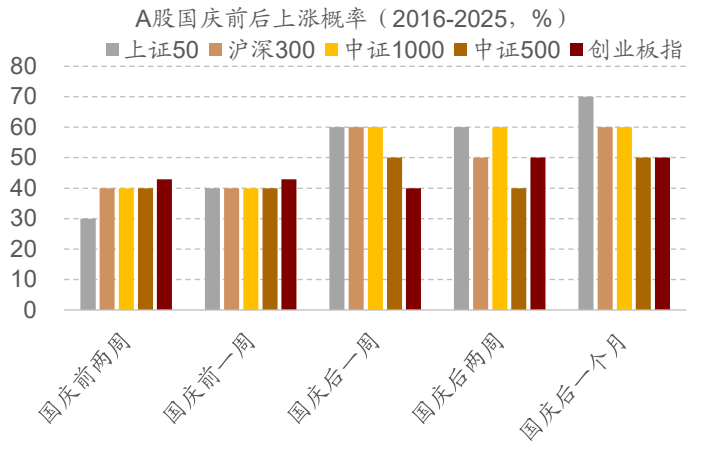
高了近十年国庆节前市场的平均涨幅。一方面，节前抢跑特征明显，2024 年在政策预期催化下节前大涨，2025 年节前两周平均收益显著优于节后；**另一方面，节后兑现压力显现**，2024 年 10 月 9 日上证指数单日大跌 6.6%，2025 年节后亦未现传统放量上攻，呈偏强震荡格局。换言之，**当市场对节后必涨形成一致预期后，买入行为前移至节前两周。**

图 3：近十年国庆前后主要指数平均收益



资料来源：Wind、招商证券

图 4：近十年国庆前后主要指数上涨概率



资料来源：Wind、招商证券

从近十年国庆节后行业表现来看，国庆后一周一级行业上涨概率多数在 50%以上，其中上涨概率靠前的行业集中在计算机、通信、电子等行业，其中银行、非银金融在国庆后两周和国庆后一个月上涨概率仍然较高。

具体到今年而言，在刚过去的这周，受到油价上涨、美债利率飙升等扰动，股票市场表现整体震荡偏弱，成交额再度快速缩量，美债利率已经来到一个历史极值的水平。节前市场的弱势意味着，一旦预期好转，市场有望迎来修复，增大了后续市场反弹的概率。

表 2：近十年国庆假期前后行业表现（2016-2025）

单位：%	国庆前一周		国庆后一周		国庆后两周		国庆后一月	
一级行业	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率	平均收益	上涨概率
农林牧渔	1.7	30	1.2	70	-0.5	50	2.8	70
基础化工	0.3	30	0.2	50	-1.5	50	0.5	60
钢铁	0.5	40	0.1	60	-1.3	40	0.6	50
有色金属	-0.5	30	0.1	70	-1.6	30	1.5	50
电子	1.8	40	0.7	70	0.1	50	5.6	80
家用电器	1.8	60	0.8	60	-0.3	50	3.4	60
食品饮料	5.5	60	-0.3	60	-2.2	60	0.1	50
纺织服饰	0.2	20	1.1	70	-0.4	70	0.6	60
轻工制造	1.1	30	-0.3	70	-1.8	40	1.2	60
医药生物	3.5	60	0.9	60	-0.8	50	1.6	70
公用事业	0.0	30	-0.2	60	-1.5	60	-1.0	60
交通运输	0.5	20	-0.1	70	-0.5	60	0.2	70
房地产	1.5	30	-1.6	30	-2.8	30	-2.0	20
商贸零售	1.5	30	-0.3	60	-1.7	60	1.1	60
社会服务	3.3	50	-1.9	50	-3.3	40	-1.1	50
综合	0.3	20	0.1	50	-1.0	40	2.8	60
建筑材料	0.9	30	0.4	70	-1.7	50	0.5	50
建筑装饰	0.3	40	0.5	70	0.3	70	2.0	50
电力设备	3.2	60	0.5	50	-1.0	40	3.7	60
国防军工	0.6	40	0.5	60	-0.6	40	1.1	40
计算机	1.9	30	1.1	80	0.0	60	3.2	60
传媒	1.8	40	-1.2	60	-2.1	70	1.1	60
通信	1.8	30	0.2	80	-0.7	60	1.1	60
银行	1.5	30	1.6	80	1.9	70	1.3	70
非银金融	2.7	30	0.5	80	0.1	70	2.8	80
汽车	1.0	40	1.1	70	-0.2	60	4.6	70
机械设备	0.9	40	0.5	50	-0.6	50	2.3	50
煤炭	0.2	30	0.0	40	-1.3	30	-1.4	30
石油石化	-0.2	40	-0.2	60	-1.5	40	-1.4	50
环保	0.7	30	0.2	70	-1.4	70	0.9	50
美容护理	4.1	60	1.1	70	-0.8	50	0.9	70

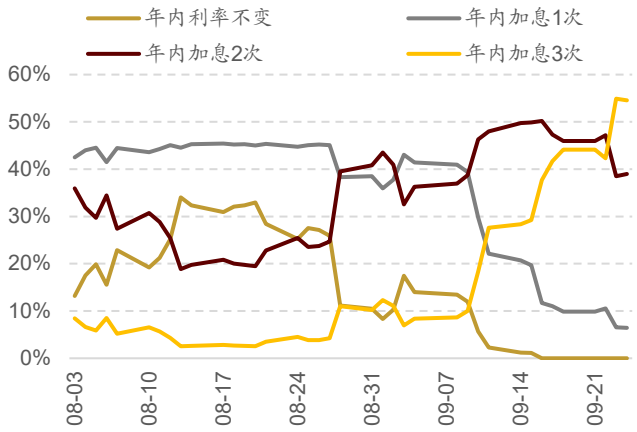
仅供内部参考，请勿外传！

资料来源：Wind，招商证券

（3）扰动因素仍多，增大长假市场表现的不确定性

当前美联储加息仍是市场的主导因素，9 月美联储加息落地后，油价、通胀担忧使得美联储后续加息空间和加息节奏仍面临较大的不确定性，市场可能反复交易和博弈加息预期。截至 9 月 25 日，当前市场对 9 月加息预期概率达到 64%，并且对 12 月进一步加息的预期已经超过 50%。

图 5：油价、美债利率高波动，加息预期不断升温



资料来源：Wind、招商证券

图 6：美债期货反映的加息预期

Meeting Date	375-400	400-425	425-450	450-475
2026/10/28	35.80%	64.20%	0.00%	0.00%
2026/12/9	7.40%	41.70%	50.80%	0.00%
2027/1/27	3.50%	23.60%	46.00%	26.90%
2027/3/17	1.40%	11.40%	32.40%	38.50%
2027/4/28	0.70%	6.70%	22.50%	35.60%
2027/6/9	0.60%	5.20%	18.70%	32.40%
2027/7/28	0.40%	4.30%	16.10%	29.90%
2027/9/15	0.40%	3.90%	14.70%	28.20%
2027/10/27	0.40%	3.90%	14.70%	28.20%
2027/12/8	0.70%	4.80%	15.80%	28.30%

资料来源：CME、招商证券（截至 9/25）

第一，关注美伊局势进展。最新消息显示，《华尔街日报》9 月 25 日报道称，美国官员透露，美国总统特朗普拒绝了伊朗提出的为期 7 天的停火提议，并告知助手，他预计将在 11 月美国中期选举后恢复对伊朗的轰炸。再度增加了美伊局势和油价的短期不确定性。

表 3：美伊局势进展

时间	事件概述
9 月 19 日	伊朗称已向美提出 7 项谈判条件，正等待特朗普回应，包括结束所有战事、解冻资产、结束海上封锁等
9 月 21 日	伊朗总统 22 日赴美出席联合国大会，预计 23 日发表讲话，有消息称美国拒绝向佩泽希齐扬的媒体团队发放签证
9 月 21 日	美国财长宣布 9 月 23 日起对伊朗航空业实施全球停飞制裁，警告服务商将被排除在美元体系之外
9 月 22 日	美伊代表在纽约举行约三小时会晤，系双方沟通停滞数月后首次接触，美方评价积极
9 月 22 日	美国总统特朗普在联大讲话中称可迅速“摧毁”伊朗，但不排除中期选举后达成协议
9 月 23 日	伊朗总统在联大发表演讲，称伊朗永不低头、不接受武力威胁，愿谈判但不放弃和平利用核技术权利
9 月 25 日	伊朗外长宣布已向美方转交七日内重开霍尔木兹海峡计划，称“现在是美国做出选择的时候”
9 月 25 日	美国官员称美伊正就重开霍尔木兹海峡进行讨论
9 月 26 日	特朗普拒绝伊朗“七天停火提议”，预计中期选举后重启轰炸行动

资料来源：新华社、财联社、华尔街日报

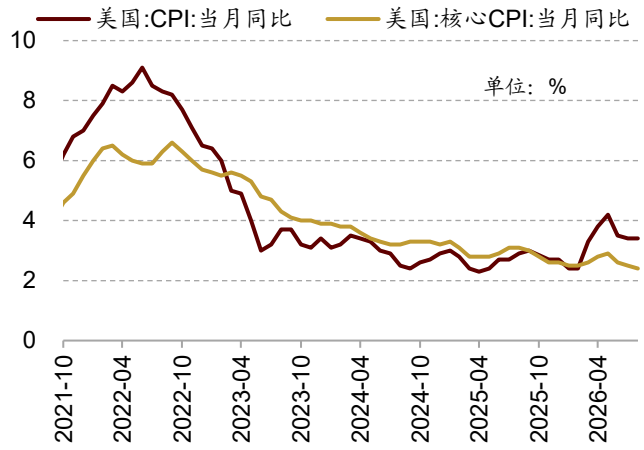
第二，关注 9 月非农（10 月 2 日公布）和通胀数据（10 月 14 日公布）。尽管 8 月核心通胀相对温和，但 CPI 整体仍处高位，回落缓慢，且 9 月以来油价反弹幅度较大（目前的月平均相比 8 月环比增长 15.5%，相比去年同期增长 50.55%），叠加基数放缓，可能导致后续通胀回落过程有所反复。若后续核心通胀环比放缓，则加息预期有望进一步推迟至 12 月；若 10 月通胀超预期，则市场可能提前交易 10 月加息预期而导致阶段性调整。

图 7：9 月以来原油价格涨幅较大



资料来源：Wind、招商证券

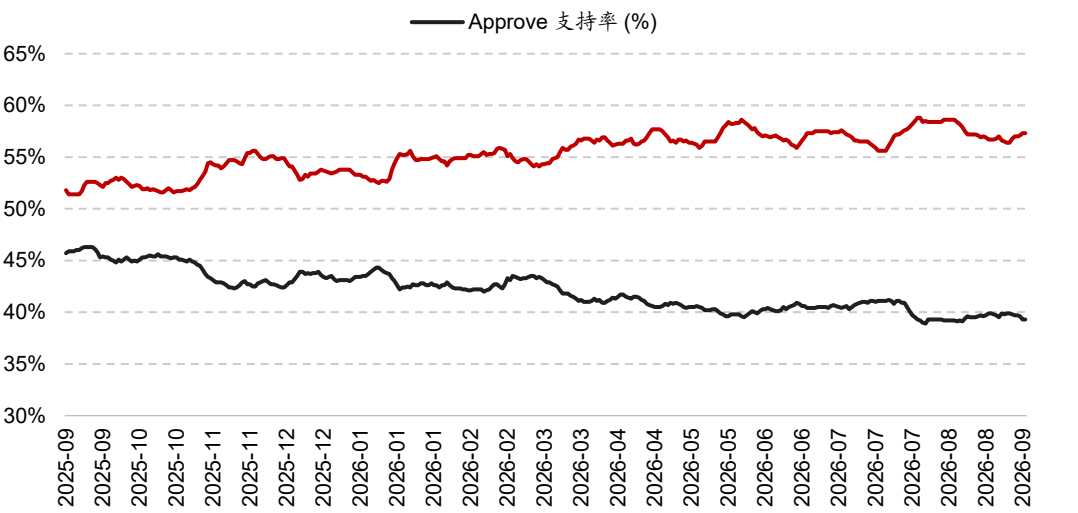
图 8：CPI 高位，核心 CPI 延续下行



资料来源：CME、招商证券（截至 9/25）

第三，10 月是美国中期选举前的重要窗口，当前特朗普支持率已经明显下降，资本市场稳定或也是政策层面需要考量的短期因素。

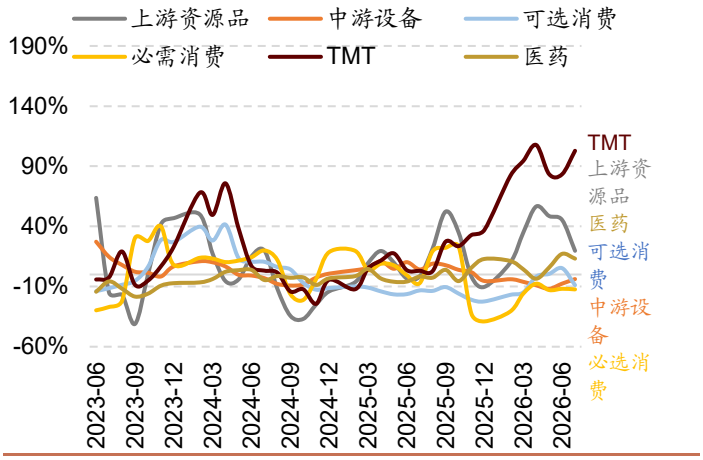
图 9：特朗普支持率



资料来源：RealClearPolling、招商证券

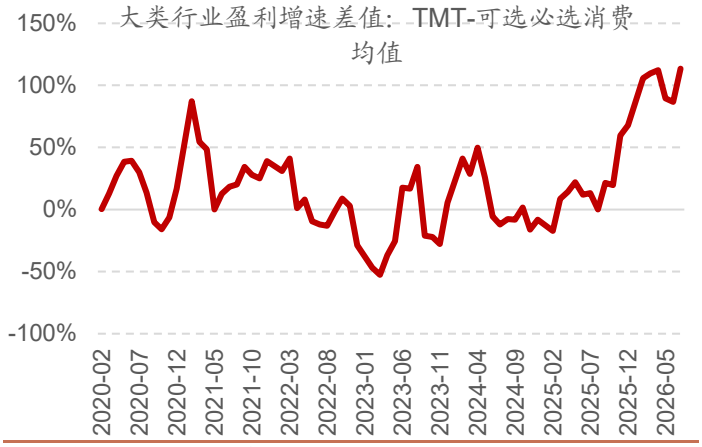
在此背景下，长假期间的市场扰动因素较多，市场波动可能增大。不过考虑到经历三季度的调整后，部分成长和科技板块估值已回到相对合理位置，叠加产业景气和盈利增长仍有支撑，市场向下空间相对有限，或以震荡为主。基于此，在假期前后可以保留中性偏多仓位。结构上，以哑铃结构的配置为主。一方面，从基本面角度看，AI 方向依然保持高速增长，且相比低位板块保持了较大的优势，AI 主线并未发生切换。另一方面，牛市后期，随着主线高估值方向波动增大，代表市场主线的创业板指调整期间，红利资产取得正收益，即红利资产在这个阶段能够用来平滑组合的波动，并为组合带来绝对收益，防御属性得以体现。

