仅供内部参考，请务必阅读

策略

盈利底的结构性确认与 K 型分化

——三段底理论框架下的 K 型分化与市场含义

2026 年 9 月 21 日

策略研究/专题报告

相关报告：

山证策略团队

分析师：

赵晨希

执业登记编码：S0760521090001

邮箱：zhaochenxi@sxzq.com

投资要点：

- **以“政策底—市场底—盈利底”三段底框架为经、K 型分化为纬，对 2024 年“924”政策组合拳以来 A 股的周期定位与结构特征进行系统检验。**方法论层面引入信用周期传导链，将宏观凯恩斯链条（M→r→I→Y）与金融加速器（抵押品—外部融资溢价—信贷）贯通为“宏观—中观—微观”三级分析框架：宏观层定位凯恩斯链条的四个潜在断点，中观层将“利率低位与投资负增长并存”的悖论归因于外部融资溢价（EFP）环节，微观层以 DDM 分母三因子解释三底时滞的形成机制。本轮市场底与政策底基本同步，未出现 2018 年式时滞拉长，其制度成因在于“924”互换便利与回购增持再贷款对资本市场资产负债表的直接修复；2005 年以来六轮三段底周期的历史复盘进一步归纳出三条统计规律，另外以 GDP 破位确认政策底将系统性遗漏三分之二轮次的约束击穿视角，构成周期判断的方法论基础。
- **核心判断：本轮盈利底已于 2026 年一季度在宏观与微观双口径上完成“结构性确认”。**规模以上工业企业利润 2025 年转正（+0.6%）、2026 年一季度同比+15.5%、1—7 月累计同比+17.6%；A 股 2026 年中报非金融石油石化归母净利润合计同比+19.83%。利润增量的分布高度集中——工业口径下电子与原材料两臂拉动总增速九成以上，上市公司口径下前三大行业贡献逾三分之一，修复广度显著不足。总量标准满足而结构标准未全面满足，构成本轮周期与 2009 年全面修复的本质区别。同期，依据约束击穿框架逐项核对六类政策约束，新一轮政策底短期（未来两三个季度）不具备触发条件，但存量“半触发”状态亦足以支撑政策续力而不退出。
- **在盈利底结构性确认的同一机制作用下，K 型分化于四个维度协同展开。盈利端，**增量集中于科技与资源品，电子行业拉动工业利润增速 9.3 个百分点，汽车、黑色金属冶炼等行业仍处深度负增长；**价格端，**PPI 于 2026 年 3 月转正后与低位运行的 CPI 形成约 3 个百分点的剪刀差，“利润向上游

仅供内部参考，请勿外传

集中、下游承压”的新结构自 4 月确立；**信用端，**政府部门加杠杆与企业直接融资扩张、居民信贷持续收缩，金融总量宽松与活化不足并存；**市场端，**指数趋平而结构分化剧烈——年内 31 个申万一级行业仅 11 个上涨、首尾极差 55.8 个百分点，电子行业成交占比处于 2022 年以来 93%分位，科创 50 与上证指数的估值裂口达数倍。四个维度同向变动、互为因果，已形成自我强化的闭环；闭环稳定性较强，其可证伪边界位于居民部门。

- 前瞻分析以预锁定判据构建监测框架，设定 K 型收敛（住户长短贷同步转正、CPI 连续改善、剪刀差收敛、向上臂成交占比自高分位回落）与再分化的双向信号，并对 7 月 PPI、政策定调与落地、央行短端流动性、增长与政策传导、汇率与汇兑损益五个观测变量完成兑现检验：**盈利底确认方向未变，修复斜率可能略有放缓。情景推演给出三条路径——K 型延续（60%）、K 型收敛（25%）、K 型双下（15%），并配套基于事件树的概率动态修正规则。**

- **配置上，选边重于择时，结构性 α 与宏观 β 分开定价：**向上臂（AI 硬件链、资源品、出海制造）以盈利质量与估值纪律作有条件表达，向下臂区分“坏价值”与“可修复价值”，以收敛信号触发期权式修复，组合管理以风险预算替代方向押注，重点排查“行业分散但因子集中”的隐性相关，并以事件树而非叙事驱动再平衡。本轮行情的本质是“结构性反转”而非全面牛市：盈利底确认是行情升级为分子驱动结构性行情的必要条件而非充分条件，指数大概率维持震荡抬升，行业轮动与选边将主导收益分布。

- **本文的边际贡献在于：第一，**将信用周期与金融加速器理论引入三段底框架，精确定位了当前传导链的断路点；**第二，**提出“结构性盈利底”的判定标准，将盈利确认由总量单一标准升级为“总量+结构”双标准；**第三，**构建了 K 型分化的四维监测框架与收敛/再分化的双向判据；**第四，**系统探讨了抵押品池迁移作为断点修复第二条路径的可能性与约束条件。

风险提示：宏观与政策不及预期的风险；向上臂产业景气证伪的风险；价格结构逆转的风险；居民部门信用修复迟缓的风险；估值透支与交易拥挤的风险；外部环境的风险；方法论局限

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、 问题的提出 6

二、 三段底框架的理论基础与当前周期验证 7

1、 三段底理论分析框架 7

1.1 理论基础：从政策到盈利的宏观传导链 7

1.2 理论升级：引入信用周期传导链，完善“宏观—中观—微观”理论框架 8

1.3 细节讨论：三段底新读法与传导链的断路点 10

1.4 传导链的断路点：从 M→r→I→Y 到 DDM 的双向挤压 13

2、 历史复盘：六轮三段底周期，三条统计规律 19

3、 当前位置：盈利底的结构性验证与新一轮政策底触发条件 24

3.1 宏观与微观双口径验证盈利底的结构性检验 24

3.2 政策信号密集落地但新一轮政策底短期不具备触发条件 28

三、 K 型分化的实证、机制与前瞻推演 32

1、 K 型分化：概念判据、四维实证与形成机制 32

1.1 概念界定与判定标准：恢复路径的分叉，而非增长差异 32

1.2 盈利端、价格端、信用端、市场端四维实证 34

1.3 形成机制：四条结构性渠道 43

1.4 与历史结构性行情的区别及跨周期启示 44

2、 观测变量、监测框架与情景推演 45

2.1 监测框架：以事件树替代事后解释 45

2.2 五个观测变量的兑现检验 45

2.3 情景推演：三条路径与概率分布 47

四、 结论与投资含义 48

1、 核心结论 48

2、 市场含义 49

3、 投资建议：选边重于择时，结构性α与宏观β分开定价 50

仅供内部参考，请勿外传

五、 风险提示.....52

图表目录

图 1： 三段底“宏观—中观—微观”逻辑链路及代理指标.....9
图 2： DDM 分母三因子在三段底的动态轮动.....11
图 3： 7 天逆回购利率阶梯下行与利率走廊收窄.....13
图 4： 宏观—中观传导链断路点全景图.....14
图 5： 2005 年以来六轮周期时点分布.....22
图 6： 全 A 归母净利同比与上证指数走势.....22
图 7： 规上工业企业利润和上市公司利润的双重验证.....24
图 8： 2026 年规上工业企业数据.....25
图 9： 2026 年工业生产者出厂价同环比.....25
图 10： 2026 年 1—7 月份规模以上工业企业利润总额同比（分行业，%）.....26
图 11： 全部非金融石油石化 A 股行业 2026H1 归母净利同比及贡献比.....27
图 12： 各轮政策信号触发变量：GDP 并非唯一击穿口.....30
图 13： 六轮政策底的触发条件矩阵.....31
图 14： 下一轮政策底的触发条件核对.....32
图 15： 三段式轨迹：恢复路径的分叉，而非增长差异.....33
图 16： 四维观测：分化成立的时点存在先后，协同全部成立自 2026 年 4 月起.....34
图 17： 非金融石油石化行业 2026H1 相对 2025H1 归母净利增量（亿元）.....35
图 18： PPI 高位上行，CPI 温和回升.....36
图 19： PPI 环比由降转涨，上游价格动能修复.....36
图 20： PPI-CPI 剪刀差翻转，上游集中成为新结构.....37

仅供内部参考，请勿外传

图 21： 存量增速企稳，单月增量转为同比多增.....39
图 22： 总量宽松，M2-M1 剪刀差提示活性不足.....39
图 23： 信用 K 型：企业部门扩张，住户部门收缩.....40
图 24： 政府加杠杆与直接融资领跑，内生信贷偏弱.....40
图 25： 2026 年初至 2026 年 9 月 1 日申万一级行业指数涨跌幅（%）.....41
图 26： 电子周成交额占比（%）.....42
图 27： 三大指数 PE-TTM：科创板估值极化.....42

表 1： “政策底—市场底—盈利底”三段论定义及特征.....7
表 2： DDM 模型分母三因子.....10
表 3： 六轮三段底四维定性分析.....11
表 4： 2005 年以来 A 股共经历六轮较为完整的三段底周期.....20
表 5： 本轮与历史可比阶段的四维定性对比.....23
表 6： 2026 年 6 月以来政策信号密集落地.....28
表 7： 本轮 K 型与历史结构性行情的对照.....44
表 8： 五个观测变量的兑现检验.....46
表 9： K 型分化的三条演化路径.....48

仅供内部参考，请勿外传

一、问题的提出

2024 年 9 月 24 日，央行、金融监管总局、证监会联合推出“924”政策组合拳：降准 0.5 个百分点、降息 20 个基点、降低存量房贷利率、下调二套房首付比例，并首次创设证券基金保险互换便利（5000 亿元）与股票回购增持再贷款（3000 亿元）。此后，2024 年 11 月 8 日全国人大常委会批准 10 万亿化债方案。政策底由此确立。

截至 2026 年 9 月 1 日，上证综指收于 3,979.89 点，较 2024 年 9 月 13 日低点 2,704.09 上涨 47.18%，较 2024 年 2 月 5 日低点 2,702.19 上涨 47.28%；东方财富全 A 收于 6,553.21 点，较 2024 年 9 月 13 日低点 4,091.48 上涨 60.17%，较 2024 年 2 月 5 日低点 3,972.22 上涨 64.98%。A 股自“924”政策底以来累计涨幅显著，市场底在政策底区间内同步抬升。

从“924”政策底到 2026 年 8 月的约 23 个月里，市场经历了三个阶段：第一阶段（2024 年 9—10 月）为政策驱动的估值修复，无风险利率下行与 ERP 回落推动指数快速反弹；第二阶段（2024 年 11 月—2025 年）为震荡整固，市场对盈利修复斜率与化债效果进行验证；第三阶段（2026 年至今）为分子驱动阶段，一季度规模以上工业企业利润总额同比增长 15.5%，在数据层面确认盈利底，中报业绩进一步验证，指数重心缓慢抬升。与此同时，指数与个股背离加剧：少数行业，例如半导体、有色、AI 硬件等，贡献指数主要涨幅，而消费、地产链及大量中小市值个股表现疲弱。全 A 中位数涨跌幅与指数涨幅的背离、约七成个股跑输指数的现象，是 K 型分化在市场端的直接映射。进入三季度，GDP 同环比双降，同比 4.3%低于预期值，环比 0.9%，经济或已进入新一轮探底，市场关注的焦点正从“上一轮盈利底的确认”向“新一轮政策探底的力度与效果”切换。

从政策节奏看，“924”政策底的形成方式与以往周期存在一个重要差异：以往周期多为单一重磅政策事件触发，“924”政策底则是“金融组合拳先行、财政化债跟进”的两步走结构：“924”组合拳在单日内集中落地六项金融政策，六周后人大常委会即批准 10 万亿化债方案，政策密度与部门协同度均处于历史前列。这种组合式、高密度的政策供给，是市场底得以与政策底基本同步、未出现深度二次探底的制度基础。

当前市场面临的三个核心问题是：

1. 上一轮盈利底是否已在 2026 年一季度确认完毕？工业企业利润、A 股中报业绩与金融数据能否支撑“盈利底确认完毕”的判定，其确认时点应如何界定？
2. 当前是否进入新一轮政策探底过程？二季度 GDP 同环比双降、同比不及预期，7 月

仅供内部参考，请勿外传

13 日座谈会与 7 月 30 日政治局会议的政策信号，是否构成新一轮“政策底”的形成起点？

3. 新一轮政策探底背景下，下半年市场的主要驱动与风险是什么？盈利底确认后市场从“盈利确认驱动”切换到“政策预期驱动”的含义是什么？

二、三段底框架的理论基础与当前周期验证

1、三段底理论分析框架

1.1 理论基础：从政策到盈利的宏观传导链

“政策底—市场底—盈利底”三段论是由荀玉根团队（海通证券，2018 年 10 月）在系统梳理 2005 年以来 A 股历轮周期底部特征的基础上提出的分析框架。

表 1：“政策底—市场底—盈利底”三段论定义及特征

阶段	性质	定义	核心特征
政策底	外生宏观层	政府集中出台货币宽松、财政扩张、资本市场制度改革等逆周期调节政策的时期	政策信号密集释放：降准降息、地方政府债务化解方案、房地产市场松绑、汇金或国有投资平台增持、IPO 节奏调整、高层会议定调转向等
市场底	内生交易层	股票指数在持续下跌后形成的阶段性低点，是市场自身力量出清的结果	估值处于历史极端低位、成交量极度萎缩、产业资本开始增持、市场情绪极度悲观后出现抛压衰竭
盈利底	基本面层	上市公司整体盈利增速或宏观经济景气指标结束下行趋势、出现拐点向上的时刻	全 A 归母净利润累计同比、PPI 同比、工业增加值同比拐点向上

资料来源：理论整理（主要参考海通策略荀玉根团队），新浪财经，山西证券研究所

根据海通策略荀玉根团队观点，三段依次出现的宏观逻辑可概括为：**流动性周期领先于经济增长周期，经济增长周期领先于通胀周期；映射至股市，即政策底（流动性拐点）→市场底（情绪与估值拐点）→盈利底（基本面拐点）依次出现。**其理论内核可追溯至凯恩斯主义逆周期调控思想：

- 货币宽松降低利率（M→r）；
- 利率下行改善资本边际效率与投资成本（r→I）；
- 投资通过乘数效应带动总需求与产出（I→Y）；
- 最终反映在企业盈利与就业上。

仅供内部参考，请勿外传

需要强调的是，M→r→I→Y 的传导并非瞬时完成：货币政策从利率下行到企业投资决策与订单的改善，通常存在 2—4 个季度的时滞，这决定了盈利底必然晚于政策底出现；而股票市场定价的是预期，投资者在传导链尚未走完时即开始计入未来的盈利修复，这决定了市场底必然早于盈利底。三段底的顺序，本质上是“预期定价先行、实体传导滞后”这一时间差在市场结构上的投影。

映射到股票市场：

- 政策底对应传导链起点，无风险利率率先下行；
- 市场底对应预期转折，风险偏好与流动性溢价修复；
- 盈利底对应传导链终点，企业现金流与利润趋势性回升。

1.2 理论升级：引入信用周期传导链，完善“宏观—中观—微观”理论框架

我们在理解原理论框架的基础上引入信用周期传导，进一步完善三段底理论从宏观政策到微观定价背后的传导链条，进而更好地定位传导断点、校准政策判断、解释市场特征。展开来讲，引入信用周期的必要性体现在经济、政策、市场三个层面：

1. **定位传导断点。**当前宏观层呈现“利率低位与投资负增长并存”的悖论：8 月新发放企业贷款利率略低于 3%处于历史低位，但 1—8 月固定资产投资同比下降 7.2%、房地产开发投资下降 19.9%。仅凭宏观层（M→r→I→Y）无法打开这一黑箱——只知链条中断，不知断在何处、为何而断。引入信用周期后，断点被精确定位于 r 与 I 之间的外部融资溢价（EFP）环节：K 型分化的向下臂中，地产下行压缩抵押品价值，商业银行净息差于 2026 年一季度降至 1.40%的历史低点、二季度回升 0.01 个百分点至 1.41%（2022 年以来首次环比回升），但绝对水平仍处历史低位、风险预算持续受挤压，EFP 高企使低利率无法转化为可得信用；向上臂中，AI/电子景气改善企业净值与抵押品，EFP 回落，信贷沿景气链投放，企事业单位贷款前 8 个月增加 11.26 万亿元、住户贷款净减少 1.03 万亿元，高技术产业投资上半年增长 4.6%。同一利率环境下两部门方向相反——K 型分化正是信用按抵押品价值分流的投影。
2. **校准政策判断。**若仅看宏观层，政策结论会停留在“继续降息”，但利率已处历史低位，压低 r 治不了 EFP 高企的病。信用周期视角给出的答案是以财政扩张直接创造需求（G↑），绕过银行风险偏好与企业投资意愿两道闸门。2026 年 8 月 21 日落地的促内需举措——贷款贴息（中小微企业、服务业经营主体）经办机构由约 100 家扩至约