图 10：大类行业利润增速滚动同比



资料来源：Wind、招商证券

图 11：TMT 与消费盈利增速差值



资料来源：Wind、招商证券

表 4：创业板指调整的不同阶段红利资产表现对比

起始时间	2014/2/18	2014/7/4	2014/12/16	2015/6/5	2015/12/18	2019/4/8	2019/9/11	2020/2/25	2020/7/13	2021/2/18	2021/8/4	2021/12/14	2022/7/8
截止时间	2014/5/16	2014/7/24	2015/1/5	2015/9/2	2016/1/28	2019/6/6	2019/10/9	2020/3/24	2020/9/10	2021/3/15	2021/9/29	2022/4/26	2022/10/28
创业板指	-21.31	-10.59	-11.63	-52.96	-32.77	-20.32	-5.96	-17.10	-10.63	-22.55	-8.69	-38.50	-21.03
中证1000	-12.61	-2.43	-9.14	-50.17	-33.51	-19.64	-5.87	-13.53	-7.22	-1.99	-1.50	-34.04	-11.39
沪深300	-7.17	2.61	13.19	-35.04	-24.02	-12.25	-2.93	-12.29	-3.60	-13.30	-2.04	-25.57	-20.30
中证红利	-7.05	2.48	9.60	-37.61	-23.97	-14.30	-2.70	-9.20	-0.65	5.97	7.35	-6.85	-8.90
万得微盘	0.34	1.48	-7.99	-37.16	-27.31	-11.69	-2.92	-2.15	7.51	13.81	1.94	-11.00	4.29
银行	-1.03	0.30	26.99	-18.57	-13.66	-6.07	2.30	-8.84	-5.10	-0.54	3.94	-6.69	-17.41
保险Ⅱ	-1.67	7.19	32.71	-31.91	-19.89	-5.27	-2.05	-15.03	-5.50	6.48	-6.30	-16.73	-18.60
公用事业	-8.86	1.36	6.50	-33.81	-30.34	-13.61	-3.85	-4.52	0.57	12.98	25.67	-20.94	-11.84
铁路公路	-5.87	4.33	1.58	-39.34	-29.07	-10.72	-3.25	-7.32	-5.81	7.97	4.81	-4.23	-5.39
煤炭	-7.09	3.74	14.80	-44.68	-17.54	-15.29	-4.85	-10.31	-2.39	14.17	33.95	6.71	-6.64
石油石化	-7.61	-0.38	8.80	-40.05	-24.78	-17.49	-4.05	-11.08	2.66	-9.49	8.72	-19.98	-7.94

资料来源：Wind，招商证券

2、中美会晤成果

习近平于 9 月 23 日至 25 日对美国进行国事访问，这是其时隔 11 年再次到访华盛顿，也是继今年 5 月特朗普访华后，中美元首在不到半年时间内实现互访。本次行程历时 3 天，主要包括机场迎接、白宫欢迎仪式、元首会谈、欢迎国宴及茶叙等活动。访问活动集中于华盛顿，纽约联合国大会由国家副主席韩正代表中方出席。

从行程来看，据新华社报道，第一天（09-23），习近平抵达华盛顿，特朗普夫妇亲赴机场迎接。当地时间下午，习近平和彭丽媛抵达安德鲁斯空军基地，美方安排奏国歌、21 响礼炮及战机飞越等欢迎仪式。习近平随后发表抵美书面讲话；第二天（09-24），中美元首举行正式会谈，并出席白宫欢迎国宴。上午，特朗普在白宫举行国事欢迎仪式，两国元首随后举行会谈，就双边关系、经贸合作、人工智能及重大国际和地区问题交换意见。晚间，特朗普夫妇在白宫东厅举行欢迎国宴。期间，彭丽媛与梅拉尼娅共同参观史密森尼国立亚洲艺术博物馆；第三天（09-25），两国元首进一步明确中美关系定位，习近平随后结束访美。上午，两国元首夫妇在白宫举行茶叙，同意进一步丰富中美建设性战略稳定关系的内涵。随后，两国元首夫妇共同参观美国国家档案馆。下午，习近平结束访问离开华盛顿，美方高级官员赴机场送行。

本次访问的政府代表团涵盖外交、经贸和宏观管理等多个部门。中方参与会谈及相关活动的官员包括蔡奇、王毅、何立峰、郑栅洁、王文涛、蓝佛安等。企业界方面，据路透社 9 月 4 日报道，中方此前筹备组织大型企业代表团赴美，涉及科技、制造等领域。美方国宴邀请了多位科技及金融机构负责人，包括英伟达黄仁勋、特斯拉马斯克、OpenAI 奥尔特曼、微软纳德拉、亚马逊贝索斯、摩根大通戴蒙等。

本次会晤进一步明确了中美关系定位，并公布了经贸、人工智能和人文交流等领域的新安排。中方主要围绕两国关系定位、经贸联合安排及人文交流介绍成果。

表 5：外交部公布中美达成八点共识

领域	主要成果
中美关系	双方同意进一步丰富中美建设性战略稳定关系的内涵，共同构建基于尊重、公平、对等的

仅供内部参考，请勿外传！

领域	主要成果
	建设性战略稳定关系。
经贸合作	双方经贸团队举行新一轮磋商，达成新的联合安排，推动落实此前经贸共识。
贸易投资机制	双方围绕对等降税、建立贸易理事会和投资理事会、吉隆坡经贸磋商联合安排延期等问题进行磋商，达成多项共识。
人工智能	何立峰与贝森特在中美经贸磋商机制下举行首次人工智能对话；双方元首同意继续就人工智能风险和收益开展交流。
人文交流	中方宣布未来5年邀请10万名美国青少年来华交流学习，并提出增加中美直航航班的建议。
大熊猫合作	两只大熊猫将赴美国亚特兰大动物园，开展新一轮大熊猫保护国际合作。
国际和地区问题	双方就中东局势、乌克兰危机、朝鲜半岛等问题交换意见，中方重申台湾问题有关立场。
后续元首互动	双方确认相互支持办好2026年APEC领导人非正式会议和G20领导人峰会。

资料来源：外交部、招商证券

美方9月25日发布事实清单，进一步披露非敏感商品降税、贸易投资理事会、煤炭采购及技术对话机制等具体内容。

从具体政策进展看，经贸合作机制已有实质推进。5月北京会晤提出的贸易理事会和投资理事会，在本次访问期间进一步进入实际运行阶段。其中，双方各300亿美元非敏感商品优惠关税安排已形成建议共识，后续仍需关注适用商品清单、具体税率及实施日期。煤炭采购方面，美方公布了2027年至2028年的年度数量安排。稀土供应等议题仍需后续部门继续磋商。

表6：白宫公布达成成果

领域	主要成果
双向降税	贸易理事会就双方各300亿美元非敏感商品给予更优惠关税待遇形成建议共识。涉及美国农产品、水产品、木制品、化妆品、医疗器械，以及中国小家电、玩具等消费品。
贸易理事会	推动贸易理事会实际运行，设立农业市场准入工作组，处理农产品贸易中的市场准入壁垒。
投资理事会	双方建立投资理事会，就潜在投资机会、投资障碍及其他商业问题开展讨论。
能源采购	美方公布，中国将在2027年、2028年分别进口至少1000万吨美国煤炭。
稀土及关键矿产	双方继续就稀土及其他关键矿产供应问题开展工作，推动相关供应恢复至适当水平。
人工智能	建立中美超级智能对话机制，就相关技术的风险和收益开展交流，并设立双边事件沟通渠道。下一轮交流计划于11月前举行。
禁毒合作	美方欢迎中方加强有关物质列管及芬太尼前体化学品出口管制，并介绍双方执法合作进展。
国际和地区问题	双方讨论俄罗斯、朝鲜、伊朗等问题。美方同时提出推动中美俄三方军控谈判。
后续元首互动	双方相互支持主办2026年G20及APEC峰会，两国元首均有意出席对方主办的会议。

资料来源：白宫、招商证券

本次会晤意味着，中美关系定位进一步细化，经贸合作进入机制落实阶段。

第一，中美关系定位进一步丰富，元首外交继续推动双方保持高层沟通。新华社9月25日发表《第一观察丨三个维度理解中美建设性战略稳定关系》，从历史、时代和人民三个维度解读此次会晤。5月北京会晤期间，双方共同确定构建中美建设性战略稳定关系的新定位；9月华盛顿会晤进一步明确尊重、公平、对等的具体原则。两次会晤延续了此前关系定位，并就后续落实方向形成进一步共识。

第二，经贸合作进一步向工作机制和具体事项延伸。5月北京会晤提出建立贸易理事会和投资理事会，9月纽约经贸磋商及华盛顿元首会晤推动相关机制投入运行。根据商务部及白宫公布内容，双方进一步讨论非敏感商品对等降税、农业市场准入及关键矿产供应等事项。其中，双方各300亿美元非敏感商品优惠关税安排形成建议共识，农业市场准入工作组同步启动。后续需关注具体税则调整及贸易安排的执行情况。

第三，人工智能成为此次中美元首会晤的重要合作议题。9月纽约经贸磋商期间，何立峰与贝森特举行首次人工智能对话。此次元首会晤后，美方进一步公布建立超级智能对话机制及双边事件沟通渠道，并将下一轮交流安排在11月前。双方已开始围绕技术风险、应用收益及安全治理开展制度性沟通，后续可关注具体交流机制和技术合作安排。

仅供内部参考，请勿外传！

后续来看，年内中美元首仍有两次潜在会面机会，分别对应 11 月深圳 APEC 会议及 12 月迈阿密 G20 峰会。今年 5 月特朗普访华、9 月习近平访美已先后举行，两国元首在不到半年时间内实现互访。9 月华盛顿会晤期间，双方进一步确认相互支持主办 2026 年 APEC 及 G20 峰会。白宫 9 月 25 日事实清单亦表示，两国元首均有意出席对方主办的会议。后续两次双边会谈的具体安排仍待公布。

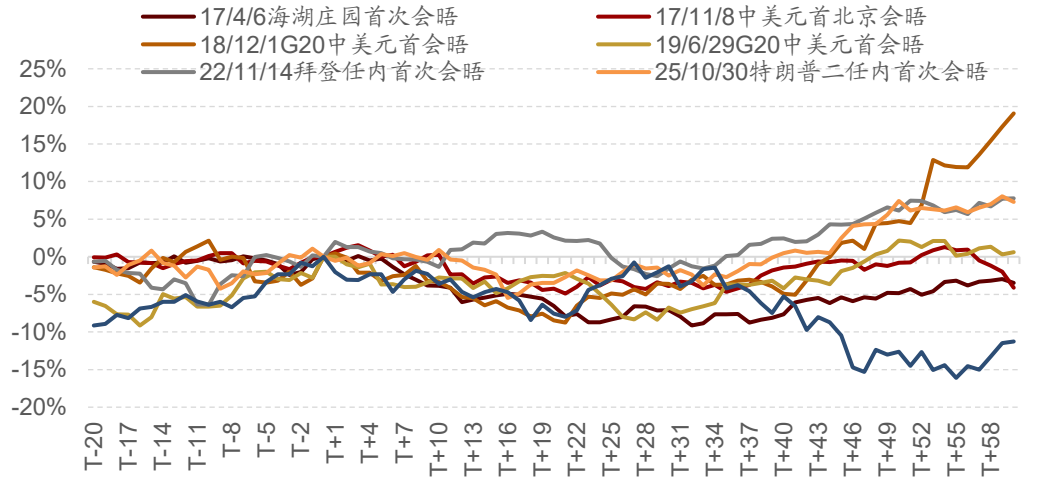
表 7：2026 年中美元首四次会晤及潜在会面安排

时间	场合及地点	主要内容	进展
2026-05-14 至 05-15	特朗普访华，北京	5 月 14 日两国元首在人民大会堂举行会谈；5 月 15 日在中南海举行小范围会晤。双方确定构建中美建设性战略稳定关系的新定位，并就经贸等问题达成共识。	已举行
2026-09-24 至 09-25	习近平访美，华盛顿	9 月 24 日举行正式会谈，9 月 25 日举行茶叙。双方进一步明确中美关系定位，并公布经贸、人工智能等领域成果。	已举行
2026-11-18 至 11-19	APEC 领导人非正式会议，中国深圳	中方主办第三十三次 APEC 领导人非正式会议。双方确认相互支持主办有关峰会，特朗普参会及双边会晤的具体安排待公布。	潜在会面
2026-12-14 至 12-15	G20 领导人峰会，美国迈阿密	美国主办 G20 领导人峰会。双方已表达相互支持及参会意向，具体双边会晤安排待公布。	潜在会面

资料来源：新华社、招商证券

我们复盘了中美元首会晤前后的市场走势发现，会面前市场往往提前交易中美关系改善及合作预期，会面前后短期走势整体相对平稳；会面后约一个月，行情开始明显分化，单次会晤带来的预期影响逐步衰减，市场重新回归国内基本面、政策和流动性定价。

图 12：中美元首会晤前后市场走势



资料来源：Wind、招商证券；注：采用万得全 A

3、海外 AI 近期进展

近期 AI 最主要的变化，在于模型厂商正形成分层收费体系：顶级模型依托复杂推理和专业任务能力维持价格溢价，中端模型通过性能升级与适度降价争夺企业客户，轻量化模型则依靠低价、高频调用扩大市场份额。同时，厂商通过缓存折扣、峰谷定价，降低智能体运行成本。整体来看，模型性能与推理性价比同步改善，厂商加快构建分层定价体系，为企业级智能体的规模化部署创造条件。

➢ GPT-6 Sol 和 GPT-6 Luna 大幅降价

OpenAI 于 2026 年 9 月 23 日发布 GPT-6 Sol 和 GPT-6 Luna。两款新模型采用了与 GPT-6 Astra 相似的训练方法，

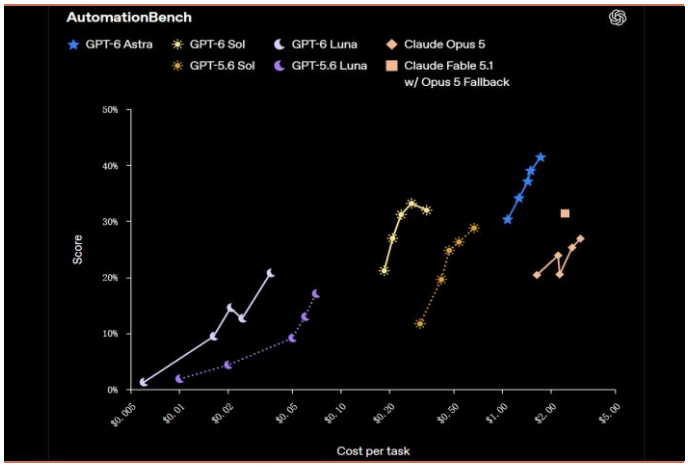
仅供内部参考，请勿外传！

将前沿模型在专业工作、编程和计算机操作等方面的技术进展应用到日常任务中。

复杂专业工作方面，Automation Bench 测试涵盖销售、营销、运营、财务和人力资源等领域，要求模型调用多种工具完成端到端任务。GPT-6 Sol 在商业工作流测试中取得 33.2%的成绩，超过低推理强度下 Astra 的 30.3%；Luna 也取得明显进步，相较上一代模型，测试成绩提高 5.4 个百分点。值得注意的是，此次 OpenAI 不仅展示了模型的测试分数，更直观展现了单任务成本，以此更直观比较不同模型间的能力。GPT-6 Sol 和 GPT-6 Luna 在同等能力下成本均有显著下降，对比 Claude 最新模型也具有优势。

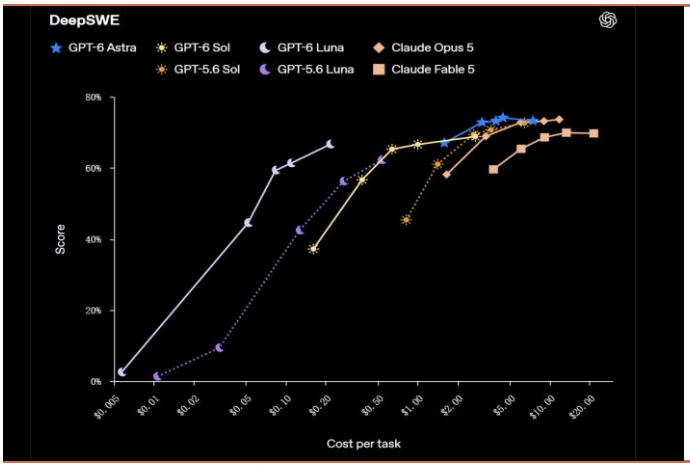
在 Deep SWE 1.1 真实软件工程任务测试中，GPT-6 Sol 取得 68.8%的成绩，GPT-6 Luna 达到 66.6%；两个模型在 Frontier Code 测试中也较上一代明显改善，该测试除检验代码正确性外，还考察测试质量、代码风格以及是否符合现有代码库的工程标准。值得关注的是 Luna 的进步，轻量级模型也能够承担难度较高的编程任务，这为代码 Agent 在测试、维护等场景中的规模化应用创造了条件。

图 13：GPT-6 新模型在复杂专业工作方面成本降低



资料来源：OpenAI，招商证券

图 14：GPT-6 Luna 也能够承担难度较高的编程任务

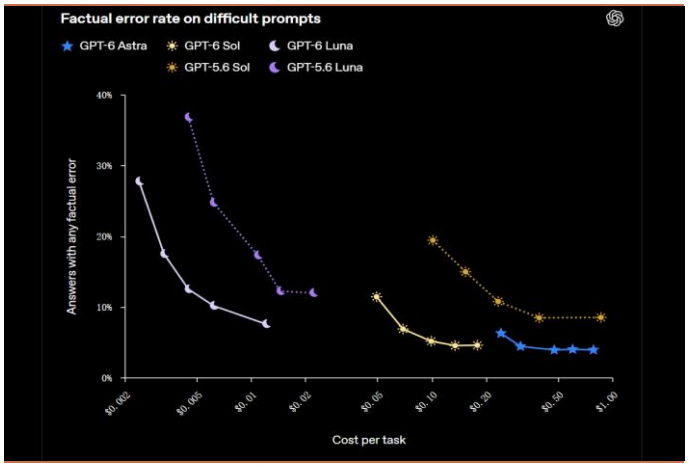


资料来源：OpenAI，招商证券

此外，根据 OpenAI 披露，在基于用户实际报错对话构建的内部事实准确性测试中，GPT-6 Sol 的事实错误数量较 GPT-5.6 Sol 减少约 50%，接近 Astra 的可靠性水平。Luna 在较高推理强度下，事实准确性也达到上一代 Sol 的水平。事实准确性改善有利于模型渗透进对准确性要求较高的细分领域，包括金融研究、法律文书、企业知识管理等应用方向。

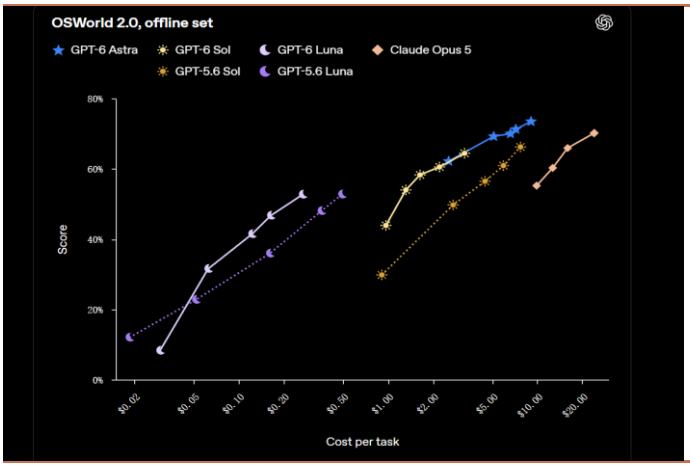
在 OS World 2.0 计算机操作测试中，GPT-6 Sol 取得 60.5%的成绩，且成本远低于 Claude Opus 5；GPT-6 Luna 也接近中等推理强度下的 GPT-5.6 Sol。这项测试要求模型自主执行涉及计算机操作的多步骤任务，相关能力提升意味着 Agent 能够承担更多跨软件的实际操作。

图 15：GPT-6 Sol 的事实错误数量较上代减少约 50%



资料来源：OpenAI，招商证券

图 16：GPT-6 Sol 在计算机操作测试中成本远低于竞品



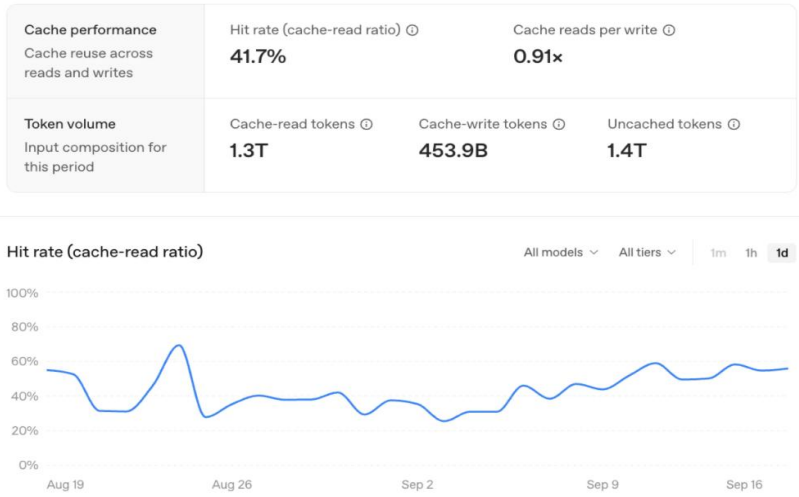
资料来源：OpenAI，招商证券

缓存机制升级进一步降低长时间运行 Agent 的推理成本。本次 GPT-6 系列优化提示词缓存机制，支持 30 分钟内重

仅供内部参考，请勿外传！

复利用符合条件的共享上下文，缓存输入 Token 最高可享受 90%的价格折扣。同时，新增显式缓存断点、缓存诊断和预热功能，并允许在调整推理强度时保留缓存，提高多轮交互的计算复用率。实际应用方面，GitHub Copilot 在数十亿次请求中，需要重新处理的提示词 token 占比较此前基准下降超过 50%；Manus 通过优化缓存断点，在不到一周内将缓存命中率由约 85%提升至稳定超过 90%；Wordsmith 将命中率由 83%提升至 91%，缓存写入量减少约三分之二，推理成本下降 36%。

图 17：新的提示词缓存控制面板能够帮助开发者监控缓存命中率



资料来源：OpenAI，招商证券

本次 GPT-6 Sol 和 GPT-6 Luna 定价大幅下降，进一步推动模型能力规模化普及。GPT-6 Sol 每百万 tokens 输入和输出价格分别为 2 美元、10 美元，较上一代均下降 50%；Luna 分别为 0.1 美元、0.5 美元，较上一代下降 50%和约 58%。两款模型的缓存输入价格分别低至 0.2 美元和 0.01 美元。推理效率和缓存技术优化正在降低模型服务成本，同时 OpenAI 通过旗舰模型、高性能模型和轻量级模型的差异化定价，覆盖复杂专业任务与高频应用场景。

表 8：GPT-6 Sol 和 GPT-6 Luna 均有 50%的降价（美元/百万 tokens）

模型	输入价格	输出价格
GPT-5.6 Sol	4.0	20.0
GPT-5.6 Luna	0.2	1.2
GPT-6 Sol	2.0	10.0
GPT-6 Luna	0.1	0.5

资料来源：OpenAI，招商证券

➢ Claude Opus 5.5 性能比肩 Fable 5.1

Anthropic 同样于 2026 年 9 月 23 日发布 Claude Opus 5.5，模型在大多数任务中达到此前旗舰模型 Fable 5.1 的水平，典型工作负载的运行成本较 Opus 5 下降 40%。

新模型继续深耕 Anthropic 模型擅长的编程能力，Agent 编程能力显著提升，复杂软件工程任务表现进一步增强。在考察模型在命令行环境下自主完成软件开发能力的 Terminal-Bench 4.0 测试中，Claude Opus 5.5 取得 66.4%的成绩，较上一代 Opus 5 提升 14.1%；在评估 Agent 代码真实编程场景完成程度的 Frontier Code v1.1 和 Cursor Bench 4.0 测试中分别达到 54.4%和 57.8%，提升 6.4 %、11.2 %。三项编程测试均取得明显进步，新模型在复杂代码生成、跨文件修改及多步骤自主编程方面的能力进一步增强，为 Agent 在大型软件项目自主开发和维护延伸提供了技术基础。

Claude Opus 5.5 专业知识工作及自主科学研究能力同步提升。在评估模型完成实际工作任务的 GDPval-AA v2.1 测试中，Opus 5.5 取得 1846 分，较上一代提高 138 分；科学研究方面，Terminal-Bench-Science 0.1 测试成绩由 29.0%提升至 58.7%。此外，在 OS World 2.0 计算机操作测试中，新模型部分完成评分由 74.0%提升至 81.8%，其自主操作软件并执行复杂办公任务的能力有所增强。

仅供内部参考，请勿外传！

图 18：新模型继续深耕 Anthropic 模型擅长的编程能力，科学研究能力同步提升

	Opus 5.5	Fable 5.1	Opus 5	GPT-6 Astra	GPT-5.6 Sol
Agentic coding Terminal-Bench 4.0[1]	**66.4%**	55.8%	52.3%	57.9%	37.3%
Agentic coding FrontierCode v1.1 (Main)	**54.4%**	50.3%	48.0%	53.3%	47.5%
Agentic coding CursorBench 4.0	**57.8%**	51.8%	46.6%	—	41.7%
Knowledge work GDPval-AA v2.1	**1846**	1735	1708	1542	1588
Business workflows AutomationBench[2]	40.0%	31.4%	26.9%	**41.4%**	28.8%
Multidisciplinary reasoning Humanity's Last Exam	**67.7%** with tools	65.6% with tools	63.6% with tools	57.2% with tools	—
Agentic scientific research Terminal-Bench-Science 0.1[3]	58.7%	52.6%	29.0%	**64.6%**	22.4%
Computer use OSWorld 2.0	**81.8%** partial	80.7% partial	74.0% partial	—	—
Visual chart recognition Chartography	**89.0%** with tools	88.4% with tools	83.4% with tools	—	—

资料来源：Anthropic，招商证券

Opus 5.5 的标准输入和输出价格分别为 4 美元和 20 美元/百万 Token，较前代均下降 20%；缓存读取价格由 0.50 美元降至 0.20 美元，降幅达到 60%；相比之下，与模型性能相近的 Fable 5.1 维持 10 美元和 50 美元的输入、输出价格，分别为 Opus 5.5 的 2.5 倍。Anthropic 估计，Opus 5.5 的典型任务运行成本较前代下降约 40%。

表 9：Claude Opus 5.5 价格相比 Fable 5.1 下调超 50%（美元/百万 tokens）

模型	输入价格	输出价格	缓存读取	缓存写入
Claude Opus 5.5	4	20	0.2	5
Claude Fable 5.1	10	50	0.25	12.5
Claude Opus 5	5	25	0.5	6.25

资料来源：Anthropic，招商证券

4、总结

本周中美科技股表现分化。本周美股科技相对占优，而 A 股成长方向承压，表明仅用外部利率上行或全球科技资产风险偏好收缩解释 A 股调整并不充分。前期强势方向的获利兑现、筹码换手及成交占比回落，可能是放大成长板块波动的重要因素。外部利率变化可能构成调整的触发因素，内部持仓与交易结构则影响调整的幅度和持续性，后续需重点观察成交结构与资金承接能否趋于稳定。

长假前后宜保持中性偏多仓位，在应对外部扰动的同时，围绕产业景气与盈利兑现把握结构性机会。历史上，A 股国庆节后具有一定修复倾向，但随着日历效应被充分认知，近两年已出现节前抢跑的变化，持仓决策仍需结合节前调整程度与假期增量信息判断。今年节前市场震荡偏弱，前期调整为预期改善后的修复创造了条件，但美伊局势、油价及美国就业和通胀数据仍可能推动后续加息预期反复。因此，节前弱势不能直接推导出节后上涨，后续需关注外部风险能否缓和，以及资金承接是否改善。

中美元首会晤有助于缓和外部不确定性，市场关注点将逐步由关系改善转向合作成果落实。本次会晤进一步细化双边关系定位，推动贸易和投资合作机制运行，并在非敏感商品优惠关税、农业市场准入及人工智能对话等领域形成新安排。历史复盘显示，市场往往在会晤前提前交易积极预期，随着事件落地，其对行情的推动逐步减弱，国内基本面、政策与流动性重新成为定价重心。后续应重点观察关税安排与合作机制的执行，以及相关进展能否转化为企业订单和盈利改善。