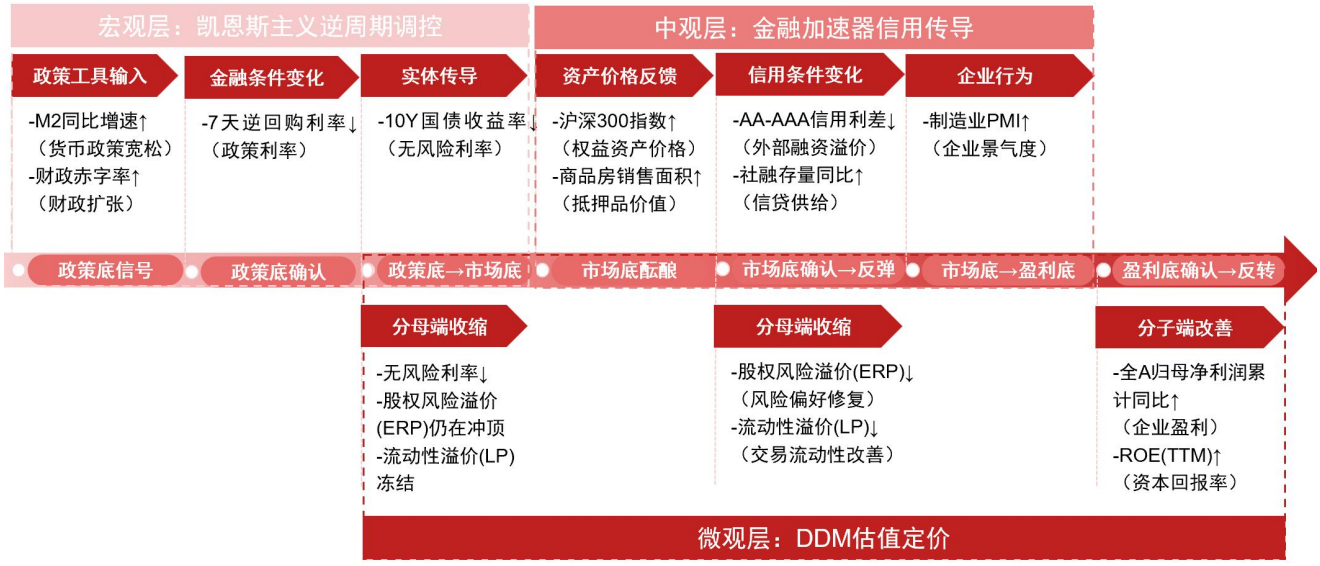
仅供内部参考，请勿外传

400 家、清理拖欠企业账款、下半年 2 万多亿元专项债与超长期特别国债待发——全部属于信用修复型工具而非利率型工具；9 月上旬，工商银行等 8 家中央金融企业补充核心一级资本合计 3600 亿元（财政部发行特别国债 3000 亿元予以支持），信用修复型工具进一步延伸至金融机构资本金补充层面，政策实践本身即在持续验证中观层判断。

3. **解释市场特征。**“924”市场底与政策底基本同步、未出现 2018 年式的时滞拉长，直接原因是“924”互换便利与回购增持再贷款直接修复资本市场资产负债表、当场压缩 EFP，仅凭宏观层无法区分 2024 年与 2018 年的差异。“结构性反转而非全面牛市”的核心判断，同样推导自信用仅流入向上臂、向下臂的信用基础（住户贷款、社零）尚未修复，后文观测框架将“住户贷款转正+社零回升”设为向下臂修复的触发信号，其本质是信用周期指标，较盯住 GDP 或利润的信号可提前 1—2 个季度。

综合凯恩斯主义、金融加速器与 DDM 三套理论，三段底可视为“宏观—中观—微观”三级链条在中国市场制度特征下的可观测投影。三个层级按“宏观政策（政策底）→信用与融资条件改善（由市场底触发、在盈利底前完成）→企业盈利确认（盈利底）”的节奏依次兑现。中观层的信用周期是介于货币宽松与盈利回升之间的传导桥梁。

图 1：三段底“宏观—中观—微观”逻辑链路及代理指标



资料来源：理论整理（主要参考海通策略荀玉根团队、凯恩斯《就业、利息和货币通论》(1936)、伯南克与格特勒（1989）《代理成本、净值与经济波动》、BGG（1996）《金融加速器与质量偏好转移》、BGG（1999）

仅供内部参考，请勿外传

《量化商业周期框架下的金融加速器》），Choice，山西证券研究所

股价能够先于盈利见底，其微观机制可由伯南克等人提出的金融加速器理论解释：企业外部融资溢价与其资产负债表质量负相关。经济下行期，资产价格下跌→企业净值缩水→抵押品价值下降→外部融资溢价上升→信贷收缩→投资进一步下滑，形成负反馈。反之，当政策扭转资产价格预期时，企业净值企稳、融资溢价回落，信用渠道重新打通，加速器反向运行。因此，股价作为资产价格率先企稳，并通过修复资产负债表为后续盈利修复创造条件。金融加速器给出的可检验时滞是：市场底（资产价格企稳）触发 EFP 从高位回落、信贷脉冲由负转正，二者拐点时点接近；而盈利底滞后信贷脉冲约 2—3 个季度。

1.3 细节讨论：三段底新读法与传导链的断路点

1.3.1 DDM 分母因子与时滞差异的微观拆解

将股利贴现模型（DDM）分母端拆解为三因子，是理解三段底时滞差异的关键之一：

r = 无风险利率（rf）+股权风险溢价（ERP）+流动性溢价（LP）

注：此处 ERP 指除流动性风险外的系统性风险溢价（市场、规模、价值等），LP 为流动性风险溢价，二者合成为广义 ERP。

表 2：DDM 模型分母三因子

因子	驱动来源	在三段底中的角色
无风险利率	央行货币政策	政策底先动，宽松一出分母即收缩
ERP	风险偏好、预期	市场底关键，ERP 见顶回落标志抛压衰竭
LP	银行风险偏好、交易流动性	介于政策底与市场底之间，为市场底不破政策底提供安全垫

资料来源：理论整理（主要参考 Amihud(2002)、Pastor&Stambaugh(2003)、Acharya&Pedersen(2005)、Brunnermeier&Pedersen(2009)、Damodaran 权益成本讲义），山西证券研究所

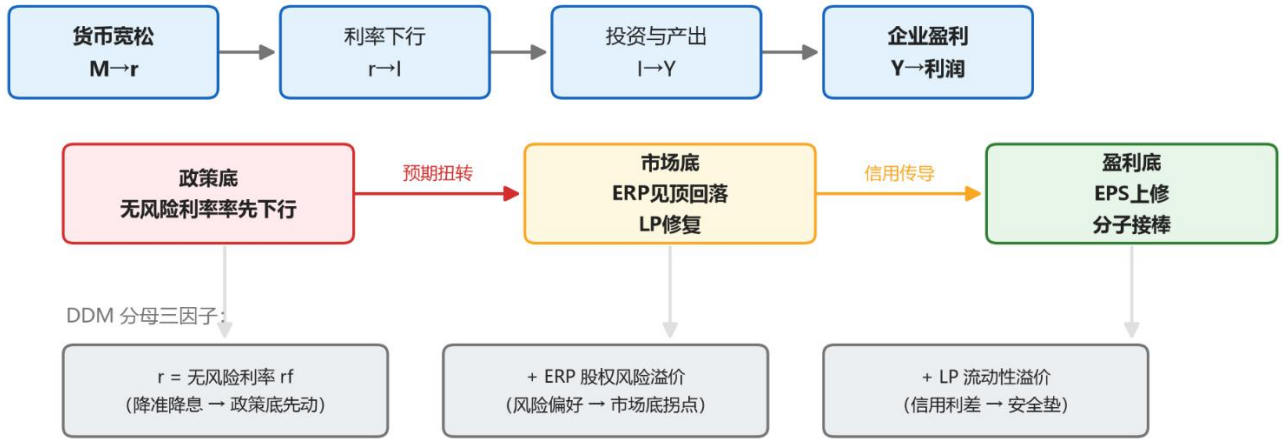
2018 年与 2008 年政策底后市场底时滞不同，关键差异即在于 LP：2018 年民企违约潮与股权质押风险使 LP 维持高位，市场底滞后约 3 个月；2008 年四万亿直接修复资产负债表，LP 快速回落，市场底仅滞后约 1.5 个月。2024 年“924”政策底后，LP 的修复同样较快：互换便利与回购增持再贷款为资本市场提供央行流动性支持，信用利差收窄、交易层流动性改善，使市场底基本与政策底同步，未出现 2018 年式的时滞拉长。

三因子在三段底上的动态轮动可概括为：政策底阶段无风险利率率先下行；政策底到市场

仅供内部参考，请勿外传

底之间 LP 从“枯竭”转向“修复”，信用利差收窄、交易流动性改善；市场底阶段 ERP 见顶回落，风险偏好拐头；盈利底前夜 LP 进一步收敛、分子端 EPS 开始上修，DDM 驱动从分母切换到分子。

图 2：DDM 分母三因子在三段底的动态轮动



资料来源：理论整理（主要参考海通策略荀玉根团队、凯恩斯《就业、利息和货币通论》(1936)、Amihud(2002)、Pastor&Stambaugh(2003)、Acharya&Pedersen(2005)、Brunnermeier&Pedersen(2009)、Damodaran 权益成本讲义），山西证券研究所

1.3.2 三段底时点间隔与高低关系的决定因素与适用边界

历史复盘显示，三底的顺序高度一致且时滞弹性较大，但存在反例：

- 顺序并非绝对刚性，2012 年盈利底早于市场底约 3 个月；
- 政策底区间可能被拉长，2022 年以来政策底区间从 2022 年 3 月延伸至 2023 年 7 月；
- 市场底是否跌破政策底取决于政策力度、估值起点与信用修复速度的综合作用。

三段底时点间隔与高低关系由政策力度、基本面下滑幅度、估值起点、外部冲击四大因素共同决定，任何单一变量都无法独立解释市场底的位置与时滞。

表 3：六轮三段底四维定性分析

轮次	政策力度	基本面下滑幅度	估值起点	外部冲击	观测结果
2005	中（制度变革）	中	低	无	三段完整、顺序标准
2008	强（四万亿+财政直接注入）	大	中	大（全球危机）	市场底被抬高、三段紧凑、V 型反转
2012	温和（仅托底）	大（地产未松动）	中	中	市场底跌破政策底、盈利底反超（唯一反例）

仅供内部参考，请勿外传

轮次	政策力度	基本面下滑幅度	估值起点	外部冲击	观测结果
2015	温和	中	极低（三轮大跌压缩）	中	市场底未破政策底
2018	中上	中	中	大（贸易摩擦+信用事件）	ERP/LP 维持高位、时滞拉长至约 3 个月
2022	中（结构性工具）	大（地产深度调整）	低	大且持续（疫情+美联储紧缩）	政策底区间系统性拉长至 17 个月

资料来源：中国证监会，中国财政部，中国人民银行，人民网，Choice，山西证券研究所

三段论在 A 股更清晰，原因在于中国市场的三个制度特征。（1）政策市特征强：中国逆周期调控的“相机抉择”属性更重，货币+财政+资本市场“三件套”的出台节奏集中、可辨识，政策底的信号边界清晰；**（2）个人投资者结构：**A 股一般个人投资者持股占比约三成，但贡献约七成交易量，交易主导权长期掌握在个人投资者手中，情绪对 ERP 的扰动更大，导致政策底到市场底之间的情绪二次探底更剧烈、更易观测为一个独立底部；**（3）信贷窗口：**国企考核与信贷窗口指导使信用传导路径更短，M→I→Y 的时滞在 A 股更整齐，三段底的可复盘性更强。这些特征放大了无风险利率、ERP 与 LP 的波动幅度，使三阶段的切换在 A 股更易识别，但也正因为政策与市场情绪的高波动，三底时滞的弹性更大，单一时间规律不可靠。

1.3.3 政策底的三维观测：利率框架改革后的读法升级

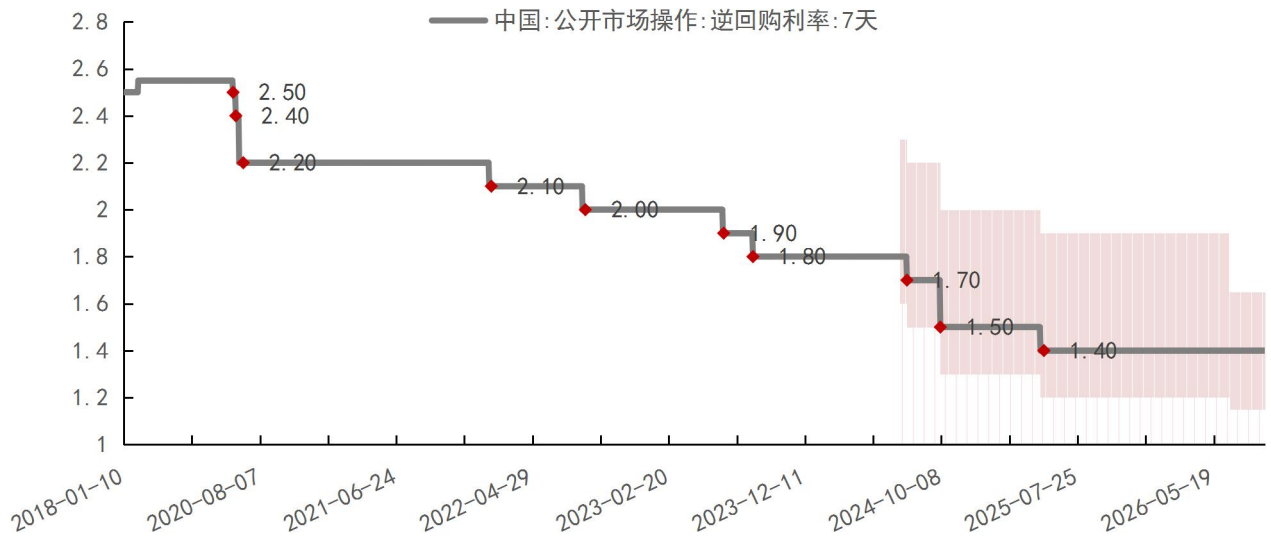
政策底的确认需要“财政态度—货币结果—价格信号”三个维度的交叉验证，三者构成一条上下游因果链：财政赤字率与 M2（态度宣告与货币派生的结果）→7 天逆回购利率（OMO，价锚落地）→10 年期国债收益率（无风险利率标定）→股票估值。

1. **财政端：**2026 年赤字率按 4%左右安排（连续第二年），赤字规模 5.89 万亿元，新增政府债务总规模 11.89 万亿元创历史新高，一般公共预算支出首次达 30 万亿元；超长期特别国债 1.3 万亿元（其中 8000 亿元用于“两重”建设、2000 亿元支持设备更新、2500 亿元支持消费品以旧换新），地方政府专项债 4.4 万亿元，新型政策性金融工具 8000 亿元，另设 1000 亿元财政金融协同促内需专项资金。赤字率突破 3%且连续维持 4%，属于“更加积极”取向的明确量化确认。
2. **货币端：**2024 年 7 月起，7 天逆回购利率成为主要政策利率，MLF 退出政策利率属性。2018 年以来政策利率从 2.55%经 10 次下调至 1.40%（2024 年 9 月由 1.70%降至 1.50%，为近四年最大单次降幅；2025 年 5 月降至 1.40%后维持至今），同期配合 2025 年 5 月降准 0.5 个百分点。2025 年全年公开市场操作累计净投放 6 万亿元，其中买断式逆回购净投放 3.8 万亿元、净买入国债 1200 亿元。

仅供内部参考，请勿外传

3. **利率走廊的框架迭代：**2026 年 6 月 17 日陆家嘴论坛宣布，临时隔夜正/逆回购操作利率调整为 7 天逆回购利率±25 个基点，走廊宽度由 70 个基点收窄至 50 个基点（对应区间 1.15%—1.65%），并增加隔夜逆回购操作品种、创设境外央行回购工具。

图 3：7 天逆回购利率阶梯下行与利率走廊收窄



资料来源：Choice，山西证券研究所

这对“政策底确认”的含义是：2024 年之前观察 OMO 利率下调次数即可；2024 年改革后 OMO 转为低频变动的“中枢锚”，政策底成色的观测须升级为三个维度——OMO 中枢（不动即支持性取向未变，再下调方为新一轮强信号）、走廊宽度与资金利率相对位置（2026 年上半年 DR001 均值 1.31%、6 月末超储率 1.3%，资金利率贴近政策利率下沿运行，属于“充裕但防空转”状态）、广义 OMO 量端结构（买断式逆回购与国债买卖已成流动性投放的主要载体）。利率走廊收窄不是降息，而是短端管控精度提升的政策态度精细化信号。仅关注“利率数值不动”会误判为“政策没有动作”，这正是 2024 年政策底确认方式与 2018—2024 年历轮的重要区别。