产业趋势方面，近期 AI 最主要的变化，在于模型厂商正形成分层收费体系：顶级模型依托复杂推理和专业任务能力维持价格溢价，中端模型通过性能升级与适度降价争夺企业客户，轻量化模型则依靠低价、高频调用扩大市场份额。同时，厂商通过缓存折扣、峰谷定价，降低智能体运行成本。整体来看，模型性能与推理性价比同步改善，厂商加快构建分层定价体系，为企业级智能体的规模化部署创造条件。

仅供内部参考，请勿外传！

综合来看，外部事件影响短期波动，产业趋势与业绩兑现决定配置的持续性。**假期前后可保留 AI 等高景气方向的核心敞口，优先关注调整较充分、盈利支撑较强的标的，同时搭配现金流稳健、分红可持续的高股息资产。**

仅供内部参考，请勿外传！

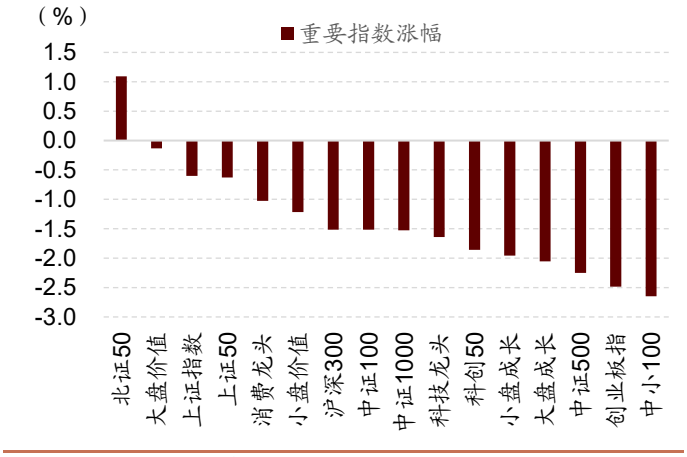
复盘·内观——A 股市场主要指数涨少跌多，北证 50 表现较好

本周（9 月 21 日-9 月 24 日）A 股市场主要指数涨少跌多，市场结构分化。主要指数中，北证 50 表现相对较好，上涨 1.09%；中小 100、创业板指表现不佳，分别下跌 2.65%、2.48%。本周日均成交额 19135 亿元，环比增长 5.7%。

本周 A 股市场冲高回落，主要原因包括：（1）海外利率压力再度上升，美国长端国债收益率处于高位，9 月 24 日 10 年期美债收益率升至 5.2%以上、30 年期升至 5.4%以上，叠加美联储可能进一步加息预期，对全球成长资产估值形成压制；（2）市场期待中美高层沟通外交成果，重大外事结果尚未落地并存，风险偏好趋于谨慎；（3）国内流动性相对保持宽松，央行 9 月 23 日盘后宣布 24 日开展 8000 亿元 MLF 操作，较当月到期量净投放 2000 亿元，并加大国庆前后短期流动性呵护，但更多起到缓冲作用，未能完全抵消风险偏好的压制。

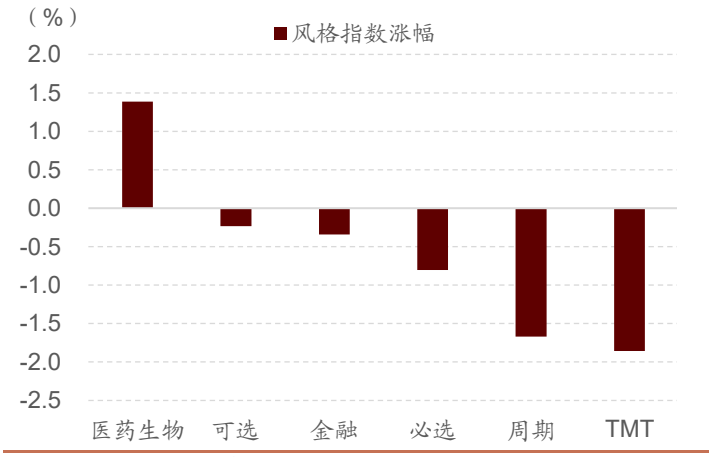
从行业上看，本周申万一级行业涨少跌多，房地产（2.28%）、煤炭（2.10%）、美容护理（1.75%）等表现相对较好；有色金属（-4.16%）、通信（-3.05%）、电力设备（-2.50%）等表现相对较弱。从涨跌原因看，本周表现较好的板块及主要原因：**房地产**（住建部明确房地产市场供求关系发生重大变化、进入存量时代两个转变，并提出构建房地产发展新模式，成为主要催化；叠加9月20日公积金新规正式施行以及板块整体处于相对低位）、**煤炭**（山西连续三个月减产、供给恢复偏慢，9月动力煤和炼焦煤价格维持高位，支撑板块景气预期）、**美容护理**（1—8月化妆品类零售额同比增长6.1%，消费数据相对较好，叠加节前消费预期）。跌幅较大的行业原因：**有色金属**（长端美债收益率维持高位、加息预期升温，贵金属承压并带动资源品风险偏好下降）、**通信**（前期AI互联方向涨幅较大，海外光通信板块走弱叠加高利率压力，资金出现集中兑现）、**电力设备**（新能源方向承压，风电局部催化，但未能抵消电池等细分方向调整）。

图 19：本周重要指数涨跌幅



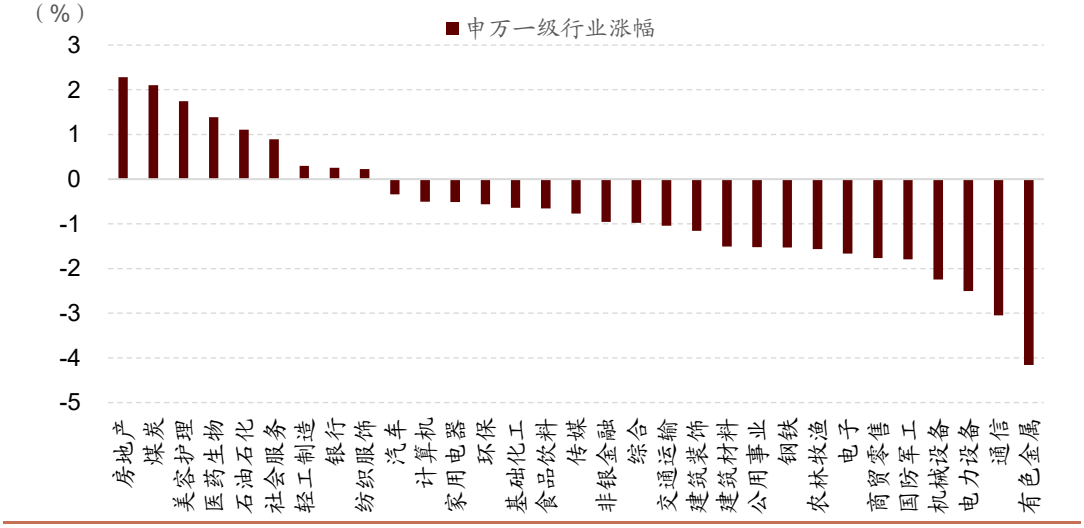
资料来源：iFind，招商证券

图 20：本周风格指数涨幅



资料来源：iFind，招商证券

图 21：本周申万一级行业指数涨幅



资料来源：iFind，招商证券

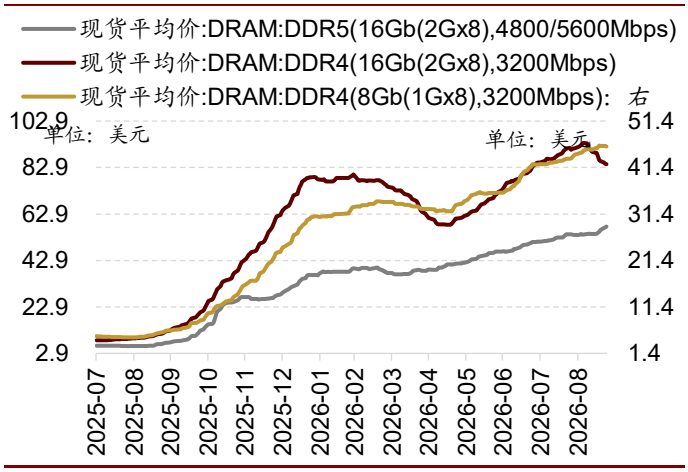
仅供内部参考，请勿外传！

中观·景气——8 月日本半导体设备出货额同比增幅扩大，水泥价格上行

DRAM 存储器价格涨跌分化。截至 9 月 23 日，8GB DDR4 DRAM 价格周环比上行 0.23%至 45.89 美元，16GB DDR4 DRAM 价格周环比下行 3.71%至 84.38 美元，16GB DDR5 DRAM 价格周环比上行 4.86%至 57.50 美元。

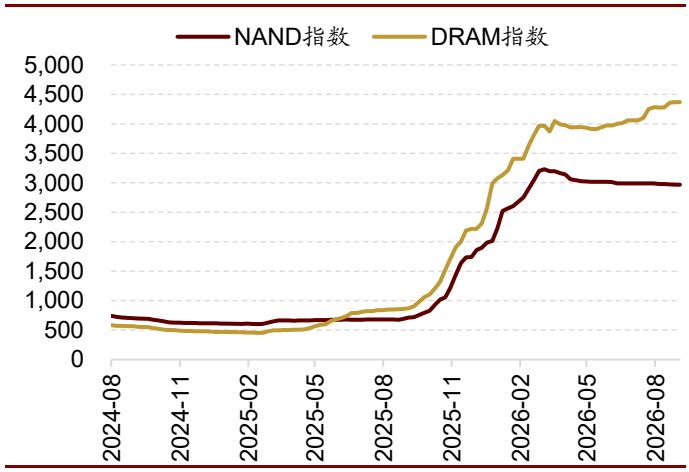
DRAM 指数与上周持平，NAND 指数环比下行。截至 9 月 22 日，本周 DRAM 指数与上周持平为 4368.29，本周 NAND 指数下行 0.02%至 2967.62。

图 22：本周 DRAM 存储器价格涨跌分化



资料来源：Wind、招商证券

图 23：DRAM 指数与上周持平

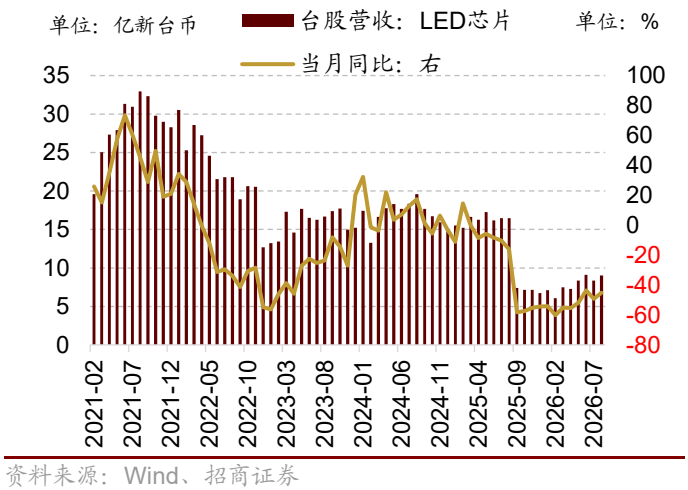


资料来源：Wind、招商证券

8 月 LED 芯片台股营收同比降幅收窄。8 月 LED 芯片台股营收为 9.03 亿新台币，同比降幅收窄 4.02 个百分点至 45.12%。

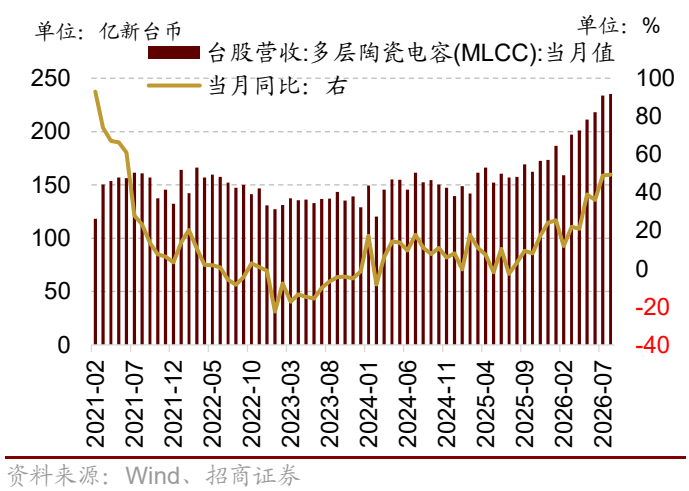
8 月多层陶瓷电容（MLCC）台股营收同比增幅扩大。8 月多层陶瓷电容（MLCC）台股营收为 235.16 亿新台币，同比增幅扩大 0.52 个百分点至 49.39%。

图 24：8 月 LED 芯片台股营收同比降幅收窄



资料来源：Wind、招商证券

图 25：8 月 MLCC 台股营收同比增幅扩大

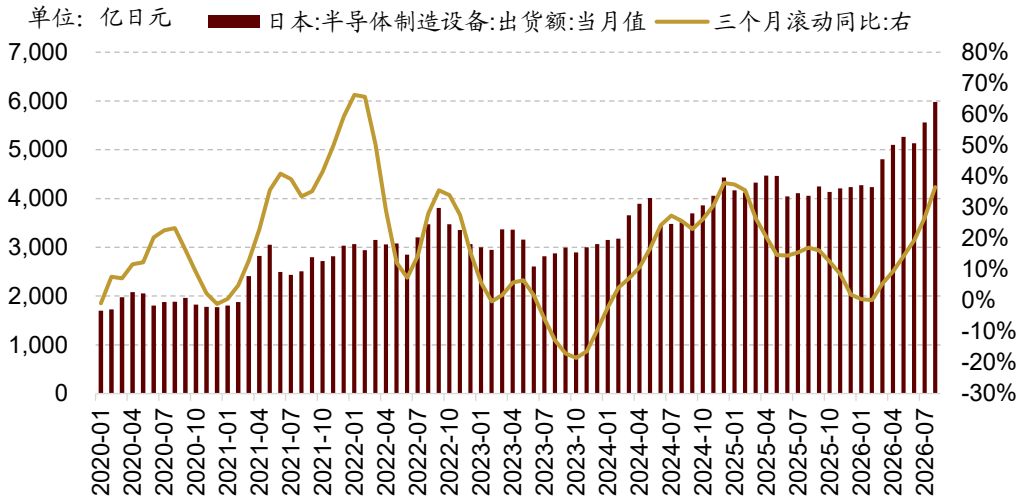


资料来源：Wind、招商证券

8 月日本半导体制造设备出货额当月同比增幅扩大，三个月滚动同比增幅扩大。8 月日本半导体制造设备出货额为 5979.15 亿日元，环比上行 7.50%，同比增幅扩大 12.0 个百分点至 47.36%，三个月滚动同比增幅扩大 10.10 个百分点至 36.6%。

仅供内部参考，请勿外传！

图 26：8 月日本半导体制造设备出货额三个月滚动同比增幅扩大

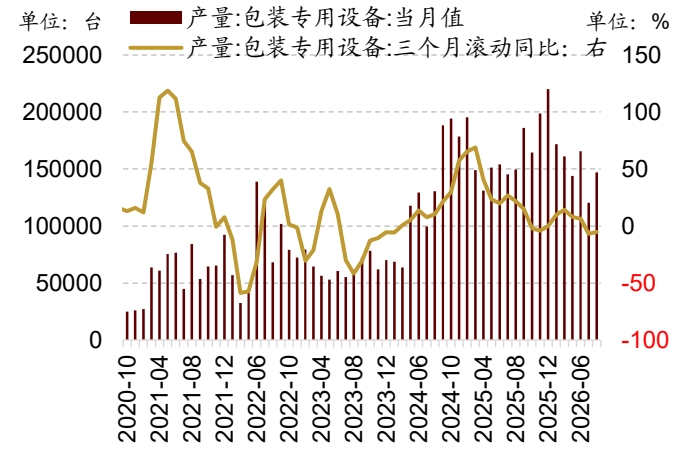


资料来源：Wind，招商证券

8 月包装专用设备产量同比降幅收窄，三个月滚动同比降幅收窄。8 月包装专用设备产量 147,169 台，当月同比降幅收窄 15.20 个百分点至-2.70%，三个月滚动同比降幅收窄 1.60 个百分点至-5.17%；1-8 月累计产量 115.41 万台，累计同比降幅收窄 0.30 个百分点至-4.50%。

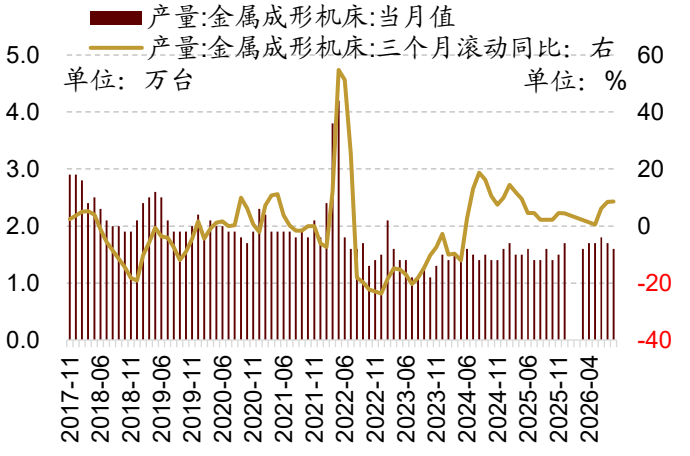
8 月金属成形机床产量同比增幅收窄，三个月滚动同比增幅扩大。8 月金属成形机床产量为 1.60 万台，同比增幅收窄 6.60 个百分点至 6.70%，三个月滚动同比增幅扩大 0.13 个百分点至 8.63%。1-8 月金属成形机床累计产量为 12.50 万台，累计同比增幅扩大 2.00 个百分点至 7.80%。

图 27：8 月包装专用设备产量三个月滚动同比降幅收窄



资料来源：Wind、招商证券

图 28：8 月金属成形机床产量三个月滚动同比增幅扩大



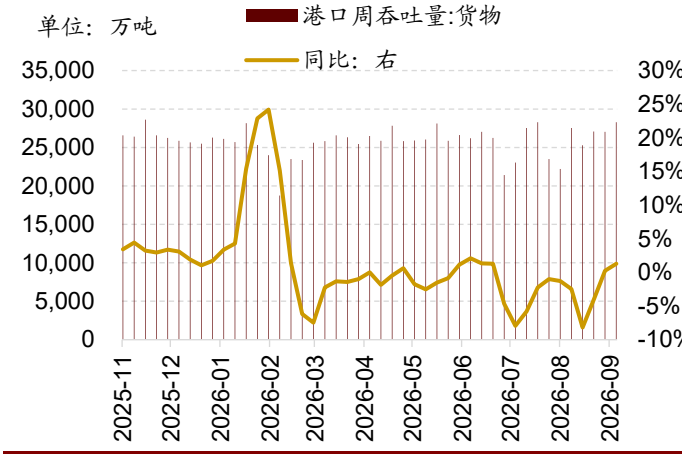
资料来源：Wind、招商证券

本周港口货物周吞吐量、集装箱周吞吐量四周滚动均值同比增幅扩大。截至 9 月 20 日，中国港口货物周吞吐量为 28261.60 万吨，四周滚动均值同比增幅扩大 1.0 个百分点至 1.3%；中国港口集装箱周吞吐量为 727.90 万 TEU，四周滚动均值同比增幅扩大 1.4 个百分点至 4.4%。

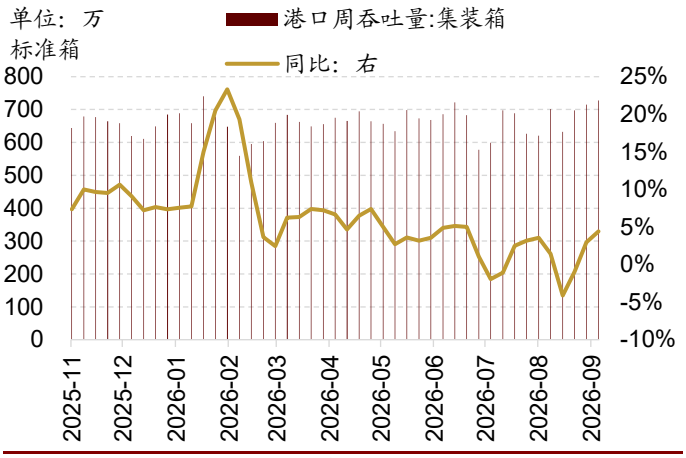
图 29：货物周吞吐量四周滚动均值同比增幅扩大

图 30：集装箱周吞吐量四周滚动均值同比增幅扩大

仅供内部参考，请勿外传！



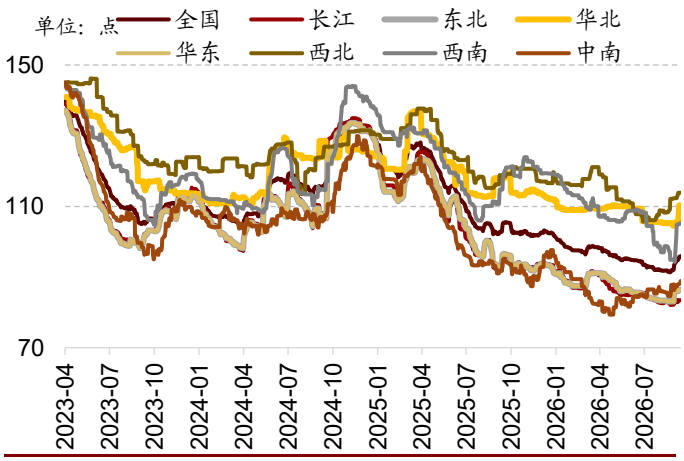
资料来源：IFind、交通部、招商证券



资料来源：IFind、交通部、招商证

水泥价格方面，全国水泥价格指数上行，长江、华北、华东、西北、西南、中南地区水泥价格指数上行，东北地区水泥价格指数持平；熟料价格指数上行。截至 9 月 23 日，全国水泥价格指数 95.95 点，周环比上行 1.25%；长江地区水泥价格指数 83.46 点，周环比上行 0.69%；东北地区水泥价格指数 119.58 点，与上周持平；华北地区水泥价格指数 110.31 点，周环比上行 4.35%；华东地区水泥价格指数 86.41 点，周环比上行 0.52%；西北地区水泥价格指数 113.90 点，周环比上行 0.65%；西南地区水泥价格指数 105.21 点，周环比上行 0.34%；中南地区水泥价格指数 88.87 点，周环比上行 1.12%。截至 9 月 22 日，熟料价格指数为 98.59 点，周环比上行 0.65%。

图 31：全国水泥价格指数上行 1.25%



资料来源：Wind、招商证券

图 32：熟料价格指数上行 0.65%

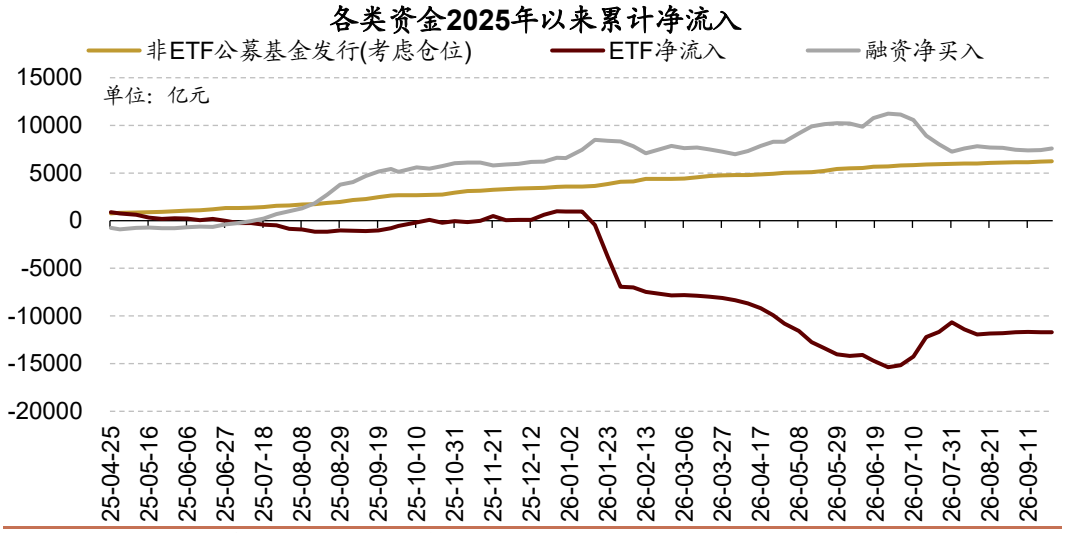


资料来源：Wind、招商证券

资金·众寡——融资流入 ETF 小幅赎回，减持规模收窄

从全周资金流动的情况来看，本周融资资金净流入，新成立偏股类公募基金下降，ETF 净赎回。具体来看，融资资金前四个交易日合计净流入 165.3 亿元；新成立偏股类公募基金 46.1 亿份，较前期下降 42.1 亿份；ETF 净赎回，对应净流出 2.7 亿元。

图 33：ETF 小幅净赎回，融资净流入，基金发行规模下降



资料来源：Wind，招商证券（融资数据截至周四）

表 10：各类资金分行业当周净流入规模（单位：亿元）

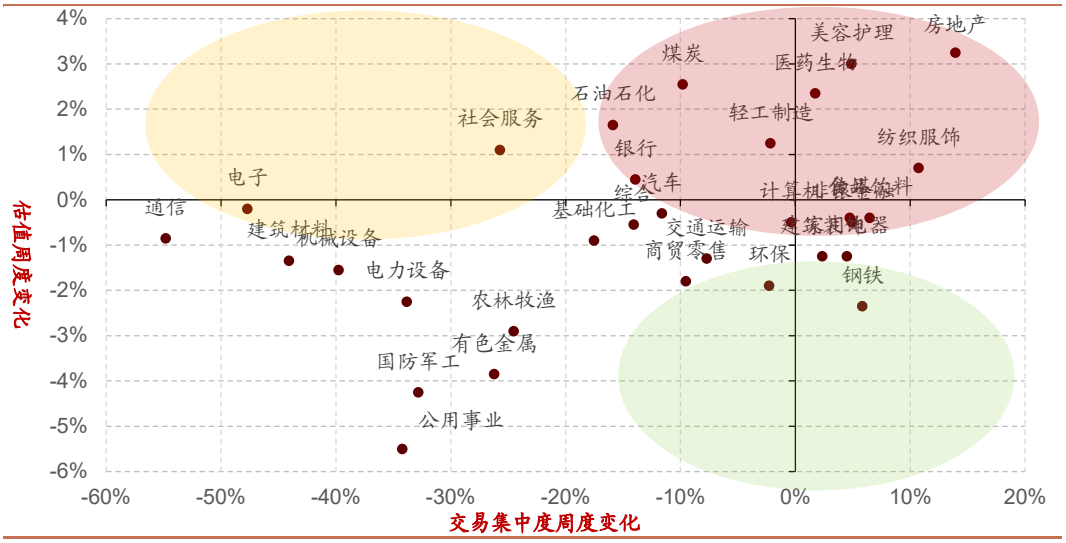
行业	融资资金	ETF	重要股东净增持	合计(↓)
电子	49.87	47.93	-3.90	93.90
通信	31.06	6.51	-13.26	24.32
电力设备	15.60	-2.76	-5.29	7.54
传媒	2.83	4.60	-0.63	6.80
交通运输	5.84	0.83	0.00	6.67
汽车	5.99	-1.44	1.14	5.69
计算机	12.06	-5.27	-1.37	5.42
银行	4.34	0.11	0.00	4.45
机械设备	11.86	-3.65	-5.82	2.39
建筑装饰	2.19	-0.24	0.01	1.96
煤炭	-1.06	2.70	0.00	1.64
轻工制造	1.66	-0.19	0.00	1.47
家用电器	1.78	-0.04	-0.31	1.43
钢铁	1.27	-0.27	0.00	1.01
房地产	1.71	-1.31	0.00	0.40
综合	0.42	-0.10	0.00	0.32
食品饮料	1.66	-1.83	0.42	0.25
环保	0.18	-0.30	0.09	-0.03
社会服务	-0.05	-0.37	0.15	-0.27
商贸零售	-0.21	-0.24	0.02	-0.44
纺织服饰	-0.34	0.05	-0.65	-0.94
石油石化	-0.91	-0.31	-0.04	-1.25
建筑材料	0.01	-0.37	-1.21	-1.57
美容护理	-1.13	-0.44	-0.63	-2.20
公用事业	-1.22	-1.29	-0.20	-2.70
有色金属	1.02	-4.41	0.01	-3.38
农林牧渔	-2.26	-1.16	0.00	-3.42
国防军工	-3.35	-0.24	-0.04	-3.62
非银金融	-1.43	-5.91	0.00	-7.34
基础化工	-6.83	-3.23	-4.60	-14.67
医药生物	9.13	-30.63	-4.77	-26.27
合计	141.70	-3.27	-40.88	97.55