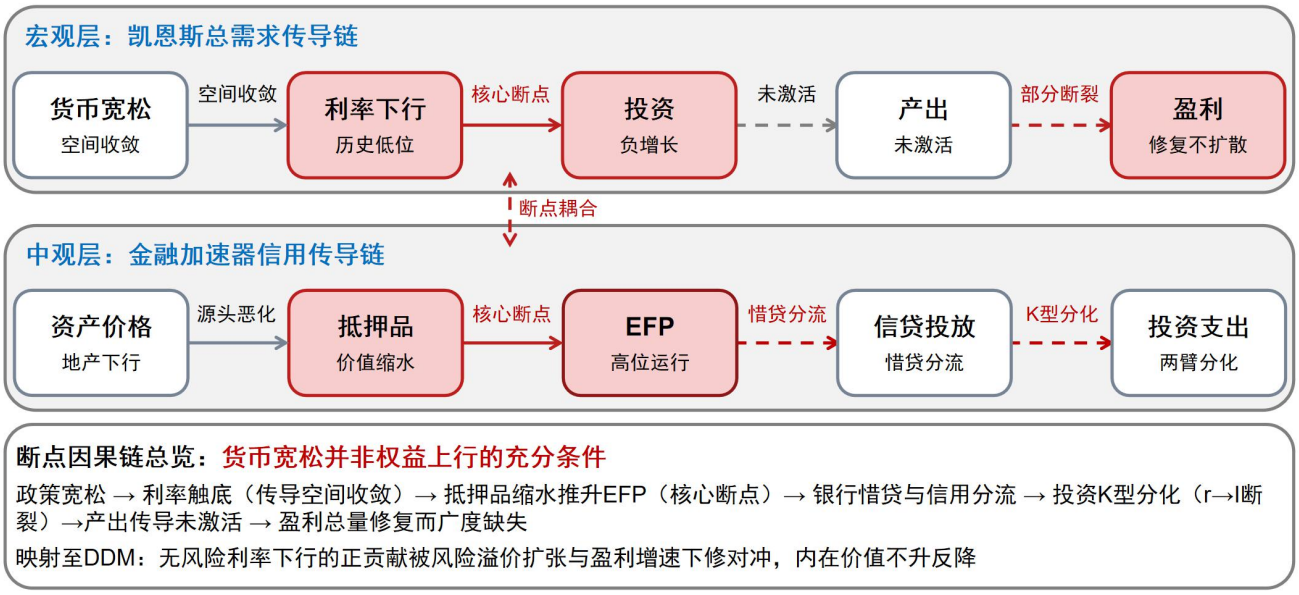
1.4 传导链的断路点：从 M→r→I→Y 到 DDM 的双向挤压

从宏观与中观两层传导链的耦合结构出发探讨传导链断路点：宏观层（凯恩斯主义总需求传导）刻画货币政策经由利率向实体经济支出的传导路径；中观层（金融加速器信用传导）刻画信用条件经由企业资产负债表向投资行为的传导路径。二者经由“利率—信用可得性”接口

仅供内部参考，请勿外传

耦合：宏观层的利率下行须经中观层的信贷渠道方能转化为投资支出。断点的判定标准，在于传导机制的边际效应是否足以实现名义变量向实际变量的有效转化。

图 4：宏观—中观传导链断路点全景图



资料来源：理论整理（主要参考凯恩斯《就业、利息和货币通论》(1936)、伯南克与格特勒（1989）《代理成本、净值与经济波动》、BGG（1996）《金融加速器与质量偏好转移》、BGG（1999）《量化商业周期框架下的金融加速器》），山西证券研究所

当下的核心矛盾并非政策利率水平本身，而是利率向实体信用转化的环节出现阻塞。政策宽松→利率触底（传导空间收敛）→抵押品价值缩水使 EFP 维持高位（中观层环节 2 断裂）→银行惜贷与信用分流（中观层环节 3）→投资两臂分化（宏观层环节 2 断裂）→产出传导未激活（宏观层环节 3）→盈利总量修复而广度缺失（宏观层环节 4 部分断裂）。映射至 DDM：无风险利率下行的正贡献被 ERP 扩张与分子端盈利增速下修对冲，内在价值不升反降——货币宽松并非权益上行的充分条件。

对策略与观测的含义而言，（1）观测重心由利率转向信用：EFP（AA-AAA 利差）、信贷脉冲、住户贷款、民间投资为断点修复的先行信号，领先 GDP 与利润数据约 1—2 个季度。抵押品维度上，房价与销售（旧池企稳）及科技信贷、知识产权质押的受众扩展（新池下沉）为对应的先行信号。（2）断点修复存在顺序依赖：抵押品价值（地产）→EFP→信贷→投资→盈利扩散，任一环节未修复，下游传导均将相应衰减。（3）断点未修复前，全面牛市缺乏分子端

仅供内部参考，请勿外传

基础，市场维持结构性上行格局。

1.4.1 宏观层凯恩斯传导链的四个潜在断点

（1） M→r：货币宽松向利率的传导——边际效用递减，传导空间收敛

- **传导机制：**央行经由降准降息、公开市场操作与结构性货币政策工具调节银行体系流动性，进而影响资金利率与市场利率。
- **断路条件：**①流动性陷阱——名义利率接近有效下限后，货币需求的利率弹性趋于无穷，利率难以下行；②资金淤积——流动性滞留于银行间市场空转，未进入实体信贷市场。
- **当下实证状态：**7 天逆回购利率 1.40%处历史低位（2025 年 5 月以来维持不变），OMO 已转化为低频变动的政策中枢锚；DR001 均值 1.31%、6 月末超储率 1.3%，资金面呈“充裕但防空转”格局；利率走廊宽度由 70bp 收窄至 50bp（对应区间 1.15%—1.65%）。量端工具（买断式逆回购、国债买卖）已取代价端工具成为流动性投放的主要载体。
- **判断：**该环节并未断裂，但利率下行的政策空间与边际效用均已收敛。继续降息更多具有信号功能而非实质意义——利率并非当前实体融资约束的瓶颈，政策重心须转向信用可得性环节。
- **观测指标：**OMO 是否再度下调（新一轮强信号）、资金利率与政策利率的偏离度、超额准备金率。

（2） r→I：利率向投资的传导——核心断裂（利率低位与投资负增长并存）

- **传导机制：**凯恩斯框架下，投资由资本边际效率（MEC）与利率的对比关系决定；金融加速器框架下，投资同时受外部融资溢价（EFP）约束。利率下行须同时满足“投资回报率高于融资成本”与“信用可得性充分”两个条件方能刺激投资。
- **断路条件（四因素叠加）：**①投资利率弹性不足——利率并非投资决策的主导变量，需求与盈利预期方为主导；②预期悲观——MEC 下行，投资回报预期不足以覆盖风险；③银行惜贷（信贷供给端）——净息差压缩侵蚀风险预算，银行风险承担意愿下降；④抵押品价值缩水（信贷需求端）——企业资产负债表恶化，金融加速器反向运行，融资能力与融资意愿同时受限。
- **当下实证状态：**企业贷款利率约 3.0%处历史低位，但 1—8 月固定资产投资同比-7.2%、房地产开发投资-19.9%，跌幅较上半年进一步扩大——利率与投资的方向背离表明利率弹性传导失效，且断层仍在加深。

仅供内部参考，请勿外传

- **断点定位：**该断点并非孤立存在于宏观层，而精确落于利率与投资之间的 EFP 环节，即中观层“抵押品→EFP→信贷”链条。
- **政策含义：**压低利率无法修复该断点，须以财政扩张直接创造有效需求（G↑），绕过银行风险承担与企业投资意愿两个约束环节，并修复抵押品价值（地产收储、价格预期企稳）。8 月 21 日促内需政策组合——贷款贴息（中小微企业、服务业经营主体）经办机构由约 100 家扩至约 400 家、清理拖欠企业账款、下半年 2 万多亿元专项债与超长期特别国债待发，以及 9 月上旬 8 家中央金融企业 3600 亿元核心一级资本补充——均为信用修复型工具而非利率型工具，政策实践印证了这一判断。
- **观测指标：**EFP 回落（AA-AAA 信用利差收窄）、信贷脉冲由负转正、住户贷款转正、社会消费品零售回升——上述指标领先 GDP 与利润数据约 1—2 个季度。

（3） I→Y：投资向产出的传导——尚未激活（下游环节的从属断点）

- **传导机制：**投资经乘数效应带动总需求与产出，乘数大小取决于边际消费倾向、税率与进口倾向；政府投资与私人投资之间存在挤出与挤入两种可能方向。
- **断路条件：**①投资未启动则乘数效应无从作用；②政府投资占比上升可能挤占私人投资；③居民边际消费倾向偏低则乘数衰减。
- **当下实证状态：**投资总量负增长，该环节尚无传导对象，其阻塞为宏观层环节 2 断裂的下游表现而非独立断点；政府投资侧同样偏弱（基建投资 1—8 月-4.0%，较上半年降幅进一步扩大），下半年 2 万多亿元专项债与超长期特别国债待发构成财政投资的发力窗口。
- **观测指标：**基建投资增速能否转正；民间投资是否企稳——民间投资为乘数质量的核心信号，若仅政府投资回暖而民间投资未随之改善，则表明乘数传导仍受约束。

（4） Y→E：产出向盈利的传导——部分断裂（总量修复而广度缺失）

- **传导机制：**产出增长向企业盈利的转化取决于价格—成本结构（PPI-CPI 剪刀差）、产能利用率与行业景气分布。
- **断路条件：**①价格低迷挤压利润空间、成本刚性、需求结构失衡；②结构性分化使总量指标掩盖行业间盈利分布的失衡。
- **当下实证状态：**利润总量已确认修复（1—7 月规上工业企业利润+17.6%、上半年+18.7%、一季度+15.5%，盈利底于 2026 年一季度数据层面确认），但修复高度集中——电子（同比增长 1.1 倍）与原材料（+55.2%）两大行业合计拉动利润增速 16.4 个百分点、占总

仅供内部参考，请勿外传

增速九成以上；A 股中报盈利亦集中于 K 型分化向上臂头部公司。价格结构上，8 月 PPI 同比+3.8%（上游高位）与 CPI 同比+0.8%（终端低位）并存，利润向上游集中、下游承压。

- **判断：**该环节呈总量修复而广度缺失的部分断裂状态，盈利修复尚未扩散至全行业，构成“结构性盈利底”而非全面复苏的判定依据。
- **观测指标：**PPI 环比能否转正（已兑现：2026 年 8 月环比+0.4%由降转涨）、头部两行业之外的利润增速（利润广度）、社会消费品零售。

1.4.2 中观层金融加速器信用传导链四个环节传导宏观层断路发生

（1） 资产价格→抵押品价值：K 型分化向下臂持续恶化（断点的源头约束）

- **传导机制：**资产价格决定企业可抵押资产净值，构成信用可得性的资产负债表基础。抵押品价值与外部融资溢价负相关，为金融加速器运行的前提变量。
- **当下实证状态：**地产为最大抵押品池，上半年新建商品房销售面积-11.6%、销售额-13.6%、房屋新开工-23.4%，地产投资 1—8 月-19.9%；抵押品价值持续收缩，金融加速器处于负反馈区间。
- **判断：**抵押品价值不企稳，EFP 难以整体回落——为中观层环节 2 断点的上游根源，亦为“修复抵押品价值”政策路径的指向所在。

（2） 抵押品价值→EFP：核心断点（同一利率环境下两部门反向运行）

- **传导机制：**企业净值改善→外部融资溢价（EFP）下降→信贷可得性上升→投资扩张→进一步改善净值，形成正向加速；反之，净值恶化→EFP 上升→信贷收缩→投资下滑→净值进一步恶化，形成负反馈螺旋。EFP 为信贷市场摩擦的内生价格，随企业净值反周期波动。
- **当下实证状态：**两部门方向相反——向下臂（地产链、消费）抵押品缩水使 EFP 维持高位，低利率无法转化为信用可得性；向上臂（AI/电子链）景气改善提升企业净值，EFP 回落，信贷沿景气链投放。
- **判断：**断点的本质在于抵押品价值不足以支撑信用扩张，而非利率水平不够低；K 型分化即 EFP 按抵押品价值分流在信用端的投影。

（3） EFP→信贷投放：银行惜贷与信用分流（断点的银行端表现）

- **传导机制：**银行风险承担意愿决定 EFP 向信贷投放的转化效率（风险承担渠道）；净息差与资本约束决定其信贷供给能力。

仅供内部参考，请勿外传

- **当下实证状态：**信用总量宽松——7 月社融存量同比+7.4%，单月增量时隔 4 个月恢复同比多增，8 月社融存量同比+7.2%，单月增量恢复同比少增；但结构显著分化——企事业单位贷款前 8 个月增长 11.26 万亿元，其中中长期增长 5.64 万亿元，住户贷款净减少 1.03 万亿元，短期减少 1.05 万亿元、中长期仅增加 188 亿元。信用沿政策链与景气链配置，居民部门与中小实体信贷可得性不足。
- **判断：**信贷的结构分布较总量水平更具信息含量——总量宽松之下向下臂缺乏信用基础，解释了宽松政策下向下臂融资条件未获改善的悖论。

（4） 信贷投放→投资支出：两臂分化（信用分流的最终表现）

- **传导机制：**信贷投放结构决定行业资本开支能力与景气先后顺序。
- **当下实证状态：**向上臂资本开支扩张（高技术产业投资 1—8 月增长 5.2%、信息传输业投资 1—7 月增加 25.6%），向下臂投资持续收缩（1—8 月房地产开发投资-19.9%、民间投资-10.1%，扣除房地产开发的民间投资-6.4%）。
- **判断：**信用分流的终点为投资与盈利的结构性分化，中观断点最终投射为利润、价格、信用、市场四维的 K 型实证。

1.4.3 断点修复的第二条路径探讨：抵押品池的迁移

地产为最大抵押品池的论断有三重数据锚定：（1）居民部门资产端，住房资产占城镇居民家庭总资产的 59.1%（实物资产中住房占 74.2%），高于美国 28.5 个百分点；**（2）居民部门负债端，**住房贷款占有负债家庭总负债的 75.9%，居民信用几乎全部以房产为抵押生成；**（3）银行信贷端，**2025 年末人民币房地产贷款余额 51.95 万亿元、占各项贷款余额的 19.1%，且未包含以不动产为抵押的经营性贷款与城投平台融资，实际覆盖面更大。住房的主导地位除规模外更源于抵押品属性优势：估值体系成熟、法律确权清晰、折价率低、市场深度大。在 Kiyotaki&Moore（1997）的信用周期框架中，可抵押资产的存量界定信用总量的上限，其价值波动经“抵押品价值—信贷约束”渠道放大为总量波动；应用于制度变迁的自然推论是——扩大合格抵押品范围、培育新质押资产，可在旧池收缩时于边际上放松总量约束，但必然同步改变信用的部门截面。

从当下的情形来看，迁移已沿三个方向启动。（1）主权信用池：国债与央行票据成为流动性投放的主要载体（2025 年买断式逆回购净投放 3.8 万亿元、净买入国债 1200 亿元），政府债券在银行间市场事实上取代土地成为顶格抵押品；**（2）资本市场池：**证券基金保险互换便利以“以券换券”方式，将债券、股票 ETF、沪深 300 成分股等资产纳入央行合格抵押品框架、换

仅供内部参考，请勿外传

入国债与央票等高等级流动性资产（首期 5000 亿元，截至 2025 年 1 月两次操作合计 1050 亿元，质押品范围已扩至限售股、港股通股票），股权类资产首次获得央行背书的抵押品地位；**（3）科技与数据资产池：**2025 年末科技型中小企业贷款余额同比增长 19.8%、绿色贷款增长 20.2%（同期房地产贷款下降 1.6%），2025 年知识产权质押贷款发放 2979 亿元（较 2023 年增长 56%），数据资产入表制度自 2024 年起施行。迁移方向与信用分流截面高度重合——新池分布于政府信用链与 AI/电子景气链，旧池对应的地产链与消费部门不在其列。

迁移与旧池修复是断点松动的两条并行路径而非互替关系，当前存在三个不对称：（1）规模不对称——新池增量（互换便利千亿元级、2025 年末科技型中小企业贷款余额 3.63 万亿元）尚不足以对冲旧池存量收缩（房地产贷款 51.95 万亿元、单年净减 9636 亿元）；**（2）覆盖不对称**——迁移本身即 K 型分化的抵押品侧投影，向上臂率先获得新抵押品基础，向下臂的抵押品缺口未获补充，此为中观层环节 2 两部门 EFP 分化的深层来源；**（3）速度不对称**——法律确权、会计计量、银行风控模型与市场深度建设均属慢变量，抵押品范式的完整迁移需以年计。

对断点分析的含义：中观层约束的解除，短期取决于旧池企稳（房价与销售），中长期取决于新池扩容能否下沉至向下臂部门（科技信贷与知识产权质押的受众扩展）；若新池扩张持续快于旧池修复，K 型分化将由周期现象固化为结构稳态——此为“盈利底结构性确认”的抵押品维度含义，亦为新一轮政策探底须以向下臂定向修复为边际增量、促内需政策须以财政贴息补位居民抵押品不足的中观根源。

2、历史复盘：六轮三段底周期，三条统计规律

2005 年以来 A 股共经历六轮较为完整的三段底周期。从政策工具看，六轮周期可分为三类：（1）2008 年与 2009 年是财政直接投资拉动型，政策直接创造企业订单与利润；（2）2012 年是货币宽松但财政与地产未松动的“托底型”，信用传导受阻；（3）2015—2016 年、2018—2019 年、2022 年以后则是“结构性政策+资本市场工具”型，政策效果更多通过修复资产负债表与提振风险偏好传导。2022—2026 年同时使用了化债置换、结构性货币工具、资本市场流动性支持三类工具，其特点是“先稳杠杆、再促盈利”，传导链条更长但市场底被抬高，这一政策工具的差异是理解本轮盈利底呈结构性而非全面性的关键。

仅供内部参考，请勿外传

表 4：2005 年以来 A 股共经历六轮较为完整的三段底周期

轮次	政策底	市场底	盈利底	核心特征
2005 股改底	2005-04-29 股改启动	2005-06-06 上证 998 点	2006Q1	制度变革驱动，三段完整
2008 四万亿底	2008-09 至 11 月降息降准+四万亿	2008-10-28 上证 1664 点	2009Q1	政策力度最大，V 型反转
2012 温和刺激底	2012-01 至 07 月两次降准降息	2012-12-04 上证 1949 点	2012Q3-Q4	政策仅托底，盈利底早于市场底
2015-16 三轮调整底	2015-07 稳定市场措施；2016-01 宽松	2016-01-27/02-29 上证 2638 双底	2016Q2	估值起点极低，市场底未破政策底
2018-19 贸易摩擦底	2018-10 至 2019-02 政策区间	2019-01-04 上证 2440 点	2019Q3	贸易摩擦+信用事件，时滞约 3 个月
2022-疫情紧缩底	2022-03 至 2023-07 政策区间	2022-04-27/10-31 上证 2863/2885W 底	缺席	外生冲击叠加，政策底区间拉长

资料来源：中国证监会，中国财政部，中国人民银行，人民网，Choice，山西证券研究所

2022 年政策区间并未有效传导盈利反转的发生，2024 年“924”政策刺激开启新一轮的政策周期，就周期划分而言，第六轮也可视为政策底区间拉长型长周期，“924”与化债也可视为该轮内部政策后段的决定性升级，对于这一问题我们从“政策为何未能在 2022—2023 年打通盈利端传导”以及“2024 年政策升级改变了什么”两个问题展开分析。

传导失效：2022—2023 年的断点机制。2022 年 3 月开启的政策区间以降准降息与结构性工具为主，财政与地产未实质松动，属“托底型”宽松（与 2012 年同类）：政策力度温和且以单点脉冲方式分散释放，未能扭转四元方程组中基本面变量（地产深度去杠杆与居民资产负债表受损）与外部冲击变量（疫情反复、美联储年内累计加息 425 个基点压制全球风险偏好）的双重压制。

传导失效的机制可由断点框架精确刻画：（1）抵押品端，2022 年商品房销售面积同比下降 24.3%、销售额下降 26.7%、新开工面积下降 39.4%（国家统计局），最大抵押品池持续缩水，金融加速器负反馈运行，EFP 维持高位；（2）信用端，居民部门自 2022 年起转入缩表——全年住户贷款新增 3.83 万亿元、同比少增 4.09 万亿元，住户存款增加 17.84 万亿元，信用需求收缩与预防性储蓄并存，宽松的量无法转化为投资支出；（3）价格端，PPI 同比自 2022 年 10 月起转负、2023 年全年下降 3.0%，名义增长弱于实际增长，利润的“价格—成本”分母持续受压。三重约束下，政策停留在宏观层“量增价降”，而传导链在中观层断点处中断，2022—2023 年的政策工具均未触及断点位置（抵押品价值与主体资产负债表），盈利端（Y→E）无从修复，全 A 归母净利 2023Q2 起连续 7 个季度负增长（2024Q4 为转正前最后一个负增长季度，同比

仅供内部参考，请勿外传

-2.42%）即为传导失效的账面结果。

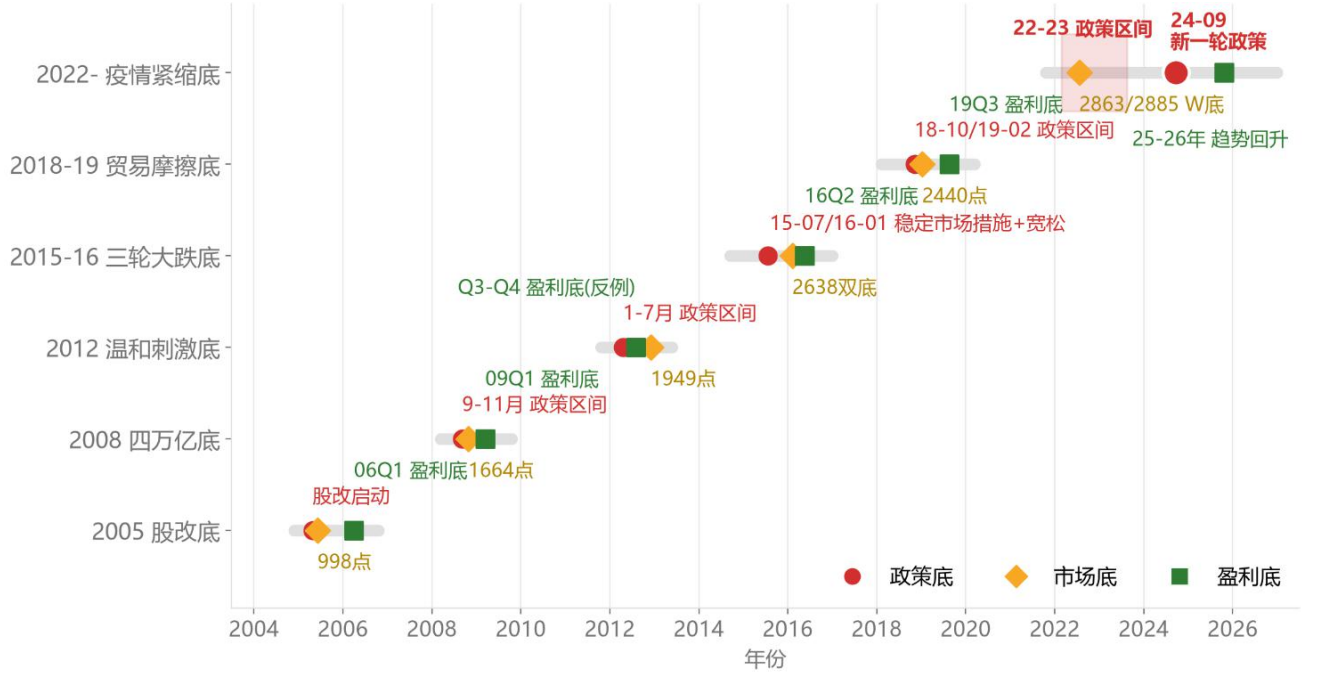
政策升级：2024 年对准断点的四项改变。“924”组合拳与 10 万亿化债的实质，是将政策作用点从“利率与流动性”转向“抵押品价值与主体资产负债表”，恰好对准上述断点位置：（1）修复资本市场抵押品渠道而非地产抵押品池，互换便利（首期 5000 亿元）与股票回购增持再贷款（首期 3000 亿元）直接向资本市场注入央行流动性、托底资产价格，上市公司股权净值与质押品价值企稳，该渠道 EFP 即时压缩，市场底与政策底基本同步、未跌破政策底（区别于 2012 年与 2018 年）；而最大抵押品池“地产”彼时未获同等强度的作用工具，其抵押品价值收缩与金融加速器负反馈由此延续至今，构成向下臂信用基础缺失的中观根源；（2）修复主体资产负债表，10 万亿化债将地方需消化的隐性债务自 14.3 万亿元压降至 2.3 万亿元，缓解地方偿债压力与企业应收账款，间接修复企业净值；（3）定向缓释居民缩表，存量房贷利率下调（惠及约 5000 万户、每年减少家庭利息支出约 1500 亿元）与首付比例统一下调降低居民部门债务负担；（4）政策形式由分散托底转向一揽子协同，政策力度评级由“温和”跃迁为“强劲”，外部约束亦于 2024 年下半年起边际转向。

对应至三段底序列：政策底（2024 年 9 月）→市场底（2024Q4—2025 年，ERP 修复）→盈利底（2024Q4 为转正前最后一个低点、2025Q1 转正+3.56%、2026Q1 宏观口径+15.5%确认），2022 年起阻塞的传导链由此打通。需要强调的是，此次升级改变的是“总量修复路径的开启”而非“全面传导的恢复”：化债为存量置换而非新增投放，信用沿政策链与景气链向向上臂集中，居民部门信用基础尚未修复（2026 年前 8 个月住户贷款净减少 1.03 万亿元），地产抵押品价值的修复路径（收储、价格预期企稳）仍属推进中的政策选项，盈利底因此呈结构性确认、K 型分化，这一“断点部分修复”的格局，亦构成新一轮政策探底以向下臂定向修复为边际增量的起点。

基于六轮复盘，可提炼三条规律：（1）顺序高度一致、时滞弹性大。政策底→市场底间隔在 1.5—5 个月之间，市场底→盈利底间隔在 3—9 个月之间；2012 年是唯一盈利底早于市场底的反例。（2）市场底是否跌破政策底取决于政策力度与基本面下滑压力的相对大小。2008 年政策力度极大，市场底高于政策底区间起点；2012 年政策温和，市场底显著跌破政策底区间；2016 年政策力度温和但估值起点极低，市场底未破政策底。（3）盈利底是反弹走向反转的必要非充分条件。盈利底确认前，行情性质为政策驱动反弹；盈利底确认后，行情能否演变为趋势取决于盈利修复的斜率与广度。

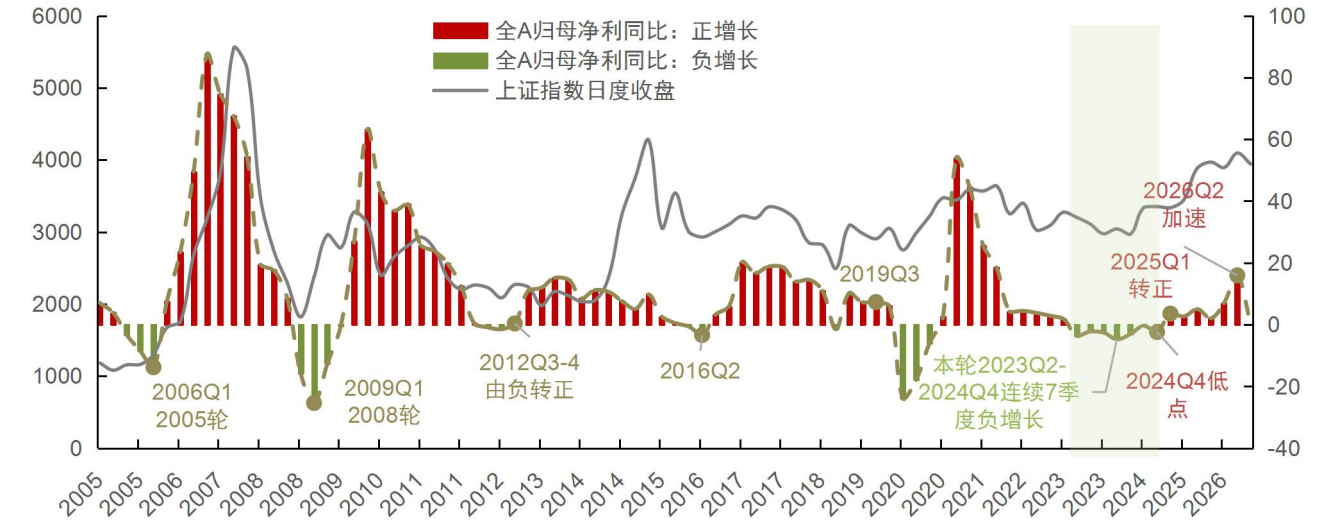
仅供内部参考，请勿外传

图 5：2005 年以来六轮周期时点分布



资料来源：中国证监会，中国财政部，中国人民银行，人民网，Choice，山西证券研究所

图 6：全 A 归母净利同比与上证指数走势



资料来源：Choice，山西证券研究所

映射至本轮：2026 年 7—8 月 A 股在结构上最接近 2009 年上半段——政策力度强劲、市场底被抬高、盈利底初步显现；对照规律一与规律二，市场底未跌破政策底、盈利底已于 2026

仅供内部参考，请勿外传

年一季度确认完毕。但与 2008 年的全面反转不同，本轮存在两个结构性差异：（1）地产去杠杆深度远超 2008 年与 2012 年，居民资产负债表修复缓慢，盈利修复斜率更平缓；（2）外部关税环境与人工智能产业周期叠加，盈利修复呈鲜明结构性特征。因此，本轮路径更接近“结构对标 2009 年、但呈现 K 型分化”。

对比来看，本轮与 2009 年的最大相似点是政策力度强劲与估值起点偏低，最大差异是地产去杠杆的深度与盈利修复的结构性；与 2012 年相比，本轮政策力度更强、估值起点更低、外部冲击方向不同（AI 周期上行 vs 欧债危机余波），因此不会出现盈利底早于市场底的反例；与 2018 年相比，本轮 LP 修复更快（央行资本市场工具），市场底时滞更短。

需要强调的是，历史类比的有效性取决于三个前提：结构相似而非仅形态相似、政策工具可比、外部环境可比。2009 年与 2026 年的相似点在于“政策力度强劲→市场底抬高→盈利底初现”的形态，但 2026 年的地产去杠杆深度、AI 产业周期叠加、政策工具性质（化债置换+结构性货币工具 vs 四万亿财政直接投资）以及外部环境（中美周期错位+地缘扰动 vs 全球协同宽松）均与 2009 年不同。因此，历史类比只能用于阶段定位与变量提取，不能线性外推点位与斜率。

表 5：本轮与历史可比阶段的四维定性对比

变量	2008—2009 年	2012 年	2018—2019 年	2024—2026 年（本轮）
政策力度	极大（四万亿+连续降息降准）	温和（两次降准降息，财政地产未松）	中上（降准+民企座谈会+科创板）	强劲（924 组合拳+10 万亿化债+结构性工具）
基本面下滑幅度	全球金融危机冲击，出口与投资双降	地方投资与制造业投资放缓	贸易摩擦+信用事件	地产去杠杆+居民资产负债表受损
估值起点	历史低位（上证 1664 点）	相对中性	历史低位（上证 2440 点）	历史低位（2024 年 2 月 5 日上证收盘 2702.19 点，盘中低点 2635 点；创业板 1500 点）
外部冲击	全球金融危机（协同宽松）	欧债危机余波	贸易摩擦+美联储紧缩	AI 产业周期上行+关税扰动+地缘风险
市场底结果	高于政策底区间起点，V 型反转	跌破政策底，时滞最长	滞后约 3 个月	基本同步，未跌破政策底
盈利修复特征	全面性反转	盈利底早于市场底	全面性修复	结构性确认

资料来源：中国证监会，中国财政部，中国人民银行，人民网，Choice，山西证券研究所

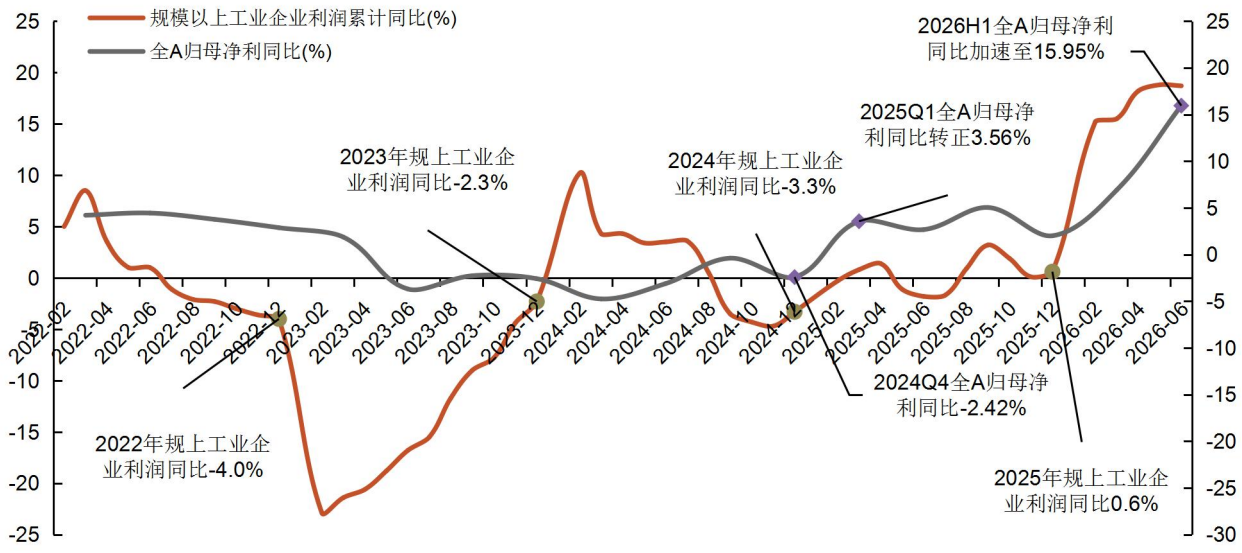
仅供内部参考，请勿外传

3、当前位置：盈利底的结构性验证与新一轮政策底触发条件

3.1 宏观与微观双口径验证盈利底的结构性检验

盈利底的确认建立在工业企业利润与上市公司利润双口径的轨迹回溯上：（1）2024 年规上工业企业利润同比-3.3%，连续第三年下降；2025 年全年+0.6%扭转降势，12 月单月+5.3%较 11 月的-13.1%大幅回升；2026 年一季度累计+15.5%、3 月单月+15.8%，盈利底在数据层面确认完毕。（2）上市公司口径提供了独立印证，全 A 归母净利润同比的绝对低点出现在 2024Q1（-4.76%），2024Q4 二次回踩（-2.42%）、为转正前最后一个低点，2025Q1 转正，2026 年上半年进一步加速至 15.95%。两个口径共同指向同一结论：盈利同比的底部区域出现在 2024 年至 2025 年初，2025 年起进入修复轨道，2026 年一季度完成确认，上半年进入加速验证阶段。