资料来源：Wind，招商证券

注：重要股东净增持以变动截止日期为参考；融资截至周四；ETF 拆分所有股票型 ETF

仅供内部参考，请勿外传！

图 34：行业估值与交易集中度周度变化

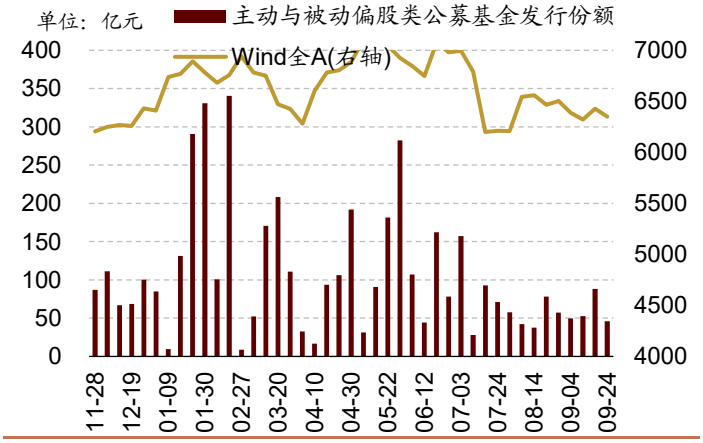


资料来源：Wind，招商证券

从 ETF 净申购来看，ETF 净赎回，宽指 ETF 以净赎回为主，其中上证 50ETF 赎回最多；行业 ETF 以净赎回为主，其中医药 ETF 赎回较多，信息技术 ETF 申购较多。具体来看，股票型 ETF 总体净赎回 2.7 亿元。其中，沪深 300、创业板 ETF、中证 500ETF、上证 50ETF、双创 50ETF 和科创 50ETF 分别净申购 71.9 亿元、净申购 3.1 亿元、净赎回 22.4 亿元、净赎回 24.2 亿元、净赎回 17.4 亿元、净申购 27.3 亿元。行业方面，信息技术 ETF 净申购 49.5 亿元；消费 ETF 净赎回 3.7 亿元；医药 ETF 净赎回 24.6 亿元；券商 ETF 净赎回 6.9 亿元；金融地产 ETF 净赎回 2.4 亿元；军工 ETF 净申购 1.1 亿元；原材料 ETF 净赎回 4.5 亿元；新能源&智能汽车 ETF 净赎回 5.8 亿元。

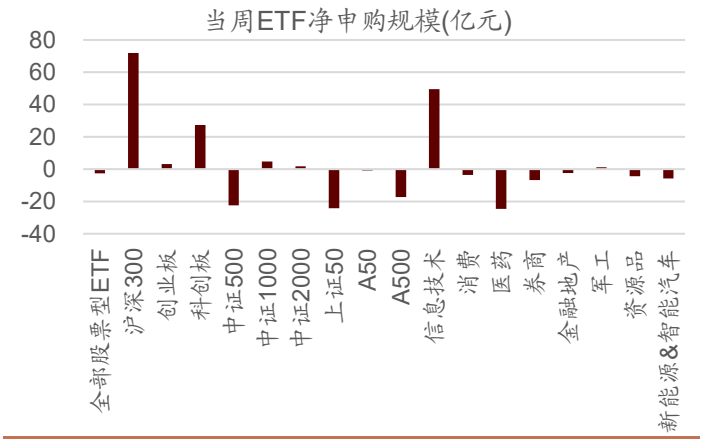
本周新成立偏股类公募基金规模较前期回落，新成立偏股类基金 46.1 亿份。

图 35：新成立公募基金发行份额



资料来源：Wind、招商证券

图 36：各行业和宽基 ETF 净申购规模

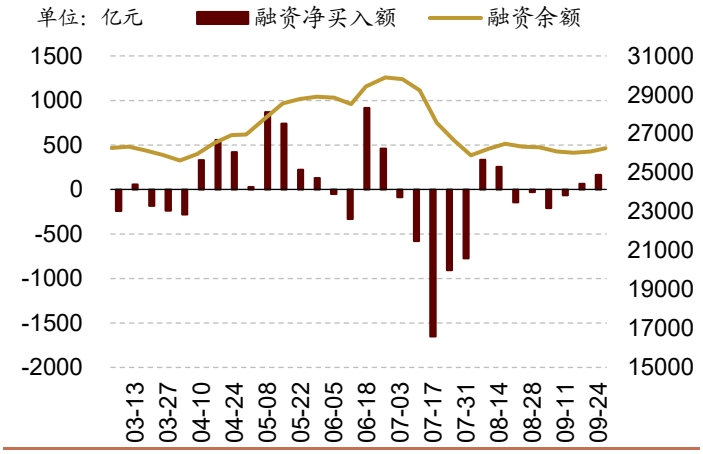


资料来源：Wind、招商证券

两融方面，融资资金前四个交易日净流入 165.3 亿元。从行业偏好来看，本周融资资金集中买入电子，净买入额达 49.9 亿元，其他净买入规模最高的行业主要包括通信、电力设备、计算机等；净卖出的主要是基础化工、国防军工、农林牧渔等。

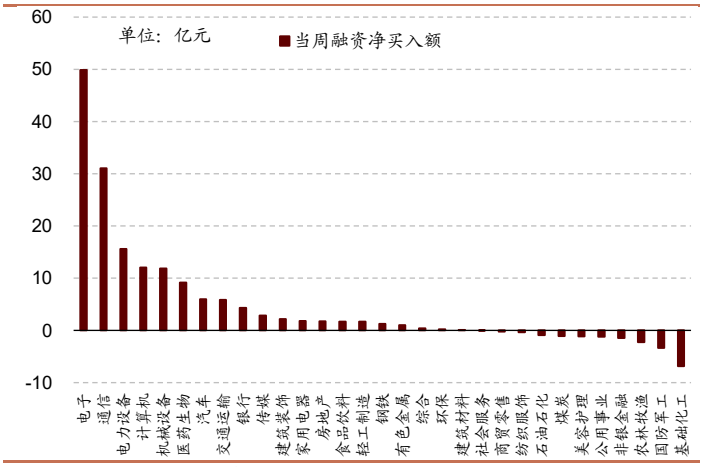
仅供内部参考，请勿外传！

图 37：融资资金每周净买入额



资料来源：Wind、招商证券

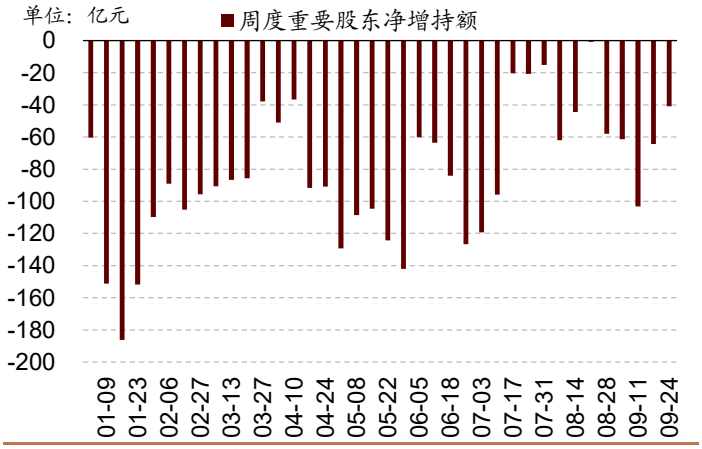
图 38：融资资金周度各行业净买入额



资料来源：Wind、招商证券

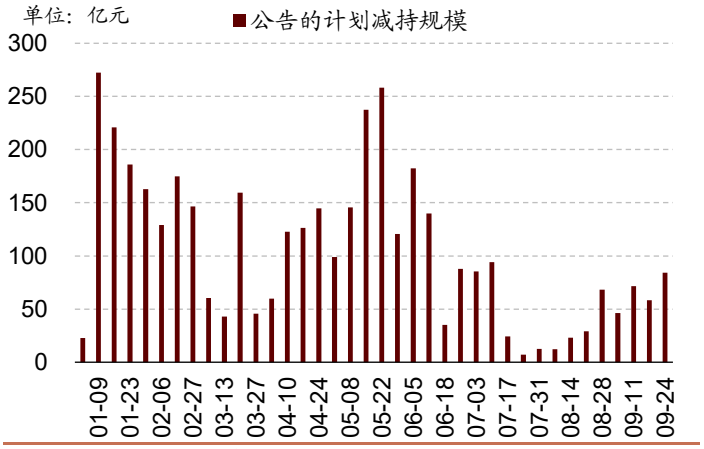
从资金需求来看，重要股东净减持规模缩小，计划减持规模提升。本周重要股东二级市场增持 7.0 亿元，减持 47.9 亿元，净减持 40.9 亿元，净减持规模缩小。其中，净增持规模较高的行业包括汽车、食品饮料、社会服务等；净减持规模较高的行业包括通信、机械设备、电力设备等。本周公告的计划减持规模为 84.1 亿元，较前期提升。

图 39：重要股东净增持规模



资料来源：Wind、招商证券

图 40：计划减持规模



资料来源：Wind、招商证券

仅供内部参考，请勿外传！

主题·风向——头部模型厂商构建分层定价策略

近期，OpenAI 与 Anthropic 相继发布新一代模型，在模型能力实现提升的同时，优化了 token 使用效率，增强模型处理复杂工作流程的能力。定价方面，顶级模型维持较高溢价，中端及轻量化模型进一步降价，缓存机制升级也显著降低了高频调用成本。整体来看，模型性能与推理性价比同步改善，厂商加快构建分层定价体系，为企业级智能体的规模化部署创造条件。

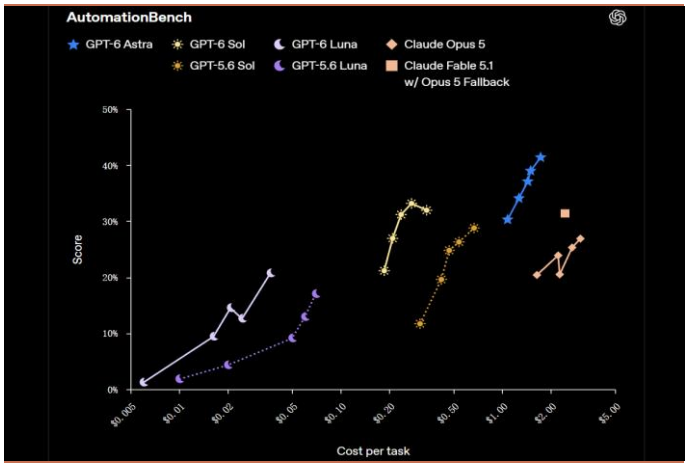
➢ GPT-6 Sol 和 GPT-6 Luna 大幅降价

OpenAI 于 2026 年 9 月 23 日发布 GPT-6 Sol 和 GPT-6 Luna。两款新模型采用了与 GPT-6 Astra 相似的训练方法，将前沿模型在专业工作、编程和计算机操作等方面的技术进展应用到日常任务中。

复杂专业工作方面，AutomationBench 测试涵盖销售、营销、运营、财务和人力资源等领域，要求模型调用多种工具完成端到端任务。GPT-6 Sol 在商业工作流测试中取得 33.2%的成绩，超过低推理强度下 Astra 的 30.3%；Luna 也取得明显进步，相较上一代模型，测试成绩提高 5.4 个百分点。值得注意的是，此次 OpenAI 不仅展示了模型的测试分数，更直观展现了单任务成本，以此更直观比较不同模型间的能力。GPT-6 Sol 和 GPT-6 Luna 在同等能力下成本均有显著下降，对比 Claude 最新模型也具有优势。

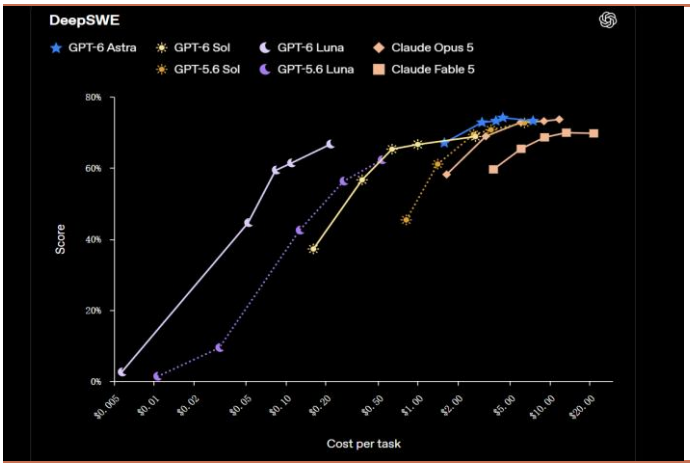
在 DeepSWE 1.1 真实软件工程任务测试中，GPT-6 Sol 取得 68.8%的成绩，GPT-6 Luna 达到 66.6%；两个模型在 FrontierCode 测试中也较上一代明显改善，该测试除检验代码正确性外，还考察测试质量、代码风格以及是否符合现有代码库的工程标准。值得关注的是 Luna 的进步，轻量级模型也能够承担难度较高的编程任务，这为代码 Agent 在测试、维护等场景中的规模化应用创造了条件。

图 41：GPT-6 新模型在复杂专业工作方面成本降低



资料来源：OpenAI，招商证券

图 42：GPT-6 Luna 也能够承担难度较高的编程任务



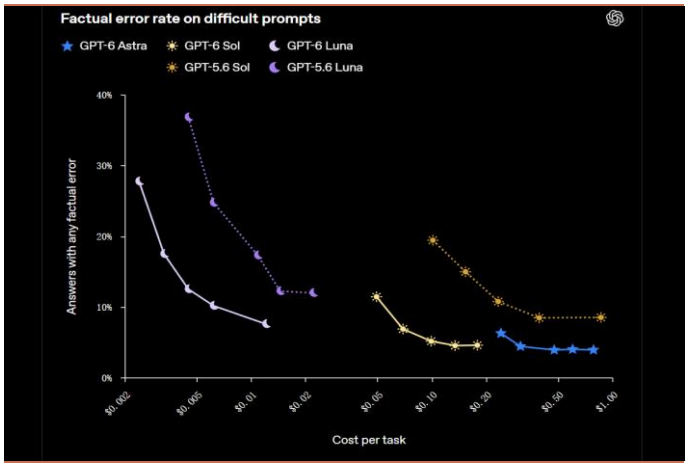
资料来源：OpenAI，招商证券

此外，根据 OpenAI 披露，在基于用户实际报错对话构建的内部事实准确性测试中，GPT-6 Sol 的事实错误数量较 GPT-5.6 Sol 减少约 50%，接近 Astra 的可靠性水平。Luna 在较高推理强度下，事实准确性也达到上一代 Sol 的水平。事实准确性改善有利于模型渗透进对准确性要求较高的细分领域，包括金融研究、法律文书、企业知识管理等应用方向。

在 OSWorld 2.0 计算机操作测试中，GPT-6 Sol 取得 60.5%的成绩，且成本远低于 Claude Opus 5；GPT-6 Luna 也接近中等推理强度下的 GPT-5.6 Sol。这项测试要求模型自主执行涉及计算机操作的多步骤任务，相关能力提升意味着 Agent 能够承担更多跨软件的实际操作。