图 7：规上工业企业利润和上市公司利润的双重验证

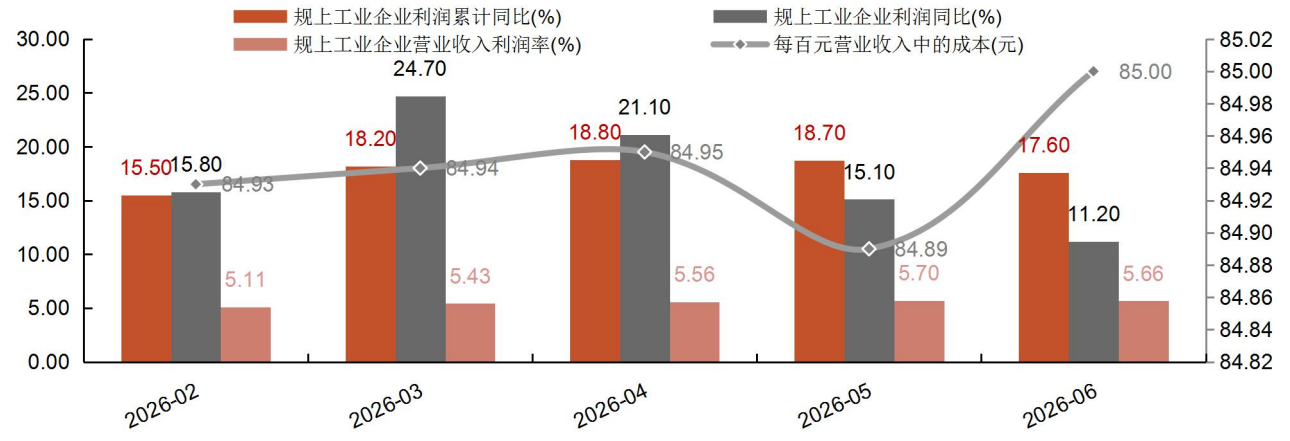


资料来源：Choice，山西证券研究所

进入 2026 年后，工业企业利润呈现“高位延续、斜率趋缓”的验证形态。2026 年 1—7 月规上工业企业利润总额 45820.6 亿元，同比增长 17.6%，增速较一季度加快 2.1 个百分点；营业收入利润率 5.66%，同比提高 0.54 个百分点，为 2023 年以来同期最高水平；每百元营业收入中的成本 85.00 元，同比下降 0.47 元，呈现“量增、价稳、利润率改善”的组合。2026 年 7 月单月规模以上工业企业利润同比+11.2%，较 6 月单月（+15.1%）回落，叠加 7 月 PPI 环比-0.7%，提示三季度利润增速高位震荡、斜率趋缓，修复趋势未改。

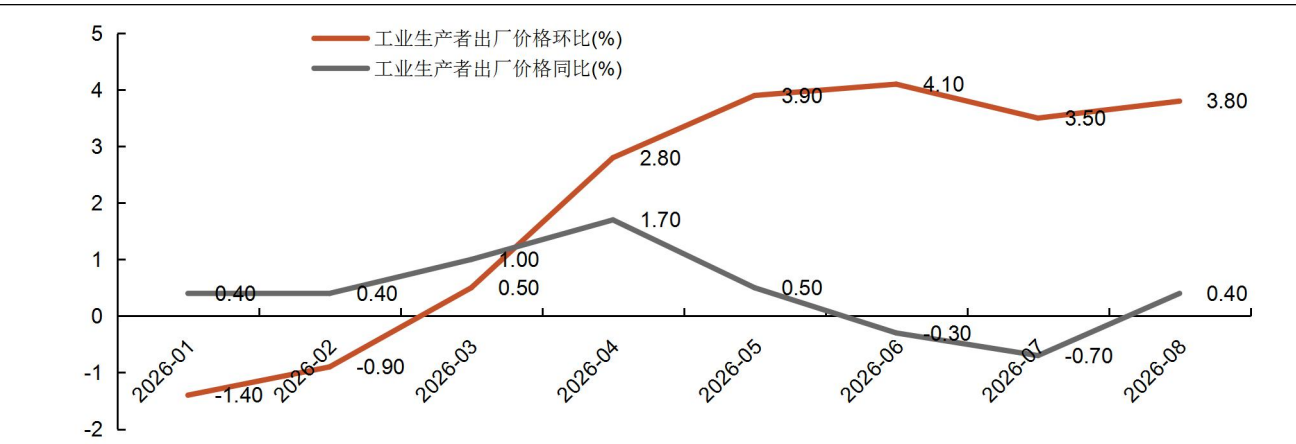
仅供内部参考，请勿外传

图 8：2026 年规上工业企业数据



资料来源：Choice，山西证券研究所

图 9：2026 年工业生产者出厂价同环比



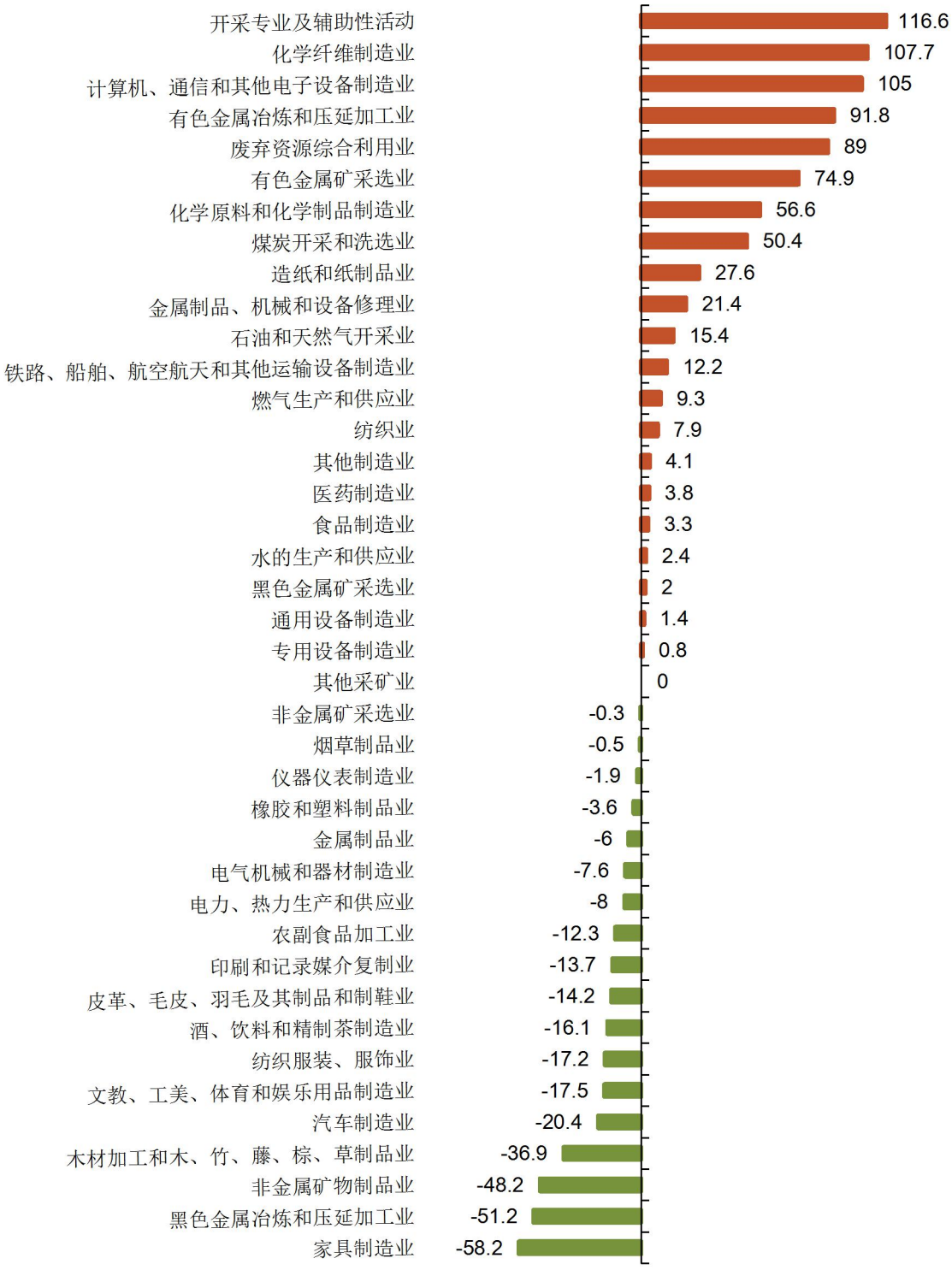
资料来源：Choice，山西证券研究所

工业企业利润角度的“结构性确认”而非全面修复。2026 年 1—7 月电子行业利润同比增长 1.1 倍，拉动规上工业利润增长 9.3 个百分点，其中集成电路行业利润同比增长 18.5 倍、对电子行业贡献率超八成；原材料制造业利润同比增长 55.2%，拉动 7.1 个百分点，有色、化工分别增长 91.8%和 56.6%；高技术制造业利润同比增长 50.1%，拉动 9.6 个百分点。电子与原材料两大向上臂合计拉动 16.4 个百分点，占 17.6%总增速的九成以上，而汽车制造（-20.4%）、黑色金属冶炼（-51.2%）等行业仍深陷负增长。与 2009 年盈利底后几乎全行业覆盖的修复不同，本轮呈现明显的“广度缺口”，斜率不低但广度不足，这正是判定其为结构性盈利底的核

仅供内部参考，请勿外传

心依据。

图 10：2026 年 1—7 月份规模以上工业企业利润总额同比（分行业，%）

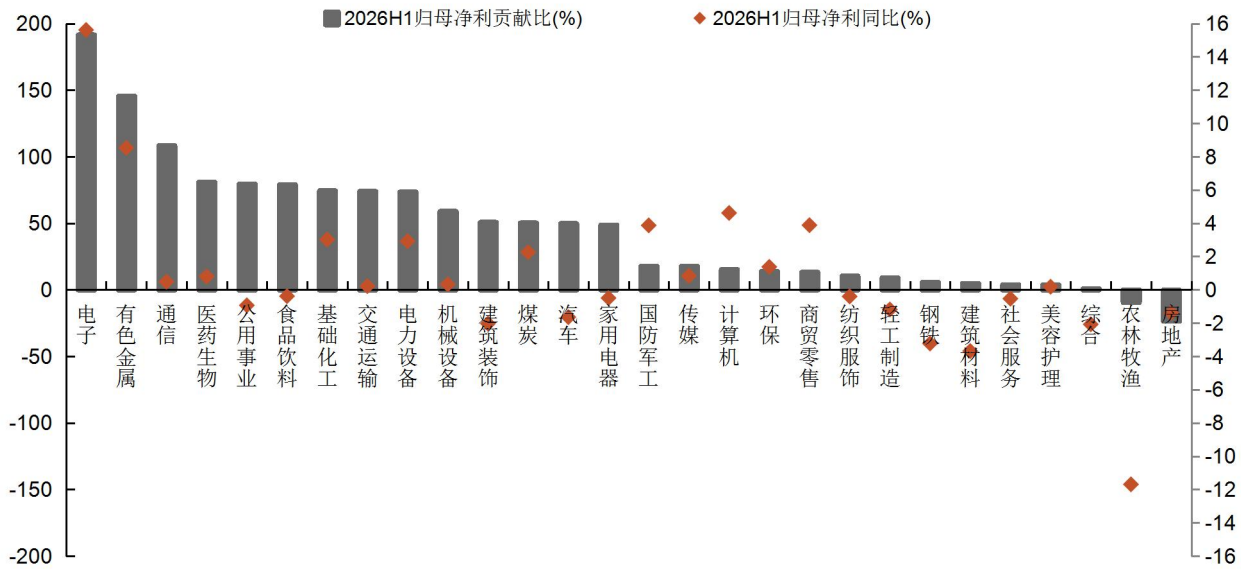


资料来源：国家统计局，山西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

上市公司层面业绩总量高增、结构分化。A 股 2026 年半年报已于 8 月 31 日披露收官，全市场 5554 家披露半年报，非金融石油石化企业 5387 家，归母净利润合计 1.69 万亿元，同比增长 19.83%，整体维持高增，其中非金融石油石化盈利公司 3983 家，占比 73.9%；归母净利润正增长 2675 家，占比 49.7%；归母净利翻倍 826 家，占比 15.3%；营收与归母净利双增 2113 家，占比约 39.2%。行业层面，盈利增量高度集中于科技和资源品，电子、有色金属、通信分别贡献 15.33%、11.66%、8.67%的归母净利，电子、有色金属、计算机归母净利增速居前，2026H1 归母净利同比分别增长 195.11%、106.63%、57.65%，相比之下房地产、汽车、钢铁、农林牧渔等行业归母净利同比减少超 15%，2026H1 归母净利同比分别减少 17.38%、20.62%、40.41%、146.21%。

图 11：全部非金融石油石化 A 股行业 2026H1 归母净利同比及贡献比



资料来源：Choice，山西证券研究所

综合来看，本轮盈利底是“结构性确认”，总量标准已满足，但结构标准未全面满足，与 2009 年全面反转的 U 型路径有本质区别。宏观层面规上工业企业利润增速自 2025 年转正后延续高增，A 股中报非金融石油石化归母净利合计同比增长 19.83%、盈利公司占比 73.9%、净利正增长公司占比近半，但利润高增长集中于电子与原材料。盈利底确认是行情从“分母驱动反弹”升级为“分子驱动结构性行情”的必要条件，但不是全面牛市的充分条件；新一轮政策探底能否修复向下臂（居民信用与投资端），决定“结构性反转”能否向“全面修复”扩展。

仅供内部参考，请勿外传

当前盈利底确认已不再是当前市场的主要矛盾，市场关注的焦点切换为新一轮政策探底的条件是否会触发，以及新一轮政策探底的力度与传导效率。

3.2 政策信号密集落地但新一轮政策底短期不具备触发条件

2026 年二季度宏观经济数据回落，政策信号密集落地。总量层面，2026 年二季度 GDP 同比由一季度的 5%回落至 4.3%；2026 年一季度经季节调整后环比增长 1.3%，较上年四季度提高 0.1 个百分点，二季度降至 0.9%，环比动能由升转降。从伴随数据看，2026 年二季度内需链条与投资链条同步走弱，而出口与高技术产业投资维持高增，“外需强、内需弱”的结构未变，但总量动能放缓已见。8 月，出口当月同比+18.6%（人民币计价；美元计价+25.0%）、前 8 个月累计+14.6%，外需高增延续；同期进口增速已连续 6 个月超过出口，主因集成电路等 AI 相关中间品进口高增，属向上臂外需周期的镜像而非内需修复信号——此为开放经济条件下两臂驱动源境内外结构的最新实证。

表 6：2026 年 6 月以来政策信号密集落地

日期	政策事件	核心内容	政策信号
6/17	2026 陆家嘴论坛：央行完善短端利率调控机制	利率走廊由 70bp 收窄至 50bp（临时隔夜正/逆回购操作利率调整为 7 天期逆回购利率±25bp，走廊区间 1.15%–1.65%）；创设隔夜逆回购操作品种；创设境外央行类机构回购工具	短端调控精度提升、货币政策框架向价格型转型加速，为后续总量工具留出操作空间
7/13	国务院经济形势专家和企业家座谈会	首次将“用好用足存量政策”与“预研储备增量政策”并列提出，并要求“加大逆周期调节力度”	政策表述从“存量为主”正式切换为“存量+增量”双轨
7/30	中共中央政治局会议	明确“宏观政策要发力提效、及时谋划出台务实管用的增量政策、加大逆周期调节力度”，并要求“综合运用并适时调整货币政策工具”；提出扎实推进“六张网”规划建设	新一轮政策加码的顶层定调确认，“增量政策”从预研储备升格为中央部署
8/20	8 月 LPR 报价公布	1 年期 LPR3.0%、5 年期以上 LPR3.5%，连续第 15 个月保持不变；政策利率（7 天期逆回购利率 1.40%）连续 15 个月未动	货币政策处于观察期、总量工具处于储备状态——三季度末前后实施降准降息与结构性工具扩围的市场预期升温
8/21	增量政策首批落地：三个维度同步推进	①财政部、央行、金融监管总局联合发布《关于进一步做好财政金融协同促内需政策有关工作的通知》（8 月 1 日起施行）：贴息范围扩大（流动资金贷款纳入中小微企业贷款贴息、各类信用卡分期消费纳入个人消费贷贴息）、经办机构约 100 家→约 400 家、额度上限提高（中小微企业贷款上限 5000 万→7500 万元、个人消费贷贴息上限 3000→5000 元）；前 7 个月 6 项政策累计支持新发放信贷超 20 万亿元（同	增量政策从“预研储备”进入“优化落地”阶段——这是 7 月 30 日政治局会议定调后的首批具体落地措施，覆盖财政金融协同、政府债券弹药、新基建与营商环境四个抓手

仅供内部参考，请勿外传

日期	政策事件	核心内容	政策信号
		比增幅 4.5%）、惠及企业 622 万家与居民 1.13 亿人次； ②财政部副部长廖岷：下半年还有超 2 万亿元地方政府专项债券和超长期特别国债待发行使用，将“继续推出财政金融协同新政策”； ③国务院常务会议部署新一代通信网建设（“应用牵引、适度超前”）与加快加力清理拖欠企业账款（用好专项债券、专项再贷款打通“连环清”链条）	
8/28	地产金融三文件集中出台	人民银行、金融监管总局印发《改革完善房地产信贷管理有关事项的意见》，证监会印发《资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》，住建部等部门印发《完善商品住房销售制度的通知》	地产政策以信贷管理制度重构与新模式框架建设为主，属制度重构型而非总量刺激，与“托底非强刺激”判断一致
8/31	国务院常务会议：“六张网”框架下听取城市地下管网建设情况汇报	全国城市地下管网总长约 390 万公里，“十五五”期间将建设改造约 77 万公里，相关工作已纳入《城市更新“十五五”规划》；研究促进招商引资高质量发展，部署建设全国统一大市场、规范地方政府经济促进行为；讨论并原则通过《中华人民共和国税收征收管理法（修订草案）》，决定提请全国人大常委会审议	增量政策由“财政金融协同+新一代通信网”向“地下管网等基础设施+制度建设”延伸——专项部署进入“六张网”第二项落地，同时向法治化制度建设拓展
8/31	商品消费扩容升级实施意见	商务部等 7 部门印发《关于推动商品消费扩容升级的实施意见》，提出 20 项措施	促内需政策作用于下臂需求侧，体现政策有效性沿两臂的不对称分布
9/1-9/2	新型政策性金融工具开闸	首批 8000 亿元新型政策性金融工具落地投放（2025 年同类规模 5000 亿元，本轮扩容 3000 亿元），预计撬动 10 万亿元量级配套投资	准财政工具接续发力，为投资端止跌回稳提供增量资金，“财政先行”判断强化
9/2-9/3	重大项目与中小企业部署	国家发展改革委召开“六张网”重大项目协调机制会议、调度 109 项重大工程；十部门印发《促进中小企业发展“十五五”规划》（含防范拖欠账款长效机制）	存量政策加速落地，制度型举措延续“托底非强刺激”取向
9/6-9/7	中央金融企业资本补充	工商银行等 8 家中央金融企业补充核心一级资本合计 3600 亿元，财政部发行特别国债 3000 亿元予以支持	信用修复型工具由信贷贴息延伸至金融机构资本金补充，为“财政先行”判断的又一实证
9/10	金融强国建设“十五五”规划正式出台	在中央金融委统一部署下，《金融强国建设“十五五”规划》正式出台；人民银行印发《中国人民银行“十五五”改革发展规划》并配套出台 9 份相关领域行动方案；截至 6 月末，支持做好金融“五篇大文章”的结构性货币政策工具余额达 4.6 万亿元，“五篇大文章”贷款同比增长 10.9%	货币政策框架转型制度化（淡化数量目标、强化价格型调控、结构性工具“有进有退”），宏观审慎管理拓展至“维护股市、债市、汇市平稳运行”——“财政先行、货币观察”取向进一步确认
9/18	国务院常务会议：服务消费与银发经济部署	听取老龄工作情况汇报，明确丰富银发产品和服务、培育银发消费新场景，“实现民生福祉与内需扩容双向促进”；研究推动体育赛事健康发展，增加高质量赛事供给、推动赛事与文旅商融合；部署实施医疗康复护理扩容提升工程	促内需政策由商品消费向服务消费与银发经济延伸，作用于下臂需求侧
9/20	9 月 LPR 报价公布	1 年期 LPR3.0%、5 年期以上 LPR3.5%，连续第 16 个月保持不变；政策利率（7 天期逆回购利率 1.40%）自 2025 年 5	货币政策维持观察期，外部加息环境下坚持“以我为主”，总量工

仅供内部参考，请勿外传

日期	政策事件	核心内容	政策信号
		月未动	具仍处储备状态
9/20	新修订《住房公积金管理条例》施行	1999 年以来最大幅度修订：提取情形由 6 种增至 9 种（新增装修自住住房、支付物业费等），租房提取取消“房租超出家庭工资收入比例”门槛，贷款审查时限由 15 天缩短至 10 天，推行缴存记录全国互信互认	地产需求端制度松绑，政策继续沿“托底非强刺激”方向作用于下臂

资料来源：国家发改委，新华社，中国政府网，央广网，人民网，经济参考报，Choice，山西证券研究所

政策是对“约束击穿”的响应，GDP 是季度、滞后的实际量指标，政策工具形态取决于主要矛盾的类别。政策目标大体包含增长就业底线、金融稳定、外部环境、价格与名义量等方面的约束，率先击穿的约束项为该轮三段底周期的信号源和叙事主题，当冲击经由通缩或信用收缩传导时，月度的 PPI、企业利润、社融增速会先于季度 GDP 发出信号，政策随之先于 GDP 破位出现。

图 12：各轮政策信号触发变量：GDP 并非唯一击穿口

政策底→盈利底	GDP是否击穿底线	实际被击穿的约束	政策形态
2008→09Q1	击穿 跌向“保八”下方	总需求失速 出口、工业增加值断崖	四万亿＋超常宽松 总量需求型
2011-12→12	击穿 破8%、目标下修7.5%GDP 9.3%→7.9%	总需求失速	降准降息＋稳增长 总量需求型
2015→16底	未击穿 6.9%≈目标7%	通缩＋企业利润首次年度负增长 市场大幅调整、汇改后资本外流	5降息4降准＋供给侧改革 价格/供给型
2018→19底	未击穿 6.6%>目标6.5%	贸易战升级（外部冲击） 社融增速跌至9.8%低位、违约潮	4降准＋财政更积极＋“六稳” 信用/外部型
2024→26底	未击穿 5%≈目标	平减指数连续为负（名义量弱） 地产下行、PPI弱于预期	9·24组合拳＋化债稳地产 名义量型

资料来源：中国政府网，国家统计局，中国人民银行，外汇管理局，Choice，山西证券研究所

通过分析过往六轮三段底周期的政策触发条件，可总结三条规律：（1）用 GDP 破位去确认政策底，会系统性漏掉三分之二的轮次，政策目标约束的击穿是政策底更为完整的触发源；（2）触发源沿经济结构演化迁移，市场制度（2005）→外需总量（2008）→总量（2012）→价格（2015）→信用+外部（2018）→名义量+资产负债表（2024），重心从流量到存量、从总

仅供内部参考，请勿外传

量到结构，这决定了每一轮政策工具的形态都必须重造；（3）击穿条数近似决定政策力度，1条→制度改革或定向（2005、2012）；2—3 条→常规宽松/托底（2015、2018）；4—5 条→超常刺激（2008、2024）。

图 13：六轮政策底的触发条件矩阵



资料来源：中国政府网，国家统计局，中国人民银行，外汇管理局，上交所，Choice，山西证券研究所

注：①第一轮（2005 股改）的触发属制度性击穿，击穿的是资本市场约束的制度基础而非数据本身，与前几轮“数据击穿”性质不同，首轮为框架的边界情形。②2012 轮价格约束标为“紧绷”而非“击穿”：PPI 虽于 2012 年 3 月转负，但工业通缩当时尚未成为政策表述的主触发词，该轮政策主触发为 GDP 破 8%。

下一轮政策底短期（未来两三个季度）不具备触发条件，但当前存在“半触发”的存量状态，足以支撑政策续力而不退出。逐条核对六类约束，增长就业底线和价格/名义量已修复，资本市场指数上行、进入分子驱动阶段，收储、化债、直达工具均在途属于“存量击穿、政策在途”，不构成新触发，外部冲击尚未显性化。下一轮政策底的触发需要以下条件两条以上同时击穿且方向一致，单条击穿只会带来定向加码而非新政策底：（1）盈利修复中断，下一个验证点是后续月度经济数据与上市公司三季报；（2）价格二次走弱，当前该条件未满足且边际弱化：8 月 PPI 环比+0.4%由降转涨、同比涨幅扩大至+3.8%；（3）内生信用再度收缩，居民贷款

仅供内部参考，请勿外传

净减少扩大、社融单月增量重新连续同比少增；（4）地产二次探底；（5）外部冲击显性化。

图 14：下一轮政策底的触发条件核对

约束类别	状态	2026年8月数据印证
增长就业底线	已修复	总量达标、就业平稳
价格 / 名义量	已修复	PPI同比+3.8%（高位运行、环比+0.4%由降转涨）、CPI+0.8%
资本市场稳定	已解除	指数上行、进入分子驱动阶段
资产负债表（地产）	存量在途	向下臂未确认修复、居民去杠杆延续
内生信用	存量在途	社会融资规模存量+7.2%、8月单月增量由同比多增转为同比少增、住户贷款连续两个月净减
外部冲击	潜在触发	风险清单之一，尚未显性化

资料来源：中国政府网，国家统计局，中国人民银行，外汇管理局，上交所，Choice，山西证券研究所

三、K 型分化的实证、机制与前瞻推演

1、K 型分化：概念判据、四维实证与形成机制

1.1 概念界定与判定标准：恢复路径的分叉，而非增长差异

K 型分化描述的并非一般意义上的增速高低之差，而是共同冲击之后，不同部门沿相反方向持续偏离的恢复路径分叉。其完整形态须经历三个阶段：冲击初期各主体共同下行；随后上臂较早恢复并扩张，下臂继续疲弱或恢复缓慢；最终形成持续扩大的组间差距。据此，单纯的行业超额收益、收入差距或指数上涨均不足以构成 K 型证据——只有当"共同下行—结构性分叉—差距持续"三段式轨迹同时成立，K 型解释方具备实证基础。

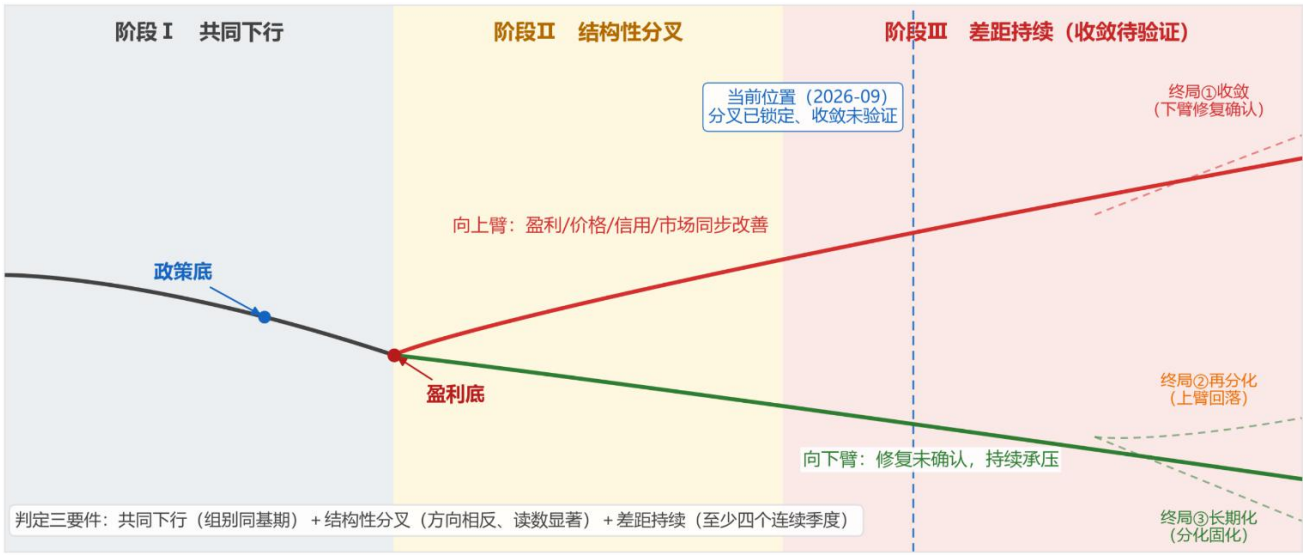
与之相应，判定须遵循两条测量纪律。其一，上臂与下臂的组别须在检验之前预先锁定，

仅供内部参考，请勿外传

避免依据表现事后选择组别所引致的确认偏误；组别一经设定，其基期、口径与更新频率不再更改。其二，判定须依托多维观测而非单一资产价格：宏观周期（总量与部门增速差）、产业与企业（行业利润、企业分位）、价格结构（PPI 与 CPI 剪刀差）、信用结构（政府、企业与住户信贷的部门分布）、资产价格（指数、估值与成交集中度）各维度应同步考察。以股票市场上涨或科技股跑赢单独认定 K 型，或以总量指标掩盖尾部部门的结构背离，均为常见的判读陷阱。

在证据强度上，若组间相对基期缺口在至少四个连续季度中持续扩大，方可称为强证据；季度数量不足时，仅能使用“分叉迹象”等较弱表述。需说明的是，四维协同的成立时点存在先后：信用端自 2024—2025 年率先分化，利润端两臂分叉与市场端定价切换显性化于 2026 年上半年，价格端剪刀差翻转最晚（2026 年 4 月），以四维协同全部成立的 2026 年为样本观察起点，窗口为 1—8 月、尚不足四个季度。同时，相较于历史对照轮，当前周期尚缺失“分化→收敛”终局的完整观测，因此当前周期定位为“四维同期协同、结构分叉证据较强而周期完整性待验证”阶段，鉴于总量已修复，上臂与下臂方向相反且读数显著，盈利、价格、信用、市场四个维度同期协同且指向同一机制，K 型分化结构性确认。

图 15：三段式轨迹：恢复路径的分叉，而非增长差异



资料来源：Choice，国家统计局，山西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图 16：四维观测：分化成立的时点存在先后，协同全部成立自 2026 年 4 月起



资料来源：Choice，国家统计局，山西证券研究所

1.2 盈利端、价格端、信用端、市场端四维实证

1.2.1 盈利端：增量的分布，而非总量

在盈利底的结构性确认中，总量确认与结构分化均有体现，盈利端的拓展分析从利润增量集中到什么程度、修复的广度缺口有多大、微观映射是否同构等分布问题出发。

集中度以增量份额刻画。规上工业企业利润口径下，电子与原材料合计拉动规上工业利润增速 16.4 个百分点、占总增速 17.6%的九成以上，其余行业合计仅约 1.2 个百分点；上市公司非金融石油石化口径下，电子、有色金属、通信分别贡献 15.33%、11.66%、8.67%的归母净利增量，前三大行业合计逾三分之一，行业增速首尾极差约 341 个百分点（电子+195.11%vs 农林牧渔-146.21%）。增量份额与增速极差共同表明：总量读数是极少数行业加权而成，总量本身不构成广度的证据。

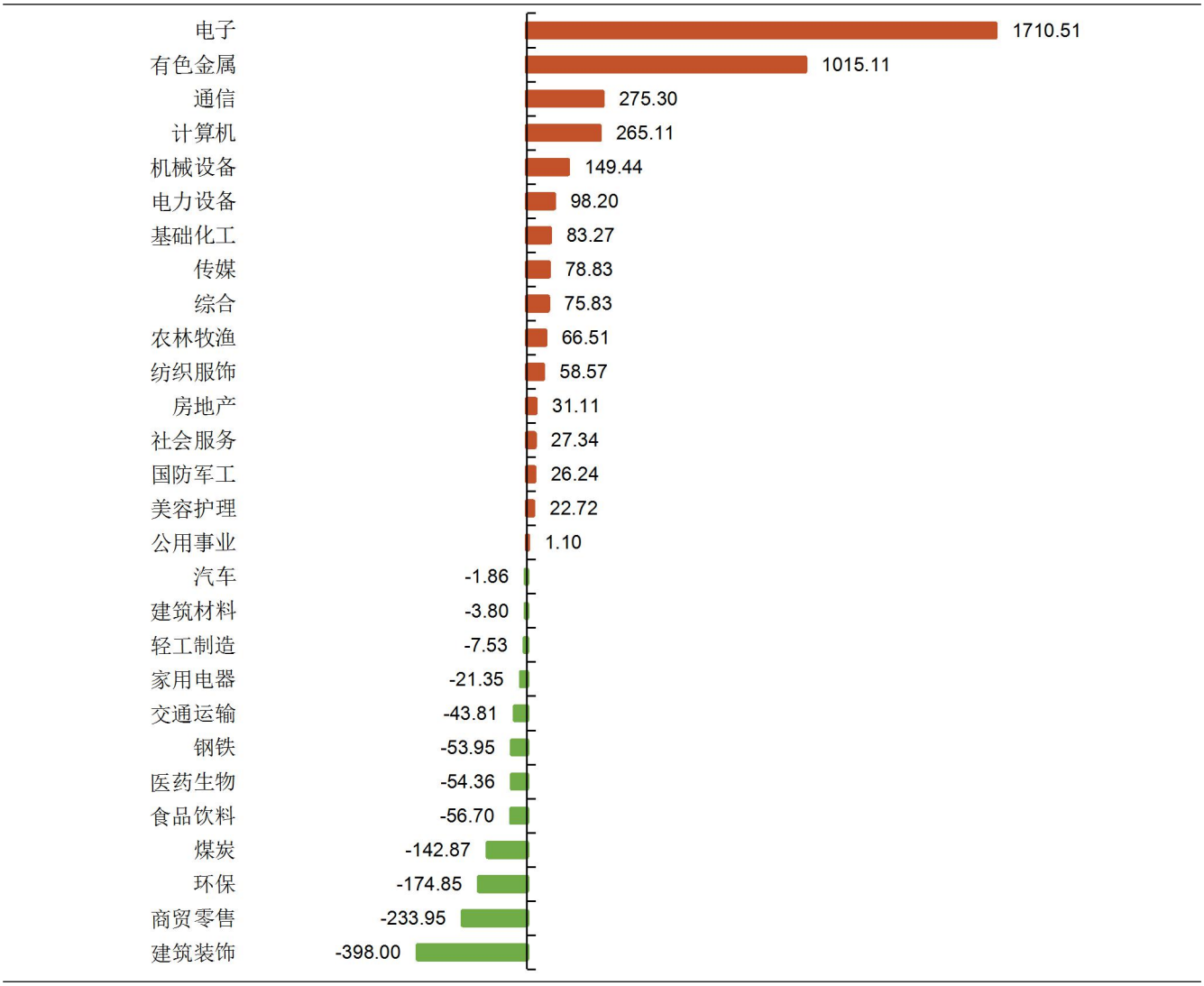
广度缺口以历史轮次为参照。与 2009 年盈利底后几乎覆盖全部工业行业的修复相比，本轮斜率不低而广度不足：利润改善集中于电子与原材料链条，汽车制造（-20.4%）、黑色金属冶炼（-51.2%）仍深陷负增长。广度缺口因此成为区分“结构性盈利底”与“全面修复”的核心判据；就分布含义而言，总量达标的部分恰恰不含向下臂。