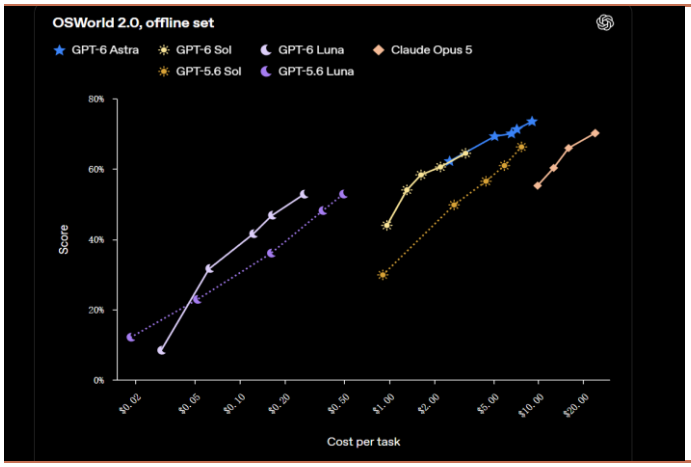
仅供内部参考，请勿外传！

图 43：GPT-6 Sol 的事实错误数量较上代减少约 50%



资料来源：OpenAI，招商证券

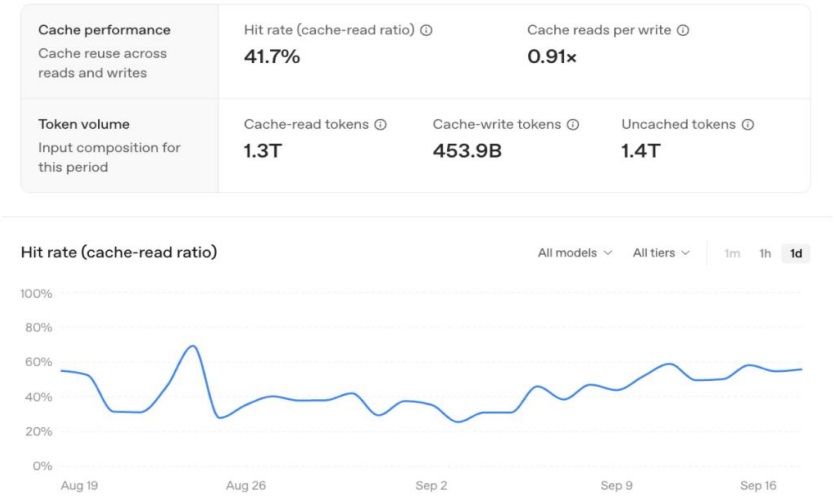
图 44：GPT-6 Sol 在计算机操作测试中成本远低于竞品



资料来源：OpenAI，招商证券

缓存机制升级进一步降低长时间运行 Agent 的推理成本。本次 GPT-6 系列优化提示词缓存机制，支持 30 分钟内重复利用符合条件的共享上下文，缓存输入 Token 最高可享受 90%的价格折扣。同时，新增显式缓存断点、缓存诊断和预热功能，并允许在调整推理强度时保留缓存，提高多轮交互的计算复用率。实际应用方面，GitHub Copilot 在数十亿次请求中，需要重新处理的提示词 token 占比较此前基准下降超过 50%；Manus 通过优化缓存断点，在不到一周内将缓存命中率由约 85%提升至稳定超过 90%；Wordsmith 将命中率由 83%提升至 91%，缓存写入量减少约三分之二，推理成本下降 36%。

图 45：新的提示词缓存控制面板能够帮助开发者监控缓存命中率



资料来源：OpenAI，招商证券

本次 GPT-6 Sol 和 GPT-6 Luna 定价大幅下降，进一步推动模型能力规模化普及。GPT-6 Sol 每百万 tokens 输入和输出价格分别为 2 美元、10 美元，较上一代均下降 50%；Luna 分别为 0.1 美元、0.5 美元，较上一代下降 50%和约 58%。两款模型的缓存输入价格分别低至 0.2 美元和 0.01 美元。推理效率和缓存技术优化正在降低模型服务成本，同时 OpenAI 通过旗舰模型、高性能模型和轻量级模型的差异化定价，覆盖复杂专业任务与高频应用场景。

表 11：GPT-6 Sol 和 GPT-6 Luna 均有 50%的降价（美元/百万 tokens）

模型	输入价格	输出价格
GPT-5.6 Sol	4.0	20.0
GPT-5.6 Luna	0.2	1.2
GPT-6 Sol	2.0	10.0
GPT-6 Luna	0.1	0.5

资料来源：OpenAI，招商证券

仅供内部参考，请勿外传！

➢ Claude Opus 5.5 性能比肩 Fable 5.1

Anthropic 同样于 2026 年 9 月 23 日发布 Claude Opus 5.5，模型在大多数任务中达到此前旗舰模型 Fable 5.1 的水平，典型工作负载的运行成本较 Opus 5 下降 40%。

新模型继续深耕 Anthropic 模型擅长的编程能力，Agent 编程能力显著提升，复杂软件工程任务表现进一步增强。在考察模型在命令行环境下自主完成软件开发能力的 Terminal-Bench 4.0 测试中，Claude Opus 5.5 取得 66.4%的成绩，较上一代 Opus 5 提升 14.1 pcts；在评估 Agent 代码真实编程场景完成程度的 FrontierCode v1.1 和 CursorBench 4.0 测试中分别达到 54.4%和 57.8%，提升 6.4 pcts、11.2 pcts。三项编程测试均取得明显进步，新模型在复杂代码生成、跨文件修改及多步骤自主编程方面的能力进一步增强，为 Agent 在大型软件项目自主开发和维护延伸提供了技术基础。

Claude Opus 5.5 专业知识工作及自主科学研究能力同步提升。在评估模型完成实际工作任务的 GDPval-AA v2.1 测试中，Opus 5.5 取得 1846 分，较上一代提高 138 分；科学研究方面，Terminal-Bench-Science 0.1 测试成绩由 29.0%提升至 58.7%。此外，在 OSWorld 2.0 计算机操作测试中，新模型部分完成评分由 74.0%提升至 81.8%，其自主操作软件并执行复杂办公任务的能力有所增强。

图 46：新模型继续深耕 Anthropic 模型擅长的编程能力，科学研究能力同步提升

	Opus 5.5	Fable 5.1	Opus 5	GPT-6 Astra	GPT-5.6 Sol
Agentic coding Terminal-Bench 4.0[1]	**66.4%**	55.8%	52.3%	57.9%	37.3%
Agentic coding FrontierCode v1.1 (Main)	**54.4%**	50.3%	48.0%	53.3%	47.5%
Agentic coding CursorBench 4.0	**57.8%**	51.8%	46.6%	—	41.7%
Knowledge work GDPval-AA v2.1	**1846**	1735	1708	1542	1588
Business workflows AutomationBench[2]	40.0%	31.4%	26.9%	**41.4%**	28.8%
Multidisciplinary reasoning Humanity's Last Exam	**67.7%** with tools	65.6% with tools	63.6% with tools	57.2% with tools	—
Agentic scientific research Terminal-Bench-Science 0.1[3]	58.7%	52.6%	29.0%	**64.6%**	22.4%
Computer use OSWorld 2.0	**81.8%** partial	80.7% partial	74.0% partial	—	—
Visual chart recognition Chartography	**89.0%** with tools	88.4% with tools	83.4% with tools	—	—

资料来源：Anthropic，招商证券

Opus 5.5 的标准输入和输出价格分别为 4 美元和 20 美元/百万 Token，较前代均下降 20%；缓存读取价格由 0.50 美元降至 0.20 美元，降幅达到 60%；相比之下，与模型性能相近的 Fable 5.1 维持 10 美元和 50 美元的输入、输出价格，分别为 Opus 5.5 的 2.5 倍。Anthropic 估计，Opus 5.5 的典型任务运行成本较前代下降约 40%。

表 12：Claude Opus 5.5 价格相比 Fable 5.1 下调超 50%（美元/百万 tokens）

模型	输入价格	输出价格	缓存读取	缓存写入
Claude Opus 5.5	4	20	0.2	5
Claude Fable 5.1	10	50	0.25	12.5
Claude Opus 5	5	25	0.5	6.25

资料来源：Anthropic，招商证券

➢ 海外模型分层收费架构逐渐清晰

模型厂商正形成分层收费体系：顶级模型依托复杂推理和专业任务能力维持价格溢价，中端模型通过性能升级与适度降价争夺企业客户，轻量化模型则依靠低价、高频调用扩大市场份额。同时，厂商通过缓存折扣、峰谷定价，降低智能体运行成本。

顶级模型保持溢价，前沿模型能力仍具有差异化价值。以 OpenAI 和 Anthropic 为例，GPT-6 Astra 和 Claude Fable 5.1 均采用每百万 tokens 输入 10 美元、输出 50 美元的定价。顶级模型需要通过更大规模训练、高强度推理及持续研发投入拓展能力边界，而复杂场景对任务完成能力的要求相对较高，客户也可能具有更高的支付意愿。因此，头部厂商

仅供内部参考，请勿外传！

倾向于通过顶级模型保留溢价，利用中低端产品扩大调用规模。

中低端模型加速降价，背后是推理效率改善和基础能力竞争加剧。GPT-6 Luna 的输入与输出价格均较前代下降约 50%，其标准价格已低于 DeepSeek V4.1 Flash 的闲时价格。海外轻量化模型与国产开源模型之间的 API 价格差距明显收窄。推动这一变化的主要因素，一方面是模型架构、缓存和推理优化降低了单位计算成本，使厂商具备进一步降价的空间；另一方面，基础模型在日常问答、文本处理和简单编程等标准化场景中的竞争加剧，企业客户能够根据价格、延迟和性能灵活切换模型。

本周和下周值得关注的主题事件有：

➢ **国内重要资讯与产业政策**

（1）通信网络建设—我国将适度超前、系统推进新一代通信网建设 推动算力设施扩容提质

财联社 9 月 23 日电，“十五五”时期，我国将把握新一代通信网络建设的战略机遇，适度超前、系统推进新一代通信网建设。工业和信息化部副部长余晓晖表示，要坚持应用牵引、适度超前、系统推进新一代通信网建设，推进宽带网络向双万兆演进，推进低轨卫星互联网系统建设，统筹优化国际海陆网络布局，推动算力设施扩容提质，强化算网协同和算力互联，更好支撑一体化算力网建设。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2491285

（2）先进制造业—李强在上海调研时强调 加快培育壮大新兴产业和未来产业 持续做大做强先进制造业

中共中央政治局常委、国务院总理李强 9 月 22 日在上海调研。在上海电气国家人工智能应用中试基地，李强察看专用机器人、工业机器人产品及其在复杂场景中的应用展示，听取“人工智能+”集成服务商、人工智能原生工厂建设情况汇报，参观智能机器人装配调试中试车间。李强指出，人工智能等新兴产业发展日新月异，相关技术应用正在深刻重塑制造业技术体系、生产模式和产业形态，为制造业科技创新与品牌提升打开了全新空间。要将我国制造业和数智技术两方面优势结合起来，纵深推进“人工智能+制造”，推动人工智能更好赋能先进制造业发展，促进研发、生产、管理等全流程智能升级，进一步激活数据要素潜能，带动更多行业全面数智化转型，打造更加智慧的产业链供应链。要瞄准制造领域共性难题，围绕工业设计、中试验证、智能运维等关键环节，打造更多制造业生产服务平台，强化集成服务和多样化解决方案供给，助力各类企业特别是中小企业更加高效、低成本开展智能化改造，不断增强发展动力和竞争优势。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2490352

（3）货币政策—央行：要继续实施适度宽松的货币政策 加大逆周期调节力度

财联社 9 月 24 日电，中国人民银行货币政策委员会 2026 年第三季度（总第 114 次）例会于 9 月 19 日召开。会议分析了国内外经济金融形势，认为当前外部环境更加复杂多变，世界经济增长动能疲弱，地缘冲突和经贸摩擦多发频发，主要经济体经济表现分化，通胀走势和货币政策调整存在不确定性。我国经济运行总体平稳、动能向新、结构向优，高质量发展取得新成效，但仍面临供强需弱、结构分化、外部冲击等问题和挑战。要继续实施适度宽松的货币政策，加大逆周期调节力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加强货币财政政策协同配合，促进经济稳定增长和物价合理回升。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2492426

（4）去宁德化—工信部旗下媒体：“去宁德化”论调要不得

财联社 9 月 22 日电，工信部旗下媒体中国工信新闻 22 日发布文章《“去宁德化”论调要不得》。文章指出，最近一段时间，“去宁德化”在新能源汽车行业被反复炒作，俨然成了一场舆论闹剧。车企调整供应链、增加供应商、布局自研，本是正常的市场行为，却被不断包装成“去宁德化”，甚至渲染成整车企业与动力电池企业之间的对立。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2489849

（5）港股通 ETF—监管明确险资投资港股通 ETF 口径 参照港股通股票规定执行

财联社 9 月 24 日电，财联社记者从业内独家获悉，近日多家险企收到《关于明确保险资金投资港股通 ETF 监管口

仅供内部参考，请勿外传！

径的函》，文件明确，按照监管规定可投资港股通股票的保险机构，可以开始投资港股通 ETF，参照保险资金投资港股通股票的相关监管规定执行，该监管口径自 9 月 20 日起实施。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2492166

（6）AI 基建—阿里巴巴：将全力投入 AI 基础设施建设 2032 年阿里云数据中心规模将超 20GW

财联社 9 月 22 日电，阿里巴巴 CEO 吴泳铭 9 月 22 日在云栖大会表示，当前客户 AI 需求非常强劲，将全力投入 AI 基础设施建设，目标到 2032 年阿里云运营的全球数据中心规模超过 20GW。当天，平头哥发布国产 AI 芯片真武 V900，算力提升至真武 M890 的 3 倍。据悉，平头哥 AI 芯片的年出货量将大幅提升。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2489689

（7）央行—央行：加强对扩大内需、科技创新、中小微企业、“六张网”建设等重点领域的金融支持

财联社 9 月 24 日电，中国人民银行货币政策委员会召开 2026 年第三季度例会，会议指出，要引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，增强银行资本实力。用好各类结构性货币政策工具，不断完善工具设计和管理,扎实做好金融“五篇大文章”，加强对扩大内需、科技创新、中小微企业、“六张网”建设等重点领域的金融支持。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务。维护金融市场稳定运行。切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2492424