微观映射与需求面解释进一步补全该结构。上市公司行业结构与规上工业企业利润口径同构：房地产（-17.38%）、汽车（-20.62%）、钢铁（-40.41%）、农林牧渔（-146.21%）净利同比下滑，与净利正增长公司占比 49.7%、近半数公司负增长的广度读数互为印证。需求侧读数给

仅供内部参考，请勿外传

出向下臂承压的解释：8 月社零同比+0.4%，较 7 月+0.6%放缓 0.2 个百分点，结构上看，限额以上汽车类零售额同比-18.5%，是社零主要拖累；受芯片涨价、高端机型提价影响，通讯器材类零售+27.3%，智能手机产量同比-22.3%，生产端强盈利与终端弱需求的增速差较大，增量利润集中于生产端、终端需求尚未修复的背离由此完整。

图 17：非金融石油石化行业 2026H1 相对 2025H1 归母净利增量（亿元）



资料来源：Choice，山西证券研究所

1.2.2 价格端：PPI 高位与 CPI 低位，利润向上游集中的新结构

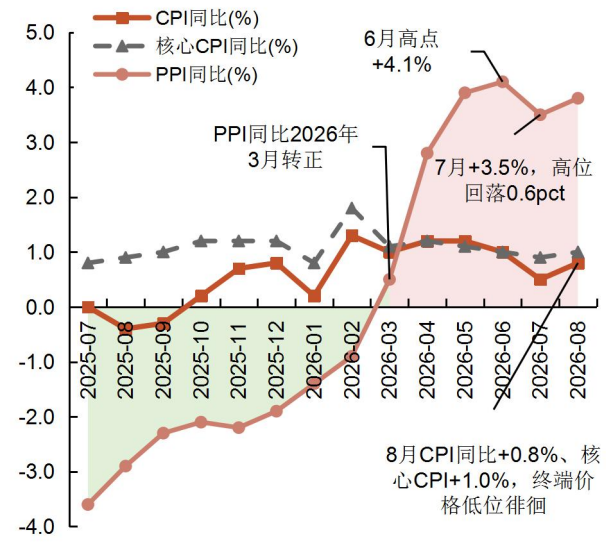
价格端 K 型表现为产业链内部的利润再分配：上游工业品价格高位运行，终端消费价格低位徘徊，二者之差自 2026 年 4 月起发生方向性翻转，形成“利润向上游集中、下游承压”的新结构。

仅供内部参考，请勿外传

就路径而言，PPI 同比于 2026 年 2 月录得-0.9%、为该轮负增长的终值，3 月转正（+0.5%）后连续 5 个月维持正值，6 月升至+4.1%的阶段高点，7 月回落至+3.5%（涨幅较 6 月收窄 0.6 个百分点），为同比转正以来的首次回落；PPI 环比下降 0.7%，降幅较 6 月（-0.3%）扩大 0.4 个百分点。环比降幅扩大的主因是国际原油价格回调——国内汽油价格环比下降 10.7%，降幅较上月扩大 5.8 个百分点；而同期上游有色金属、煤炭等价格仍处高位区间，表明国内工业品需求并未出现整体性走弱。8 月，PPI 同比+3.8%，涨幅较 7 月扩大 0.3 个百分点；环比+0.4%，由降转涨。据国家统计局解读，环比转涨主因国际大宗商品价格上行传导，叠加算力需求快速增长带动移动电话机（+2.3%）、平板电脑（+2.1%）、数据存储设备（+2.1%）等价格上行——AI 产业链景气已由利润端扩散至价格端，构成向上臂景气的新证据。当前 PPI 处于“同比高位、环比转正回升”格局。

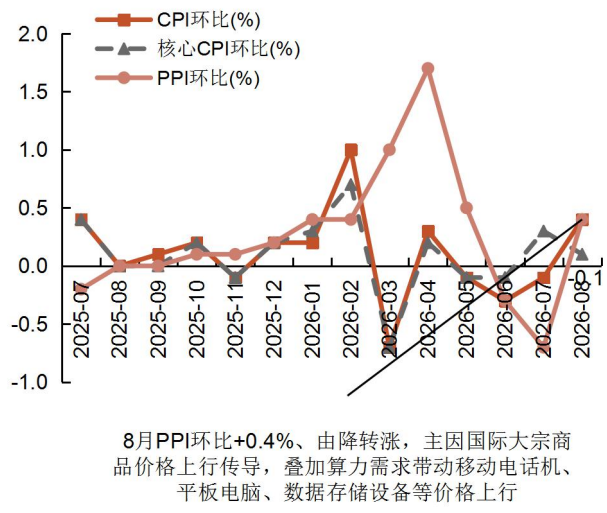
CPI 方面，7 月同比+0.5%，较 6 月（+1.0%）回落 0.5 个百分点；环比-0.1%，连续第二个月为负；核心 CPI 同比+0.9%（环比+0.3%，由负转正），1—7 月 CPI 同比均值+0.9%。CPI 低位运行表明终端消费价格仍受居民需求疲弱制约，核心 CPI 温和上行显示服务价格缓慢修复，但需求端总体尚未形成显著的复苏信号。8 月，CPI 同比+0.8%，较 7 月回升 0.3 个百分点；核心 CPI 同比+1.0%，仍处低位。当月回升主因能源项（国内汽油价格同比+9.3%）与食品季节性因素，核心 CPI 读数表明终端需求尚未实质修复。

图 18：PPI 高位上行，CPI 温和回升



资料来源：Choice，国家统计局，山西证券研究所

图 19：PPI 环比由降转涨，上游价格动能修复

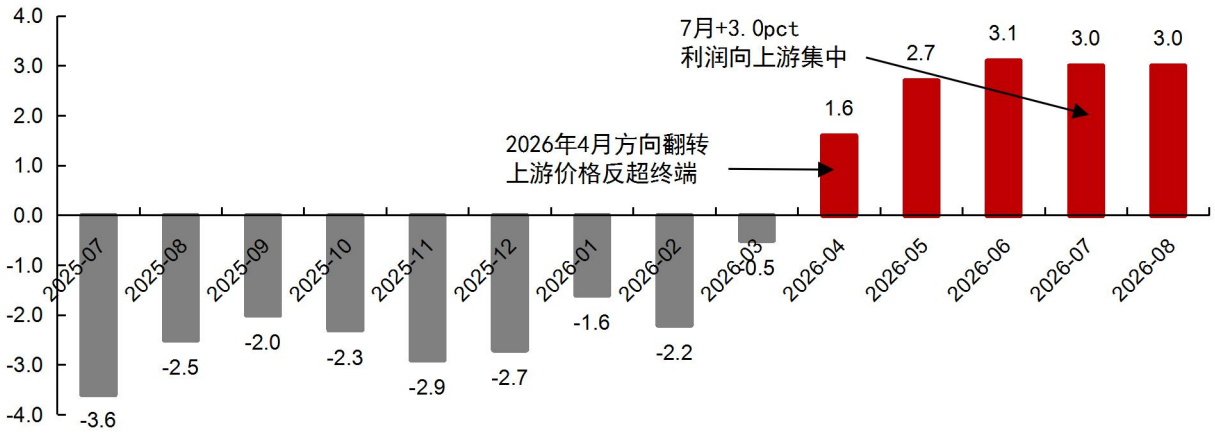


资料来源：Choice，国家统计局，山西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

结构层面的关键变化在于剪刀差的翻转：此前 CPI 与 PPI 同比之差长期处于+2.0 至+3.6 个百分点的常态区间（下游相对有利），2026 年 4 月转为负值（-1.6 个百分点），6 月走阔至-3.1 个百分点，7 月维持-3.0 个百分点，即 PPI-CPI 剪刀差约+3.0 个百分点。8 月 PPI 同比+3.8%与 CPI 同比+0.8%同步抬升，剪刀差维持 3.0 个百分点高位而非继续走阔——利润向上游集中的格局在高位延续，但其边际驱动已由剪刀差走阔转为两端同步上行。这意味着利润向上游集中、下游承压的格局是 2026 年 4 月以来新近形成，尚非全年常态——本轮价格分化的性质是产业链内部的利润再分配，而非总量性的通货膨胀或通货紧缩，与 2015 年全面工业通缩有本质区别。

图 20：PPI-CPI 剪刀差翻转，上游集中成为新结构



资料来源：Choice，国家统计局，山西证券研究所

价格端 K 型的传导意义在于：上游价格修复快于终端，通过利润表进一步强化盈利端分化；同时，剪刀差维持高位的前提是上游供给约束与全球定价品景气，一旦外生价格因素逆转（如油价单边下行）或终端需求持续疲弱，剪刀差存在被动收敛的可能，构成对利润结构可持续性的外部约束。

1.2.3 信用端：企业与政府扩张、居民收缩

信用端的 K 型表现为信用资源在部门间的结构性错配：金融总量条件宽松，但增量信用沿“化债置换+政府加杠杆+产业政策倾斜”三条渠道向上臂集中，居民部门持续收缩，构成金融 K 型的向下臂。

总量层面宽松而活化不足。8 月末社会融资规模存量 464.8 万亿元、同比增长 7.2%，较 7 月小幅回落 0.2 个百分点；8 月社会融资规模增量 1.66 万亿元，前 8 个月累计 23.91 万亿元、

仅供内部参考，请勿外传

比上年同期少增 2.64 万亿元，7 月单月增量恢复同比多增的势头未能在 8 月延续。需要强调的是，融资总量的增速回落并不意味着融资条件收紧：8 月新发放企业贷款加权平均利率略低于 3%、新发放个人住房贷款加权平均利率约 3.1%、5 年期 AAA 级企业债到期收益率 1.73%，均处于历史低位，社会融资条件仍属宽松。货币供给方面，M2 余额 356.81 万亿元、同比增长 7.5%，高于名义经济增速；M1 余额 115.77 万亿元、同比增长 4.1%，与 M2 的剪刀差由 7 月的 3.7 个百分点收窄至 3.4 个百分点，资金活化程度边际改善但绝对水平仍偏低，实体资金向企业活期存款的转化尚未实质恢复。

部门结构呈现“企业融资边际回暖、居民持续收缩”的分化。企业部门重归扩张：企事业单位贷款前 8 个月累计增加 11.26 万亿元（短期贷款 4.18 万亿元、中长期贷款 5.64 万亿元、票据融资 1.29 万亿元），8 月单月增加 2600 亿元、由 7 月的净减少转为正增长，其中中长期贷款单月增加 3200 亿元、票据融资增加 1000 亿元，短期贷款相应净减少；企业中长期融资的回升与投资端仍在恶化的背离（1—8 月固定资产投资同比-7.2%）表明，企业融资改善更多源于政策工具与债券替代，而非内生投资需求的实质回暖。住户部门信用持续收缩：前 8 个月住户贷款累计减少 1.03 万亿元（短期贷款减少 1.05 万亿元、中长期贷款增加 188 亿元）；8 月单月住户贷款减少 2029 亿元、为连续第二个月净减（短期贷款-1219 亿元、中长期贷款-822 亿元）——短贷与中长贷同步收缩，表明消费借贷与按揭需求均未修复，与利润端、投资端的居民部门缺位互为印证。

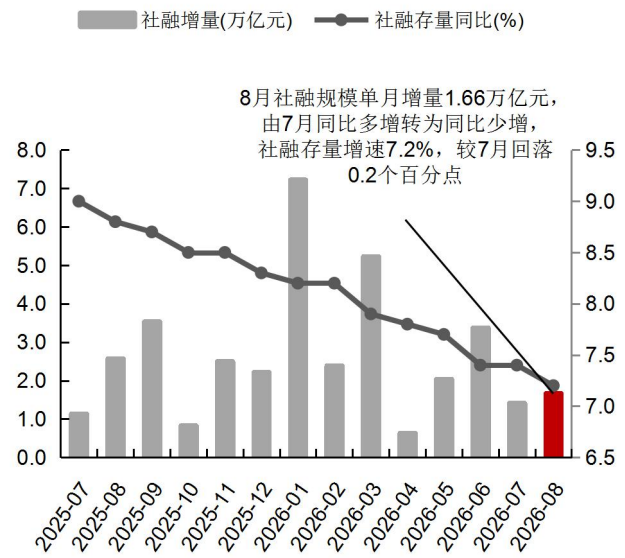
融资结构的变迁正在成为本轮信用端 K 型的结构性特征，其政策含义超出总量口径。政府债券余额 103.69 万亿元、同比增长 13.5%，以明显高于社会融资规模整体的增速充当核心支撑；企业债券余额 36.71 万亿元、同比增长 9.7%，前 8 个月企业债券净融资 2.79 万亿元、同比多增 1.23 万亿元，替代了内生信贷扩张的缺位；人民币贷款余额 282.35 万亿元、同比增长 4.9%，低于社会融资规模增速 2.3 个百分点。前 8 个月直接融资增加 12.03 万亿元，在社会融资规模增量中占比 50.31%、明显超过信贷，较五年前同期提高近 20 个百分点；2025 年债券与股票融资合计已占社会融资规模增量的 47%、首次超过贷款，2026 年上半年企业债券融资增量与同期贷款增量之比升至近 20%（2023 年为 7%）。这一变化是需求侧经济结构转型与多层次金融市场建设共同作用的结果，属长期趋势而非季节性扰动：随着产业结构向技术密集型转变，债券、股票等融资方式会对银行贷款形成良性替代与分流，信贷增速因而不再能够完整反映融资的整体增长，信用扩张动能的分析口径需由贷款单一渠道转向贷款、债券与股票的多元视角。就本轮 K 型而言，向上臂的融资主渠道已切换至直接融资与资本市场，与向上臂“供

仅供内部参考，请勿外传

给在内、需求在外”的开放经济属性相互呼应，共同构成其信用优势的制度基础。

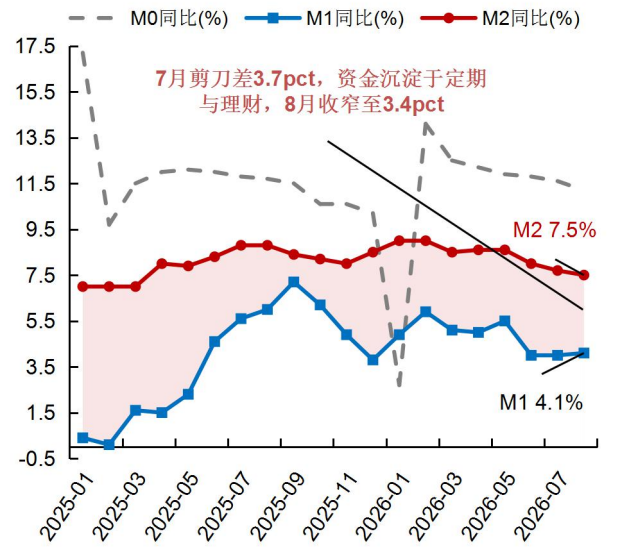
以金融加速器视角审视，货币宽松并非针对所有主体的中性“无差别宽松”：能够直接发行债券、具备政策工具直达渠道的政府与大型企业率先获得融资条件改善，而依赖银行信贷、抵押品不足且收入预期偏弱的居民部门难以承接传导。金融条件整体宽松为盈利修复提供了必要的融资环境，但信用 K 型的部门结构与利润端完全同源——居民部门作为向下臂的信用基础尚未修复，这一缺口既是信用端的 K 型特征，也是本轮复苏广度的金融面约束。从产业融资密度的官方口径看，传统领域各行业中长期贷款余额与行业增加值之比大于 1（房地产业 1.7、交通运输业 3.3），新动能领域普遍低于 1、信息服务业仅约 0.1；2025 年至 2026 年上半年房地产贷款余额累计下降超 2 万亿元，其他领域贷款须先填补这一收缩方能带来总量增长。向下臂依赖银行信贷且抵押品价值收缩，向上臂资产形态以技术、数据与人力资本为主、单位增长所需贷款更少，融资结构的这种变迁本身即在强化两臂的信用可得性差异；贷款“降速提质”或将成为宏观运行的新常态，向下臂信贷转正的时点因而应比周期性思维所预期的更晚。