（8）储能—工信部召开新型储能产业发展座谈会

财联社 9 月 24 日电，工业和信息化部电子信息司 2026 年 9 月 23 日组织召开新型储能产业发展座谈会。会议围绕储能产品及系统质量提升、标准体系建设、行业规范管理等方面听取意见建议，探讨以标准化、安全化举措推动产业高质量发展。工业和信息化部电子信息司杨旭东司长参会并介绍有关情况。会上，工业和信息化部电子信息司围绕行业发展现状及背景，介绍近期开展工作情况、新型电池“十五五”相关规划和下一步工作考虑。各参会单位结合自身发展实际进行交流发言，并就产业发展面临的形势和问题提出了意见建议。会议强调，新型储能产业是国家积极培育的新兴支柱产业，当前产业处于高速发展阶段，要坚持目标导向和问题导向，推动产业健康规范发展：一是推动产品质量提升，强化锂离子电池生产质量管理等国家标准落地实施，全面提升储能产品可靠性和安全性。二是完善标准体系建设，补齐细分领域标准短板，加快制定电能存储系统用锂蓄电池组安全等级评价规范等强制性国家标准，以标准引领产业发展。三是强化行业规范管理，完善产业治理机制，常态化推进政企沟通交流，推动产业链上下游健康协同共进。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2492252

（9）商业航天—海南推进航天旅游平台组建 相关经营主体已签订合作协议

财联社 9 月 21 日电，海南省加速培育本土特色航天文旅企业。海南省持续推进航天旅游平台组建各项工作，目前海南相关经营主体已签订合作协议，正在依法依规开展新项目谋划等前期工作，同步推进项目评估、审批等法定程序。在吸引和培育经营主体方面，海南省将立足海南航天旅游发展实际，统筹整合全省航天文旅现有资源，聚焦商业化项目落地、经营主体培育、文旅业态创新等重点方向，积极引导各类经营主体深度参与航天文旅产业发展，鼓励社会资本参与航天旅游相关项目投资建设。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2488579

（10）半导体—台积电据悉将于 2027 年 1 月上调晶圆代工价格 3%至 6%

财联社 9 月 24 日电，据 Digitimes 报道，台积电晶圆代工价格确定再涨。供应链人士透露，8 寸厂产能利用率超过 100%、45 纳米以下制程满载的台积电，订单能见度已至 2030 年，已确定自 2027 年 1 月起，按照不同制程调整 Wafer Out 价格，涨幅约 3%~6%，其中 2 纳米、3 纳米等先进制程涨幅较高。台积电未回应市场传闻。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2491720

仅供内部参考，请勿外传！

➢ 国外重要资讯与产业政策

（1）中美会谈—习近平同美国总统特朗普会谈

当地时间 9 月 24 日上午，国家主席习近平同美国总统特朗普在白宫举行会谈。习近平指出，中美两国元首在不到半年时间里实现互访，在中美关系史上是前所未有的。我和特朗普总统一直通过各种方式保持沟通，共同为中美关系这艘大船领航掌舵。今年 5 月，我和特朗普总统一致决定构建中美建设性战略稳定关系。这一新定位反映了中美关系的现实，也体现了对未来的期许，是迈向两国正确相处之道的重要一步。我们要把这一愿景转化为行动，朝着合作为主、竞争有度、分歧可控、和平可期的方向努力，走出一条两个大国的正确相处之道。中美两国应当也完全可以在务实合作中互利共赢，在良性竞争中彼此成就，在求同存异中妥处分歧，在累积互信中构筑和平，让中美建设性战略稳定关系更好惠及两国人民和世界各国人民。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2492832

（2）美伊冲突—据悉美国和伊朗研究分阶段重启霍尔木兹海峡的方案

财联社 9 月 25 日电，据报道，两位伊朗消息人士、两位地区官员以及两位西方外交人士报道称，美国与伊朗代表正在商讨逐步结束战争的方案，其中伊朗方面需重新开放霍尔木兹海峡，而美国方面则需解除对伊朗的经济封锁。地区消息人士称，由于解除封锁已成为更为紧迫的任务，伊朗愿意将收取霍尔木兹海峡过境费的要求移出主协议，转而列入附件。这名消息人士也指出，任何此类安排都将是临时性的，并不代表伊朗正式放弃其既定立场。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2492799

（3）美债—10 年期美债收益率再次升破 5%

财联社 9 月 23 日电，美国国债收益率进一步上升；10 年期国债收益率最新上涨 5.81 个基点至 5.025%。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2491583

（4）美债—美国财政部将于周四回购至多 60 亿美元的长期债券

财联社 9 月 23 日电，美国财政部将于周四回购至多 60 亿美元的长期债券。美国财政部此前表示，回购规模至少为 40 亿美元。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2491634

（5）机器人—产业链人士：特斯拉机器人团队在长三角审厂 多家企业已获订单

财联社 9 月 21 日电，特斯拉机器人团队落地宁波审厂一事受到资本市场广泛关注。记者从产业链人士处获悉，特斯拉机器人团队已经于上周在拓普集团、三花智控、均胜电子等供应链企业开启审厂工作。上述企业主要供给关节模组、执行器、精密结构件等核心机电部件。“在本次审厂前，这些企业都已经拿到了特斯拉人形机器人的订单，只是或多或少的区别。审厂将对相关产线质量、合规等方面开展评估，通过后将很快开始生产。”上述人士提到。该名产业链人士还表示，审厂工作并非网传的只在宁波展开，特斯拉该机器人团队本次的走访工作还覆盖了杭州、上海等长三角地区的供应链企业。相关企业基本也都是特斯拉此前在汽车方面就已有合作的供应链企业。此前有消息称，特斯拉计划在今年生产数千台人形机器人。供应链审厂工作的开启，意味着特斯拉人形机器人量产工作更进一步。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2488560

（6）人工智能—Anthropic 与 AKAMAI 达成 116 亿美元的人工智能算力交易

财联社 9 月 25 日电，老牌互联网基础设施公司阿克迈（Akamai Technologies）宣布大幅扩大与 Anthropic 的合作，获得这家 AI 公司的七年期、总额 116 亿美元合同承诺。根据公告，阿克迈将通过旗下云业务的分布式 AI 基础设施和软件，支持 Anthropic 快速增长的 CPU 工作负载需求。双方合作还有继续扩大的空间。阿克迈披露，这项交易允许未来额外扩大最多 90 亿美元的合作，潜在总承诺规模约为 200 亿美元。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2492828

（7）DRAM—美国 ITC 正式对动态随机存取存储器（DRAM）设备及其下游产品和组件（III）启动 337 调查

仅供内部参考，请勿外传！

财联社 9 月 24 日电，据中国贸易救济信息网消息，2026 年 9 月 23 日，美国国际贸易委员会（ITC）投票决定对特定动态随机存取存储器（DRAM）设备及其下游产品和组件（III）启动 337 调查。2026 年 8 月 11 日，美国 Netlist, Inc. of Irvine, California 向美国 ITC 提出 337 立案调查申请，主张对美出口、在美进口和在美销售的该产品违反了美国 337 条款（侵权美国注册专利号 10,025,731、10,217,523、12,373,366、12,675,407），请求美国 ITC 发布有限排除令、禁止令。美国 Micron Technology, Boise, Idaho、美国 Micron Semiconductor Products, Inc., Boise, Idaho、美国 Hewlett Packard Enterprise Co., Spring, Texas、中国香港特别行政区 Lenovo Group Ltd., Hong Kong、美国 Lenovo (United States) Inc., Morrisville, North Carolina、美国 Super Micro Computer, Inc., San Jose, California 为列名被告。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2492302

（8）人工智能—Meta 个人智能体引发乐观情绪

财联社 9 月 22 日电，随着 Meta Platforms Inc.新推出的个人智能体初显成功迹象，市场对芯片需求的乐观预期重获提振，全球人工智能(AI)股票应声上涨。此前，受放缓 AI 发展的呼吁所影响，该板块曾面临艰难局面。韩国芯片制造商三星电子和 SK 海力士的股价均上涨约 3%，助推基准 Kospi 指数涨近 2%。隔夜，费城半导体指数收涨 4.3%，创下自 8 月 4 日以来的最大单日涨幅，而 Meta 股价则飙升 11%。本轮涨势源于 Meta 的 Muse AI 智能体在本月初推出后迅速登顶苹果公司免费应用排行榜榜首。随着市场对伊朗战争外交进展的期待，油价走低进一步提振了风险偏好。这一走势也为炙手可热的 AI 交易提供了喘息之机，此前该领域曾因估值过高而承压，近期科技界领军人物又对先进模型带来的生存威胁表示担忧。Muse 的早期热度为 AI 需求依然强劲提供了新的证据，从而缓解了部分担忧。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2489608

（9）人工智能—OpenAI 推出 GPT-6 SOL 与 GPT-6 LUNA

财联社 9 月 23 日电，OpenAI 推出 GPT-6 SOL 与 GPT-6 LUNA。即日起，面向所有 Plus、Pro、Business 及 Enterprise 的用户，在 ChatGPT Work 和 Codex 中提供 GPT-6 Sol 与 GPT-6 Luna。GPT-6 SOL 与 GPT-6 LUNA 的 API 价格较其 GPT-5.6 促销定价下调 50%。免费版及 Go 版用户可在桌面端应用中访问 GPT-6 LUNA。GPT-6 SOL 与 GPT-6 LUNA 模型尚未在聊天中开放使用。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2490573

（10）原油—沙特重启东西向输油管道

财联社 9 月 22 日电，贸易消息人士称，沙特阿拉伯重启东西向输油管道，准备于周二晚些时候恢复从延布港的原油出口。

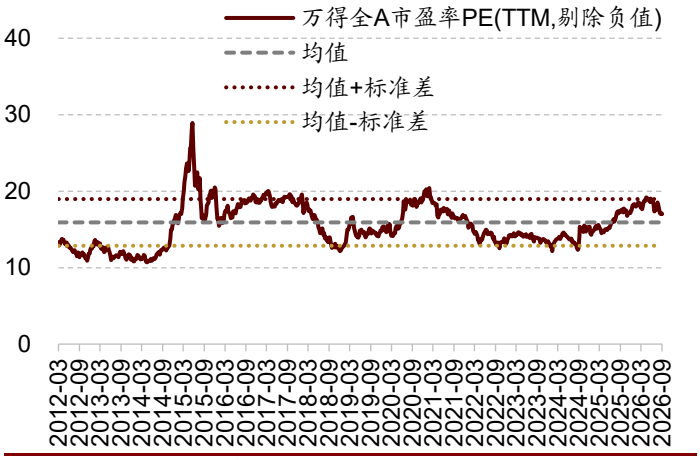
新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2490254

仅供内部参考，请勿外传！

数据·估值——整体 A 股估值水平下行

本周整体 A 股估值水平下行。截至 9 月 24 日收盘，万得全 A 指数 PE（TTM）为 17.0，处于历史估值水平（10 年以来）的 62.1%分位数。创业板指 PE（TTM）下行 0.9 至 33.0，处于历史估值水平的 18.6%分位数。代表大盘股的沪深 300 指数 PE（TTM）下行 0.1 至 12.6，处于历史估值水平的 61.2%分位数。代表中小盘股的中证 500 指数 PE（TTM）下行 0.6 至 26.5，处于历史估值水平的 48.0%分位数。

图 47：本周万得全 A 指数 PE（TTM）下行 0.1 至 17.0



资料来源：Wind、招商证券

图 48：本周创业板指 PE（TTM）下行 0.9 至 33.0



资料来源：Wind、招商证券

图 49：本周沪深 300 指数 PE（TTM）下行 0.1 至 12.6



资料来源：Wind、招商证券

图 50：本周中证 500 指数 PE（TTM）下行 0.6 至 26.5



资料来源：Wind、招商证券

在行业估值方面，本周指数估值大多下跌，其中，社会服务、煤炭、美容护理涨幅居前，农林牧渔、电子、国防军工跌幅居前。社会服务指数估值上涨 0.4 至 30.0，处于 22.1%历史分位（近十年，下同）；煤炭指数估值上涨 0.4 至 16.6，处于 86.4%历史分位；美容护理指数估值上涨 0.5 至 26.7，处于 12.5%历史分位；农林牧渔指数估值下行 0.8 至 32.1，处于 73.3%历史分位；电子指数估值下跌 0.8 至 54.1，处于 86.3%历史分位；国防军工指数估值下跌 1.0 至 50.8，处于 17.8%历史分位。截至 9 月 24 日收盘，一级行业估值排名前五的行业分别是电子、国防军工、计算机、机械设备、建筑材料。

表 13：一级行业估值(PE、PB、PS)及对应分位数

	PE(TTM,剔除负值)		PB(LF,内地)		PS（TTM）	
	现值	分位数	现值	分位数	现值	分位数
农林牧渔	32.07	73.3%	2.42	12.7%	0.97	8.4%
基础化工	22.43	67.1%	2.18	47.5%	1.80	84.1%

钢铁	20.33	78.8%	0.96	28.9%	0.45	51.0%
有色金属	15.97	13.6%	2.87	61.4%	1.13	64.5%
电子	54.09	86.3%	6.40	96.8%	4.80	97.8%
汽车	22.47	46.1%	2.15	42.2%	0.96	34.0%
家用电器	15.11	27.9%	2.29	9.5%	1.18	42.6%
食品饮料	19.52	3.1%	3.25	1.9%	3.71	1.1%
纺织服饰	19.86	53.0%	1.75	34.4%	1.32	19.9%
轻工制造	22.24	36.0%	1.86	37.7%	1.51	21.3%
医药生物	28.71	41.0%	2.62	16.0%	2.65	38.7%
公用事业	19.72	60.0%	1.55	39.3%	1.77	72.9%
交通运输	14.32	34.6%	1.20	3.1%	0.65	21.3%
房地产	9.77	33.8%	0.83	26.4%	0.68	50.0%
商贸零售	21.14	32.8%	1.64	40.3%	0.66	42.4%
社会服务	30.08	22.1%	2.62	8.4%	2.23	8.4%
银行	7.31	92.7%	0.52	27.2%	2.72	92.1%
非银金融	7.63	0.0%	1.07	8.2%	1.67	31.1%
综合	67.75	93.5%	2.67	80.6%	2.05	66.9%
建筑材料	33.38	96.4%	1.59	33.6%	1.83	77.6%
建筑装饰	10.55	74.5%	0.70	4.1%	0.21	21.9%
电力设备	25.40	24.0%	2.64	43.6%	1.77	26.0%
机械设备	37.45	85.7%	3.26	93.5%	2.96	88.2%
国防军工	50.77	17.8%	3.19	52.4%	3.80	58.7%
计算机	41.19	19.1%	3.60	33.8%	2.87	18.1%
传媒	24.94	37.1%	2.56	54.7%	2.70	38.3%
通信	29.83	48.1%	6.13	96.6%	2.78	97.2%
煤炭	16.57	86.4%	1.51	73.7%	1.85	96.4%
石油石化	12.56	42.6%	1.37	49.9%	0.67	89.8%
环保	18.68	33.6%	1.59	33.0%	2.10	25.0%
美容护理	26.73	12.5%	2.42	2.1%	2.56	31.3%

资料来源：Wind，招商证券

仅供内部参考，请勿外传！

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。