图 21：存量增速企稳，单月增量转为同比多增



资料来源：Choice，山西证券研究所

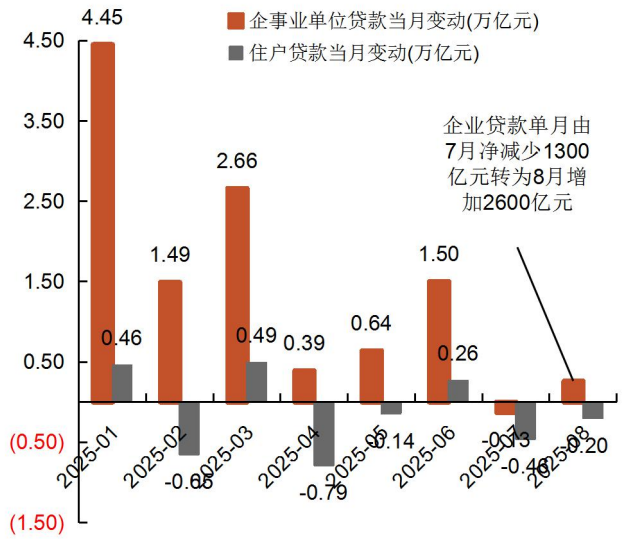
图 22：总量宽松，M2-M1 剪刀差提示活性不足



资料来源：Choice，山西证券研究所

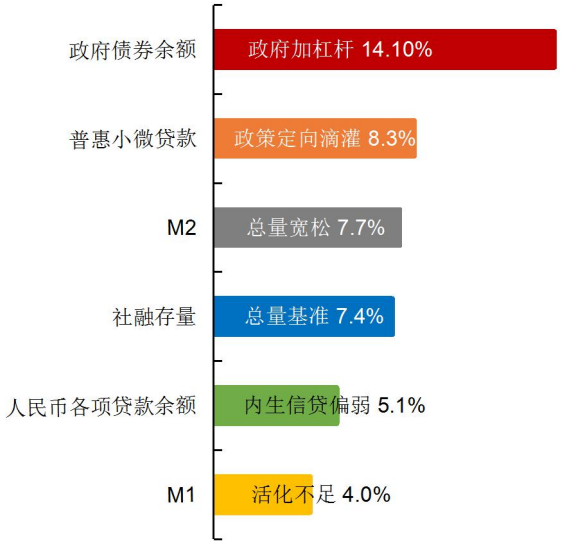
仅供内部参考，请勿外传

图 23：信用 K 型：企业部门扩张，住户部门收缩



资料来源：Choice，山西证券研究所

图 24：政府加杠杆与直接融资领跑，内生信贷偏弱



资料来源：新华社，Choice，山西证券研究所

注：图中数据与普惠小微贷款数据口径保持一致，为截至 2026 年二季度数据

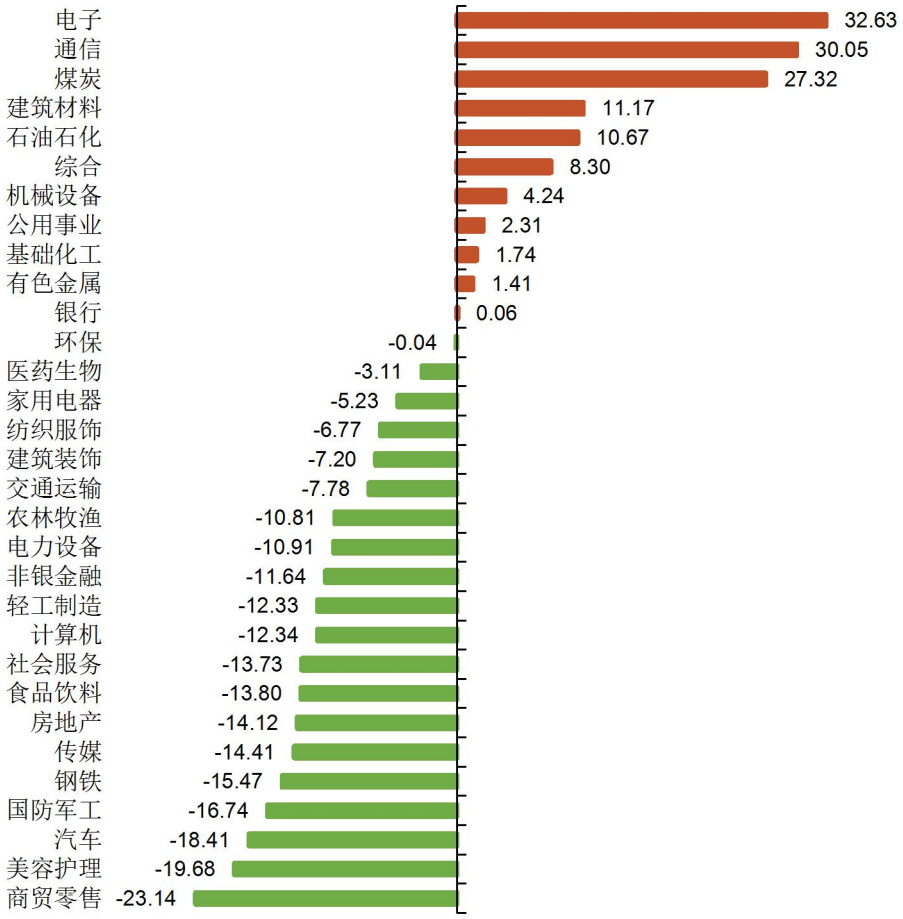
1.2.4 市场端：指数趋平与结构极化

市场端 K 型的表象是“总量平静、结构剧烈”：指数与宽基近乎走平，行业、宽度、量能与配置四个维度同步极化，且极化方向始终由盈利验证锚定。沿“总量—结构—资金—估值”四个层次递进观察。

（1）总量层次：指数的“平”是窄基化的结果，而非机会的扩散。2026 年以来沪深 300、中证 2000 分别下跌 1.8%与 2.6%，东方财富全 A 净值 99.7，指数层面几无波动；但宽度数据揭示了平静表象下的失衡——全 A 日均上涨个股占比仅 47.5%（中位数 45.2%），上证指数上涨的 92 个交易日中 24 日（26%）上涨个股不足半数，“指数平稳、个股偏弱”构成年内常态。总量数据的温和并非普涨基础上的均衡，而是少数行业贡献全部动能后的加权幻象。

仅供内部参考，请勿外传

图 25：2026 年初至 2026 年 9 月 1 日申万一级行业指数涨跌幅（%）



资料来源：Choice，山西证券研究所

（2）结构层次：行业分化极差扩大，领涨名单与盈利高增行业高度重合。年内 31 个申万一级行业仅 11 个上涨：电子（+32.6%）、通信（+30.0%）、煤炭（+27.3%）领涨，商贸零售（-23.1%）、美容护理（-19.7%）、汽车（-18.4%）垫底，首尾极差达 55.8 个百分点。向上臂的行业名单与利润端完全同源——电子利润高增与 AI 算力链的业绩兑现，正是其股价领先的定价基础。8 月行情进一步显化了“业绩验证”机制：单月 24 个行业普涨的修复中，电子+16.4%居前而食品饮料-5.1%独跌；值得注意的是，7 月电子曾单月下跌 32.0%、居跌幅之首，8 月即强力反弹，这种高波动上行恰是业绩验证期定价分歧的典型形态，方向由中报盈利决定而非情绪延续。

（3）资金层次：向向上臂的集中是趋势性迁移，而非短期轮动。量能与配置两条线索互为印证：电子行业周成交额占全 A 比重 2026 年以来均值 23.7%（2022 年以来均值仅 13.3%），8 月下旬峰值 28.8%，9 月 4 日当周 23.6%、处于 2022 年以来 93%分位，9 月 14 日当周进一步

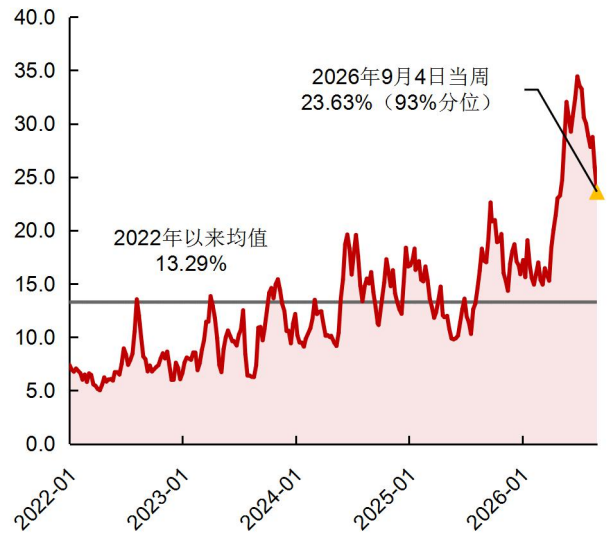
仅供内部参考，请勿外传

升至全市场约28%；全部基金重仓中电子占比由2021年报的11.9%持续升至2025年报的17.0%，电子与通信合计由13.1%升至22.6%，同期食品饮料由10.8%降至4.3%——机构筹码的迁移方向与成交热区、股价领先者三者一致。

（4）估值层次：极化是上述过程的镜像。科创50PE-TTM于2026年7月9日一度升至263.9倍，9月4日回落至136.8倍，仍数倍于上证指数的15.9倍与创业板指的37.7倍。行业间估值分位的极端落差与指数间的估值裂口共同构成估值层的K型。9月以来，科创50指数自月初高点最大回撤约10%，估值随盈利验证与外部利率上行同步压缩。

需要注意的是，市场端分化的判别标准并非市值亦非主题：政策底以来中证2000累计上涨85.2%（同期沪深300上涨43.4%），中小盘并未系统性走弱；而北证50年内下跌25.8%、较2025年9月高点回撤34%，表明缺乏盈利支撑的纯主题方向已被资金舍弃。资金配置由趋势跟随转向基本面确认，使K型格局的稳定性显著增强；在盈利端的证伪信号出现之前，这一结构难以逆转。

图26：电子周成交额占比（%）



资料来源：Choice，山西证券研究所

图27：三大指数PE-TTM：科创板估值极化



资料来源：Choice，山西证券研究所

1.2.5 四层同源：闭环结构、稳定性与边界条件

盈利、价格、信用、市场四个维度并非四个独立现象，而是一条同向的传导链：技术偏向与供给约束驱动盈利向上臂集中（盈利端）；上游价格修复快于终端，使利润进一步向上游倾斜（价格端）；政府加杠杆与直接融资替代疲弱的内生信贷、居民信用收缩（信用端）；业绩验

仅供内部参考，请勿外传

证吸引资金集中，估值与成交极化（市场端）；向上臂的估值与融资优势又反哺其投资与市场份额，而居民需求疲弱持续制约终端复苏（反馈至盈利端）。四层在同一制度环境与同一时期内的方向一致，构成 K 型分化“结构性确认”的协同证据，也显著增强了其持续性。

闭环的成立以两个条件为边界：（1）盈利端不被证伪——向上臂的利润兑现须持续经得起中报、三季报的检验；（2）居民部门信用最终出现修复。若终端需求长期疲弱、住户按揭与消费信贷持续收缩，上游利润终将面临需求约束；若财政与政策性金融的扩张退坡快于私人部门内生融资的修复，信用端向下臂可能重新扩大。这两个条件决定了本轮 K 型“可延续但可证伪”：在盈利兑现与政策加码得到数据确认之前，结构分化既是当前市场的核心矛盾，也是组合需要持续监测的风险源。

1.3 形成机制：四条结构性渠道

本轮 K 型分化的形成可归因于四条相互强化的结构性渠道：（1）资产负债表与融资可得性的部门差异。2024 年以来的政策组合（“924”金融政策组合拳、10 万亿元化债、以“六张网”为代表的基础设施投资）优先修复政府与企业资产负债表：化债置换直接降低地方政府偿债压力，财政投资创造企业订单，结构性货币工具定向支持企业融资。居民部门的资产负债表修复则依赖收入预期与资产价格财富效应，传导链条更长；2026 年 8 月社零同比+0.4%、1—8 月住户贷款净减少 1.03 万亿元表明，居民需求的修复仍在等待传导。金融加速器机制在此显性化：宽松的金融条件能否转化为实体信用，取决于主体的抵押品质量与外部融资溢价，缺乏资产、信贷渠道或稳定收入预期的部门，无法承接货币宽松的传导。

（2）产业周期与技术扩散的非对称。向上臂核心（半导体、AI 算力、存储）处于全球性技术上行周期，海外云厂商 2026 年资本开支指引维持高位，AI 算力与半导体国产化构成盈利爆发的需求与技术基础；技术收益集中于能够承担前期资本开支、数据治理与组织改造成本的企业（集成电路行业利润同比增长 18.5 倍即为极端样本），前沿企业生产率与利润的领先未必同步扩散。向下臂核心（地产链、消费）处于历史性调整周期，修复依赖内生性出清而非外部需求。全球产业周期与国内出清周期的错位，决定了盈利修复的非对称性。

（3）政策资源的结构性倾斜。政策资源明确向“新质生产力”方向倾斜（“人工智能+”行动、科技基础设施投资），化债安排为存量置换而非新增投放，普惠小微贷款以高于各项贷款的增速对冲总量收缩。这不是政策对向下臂的放弃（地产收储、消费补贴均在推进），而是资源约束下的优先级排序——信用资源在总量有限的条件下被优先配置给向上臂，向下臂的信

仅供内部参考，请勿外传

用基础仍待修复。

（4）资产价格反馈与业绩验证机制。更高的估值改善向上臂企业的融资能力，融资能力支持研发与并购，进一步扩大与下臂企业的差距；这一自我强化以盈利兑现为前提。市场端由“估值叙事”切换为“业绩验证”后，资金配置由趋势跟随转向基本面确认，使 K 型分化从行情特征升格为盈利结构的定价结果。

四条渠道的可持续性决定了 K 型的持续性：全球 AI 产业周期在海外资本开支指引下修前仍具惯性；政策倾斜在“新质生产力”战略下是中期方向；唯一可能在 2026 年内出现边际变化的变量是居民需求修复——若增量政策（消费补贴加码、降准降息、存量房贷利率调整）加速落地并传导至居民信用，向下臂可能出现估值修复窗口。

1.4 与历史结构性行情的区别及跨周期启示

与历史结构性行情对照来看，本轮本质区别在于：2016—2017 年与 2019—2020 年的分化发生于盈利全面修复的背景之下，分化的焦点是涨幅差异与估值集中；2026 年的分化则发生于盈利总量修复与结构分化同步进行的背景之下，分化焦点是修复方向与恶化方向的相反运动——向上臂盈利爆发式兑现，向下臂仍在盈利恶化或企稳过程中。前者是牛市内部的强弱排序，后者是复苏自身的结构性质。

表 7：本轮 K 型与历史结构性行情的对照

维度	2016—2017 年	2019—2020 年	2026 年（本轮）
驱动	供给侧改革（周期资源品）	核心资产/茅指数	AI 硬件链+PPI 资源品
向上臂	钢铁、煤炭、有色	白酒、医药、新能源	半导体、存储、AI 算力、有色
向下臂	创业板成长（估值压缩）	中小盘（流动性虹吸）	消费、地产链、地方平台
分化层次	单层（行业涨幅差）	单层（估值集中）	四层同源闭环（盈利/价格/信用/市场）
与盈利的关系	供给侧利润再分配	盈利集中龙头	结构性盈利底确认

资料来源：中国政府网，国家统计局，Choice，山西证券研究所

跨周期案例提供两点方法论启示：（1）历史样本显示，金融稳定工具能够修复上臂的融资条件，但未必直接修复中位收入与部门需求（2008 年后的经验）；部门层面的 K 型与总体福利的改善可以并存（2020 年后部门分化强、转移支付亦改善家庭净资产，构成纯 K 型叙事的反例）；财政过早正常化则可能使尚未修复的下臂重新下滑（1937 年经验）。这要求 K 型判定坚持多维口径，避免以单一资产或单一叙事替代证据。（2）2026 年中国样本的优势在于四层指

仅供内部参考，请勿外传

标在同一制度环境、同一年度内同期协同，适合识别传导方向，但其观察窗口自四维协同全部成立起算仅数月（最晚成立的价格端于 2026 年 4 月翻转），且尚缺失“分化→收敛”终局的完整观测，加之政府债券、产业政策与普惠小微贷款属政策变量，不宜将政策驱动直接归因于市场化修复——因此本轮结论判断为“结构分化证据较强、周期完整性待验证”，既不能据此断言永久分化，也不宜因总量达标而推定全面修复。

2、观测变量、监测框架与情景推演

2.1 监测框架：以事件树替代事后解释

K 型分化的跟踪应以预先锁定的判据与阈值进行，而非依赖事后解释。综合四层结构，监测框架沿五组信号展开：（1）金融条件与信用结构：住户贷款（短贷与中长贷是否同步转正）、M1 与 M2 剪刀差、社融存量增速与单月增量是否背离。若单月同比多增而住户贷款持续净减，应判定为“总量修复、结构未修复”。（2）价格结构：PPI、CPI、核心 CPI 及 PPI-CPI 剪刀差（剔除能源项后复算）。剪刀差持续为负且扩大，确认利润向上游集中；CPI 与核心 CPI 同步改善且剪刀差收敛，提示终端需求修复。（3）市场结构与资金：上涨个股占比、单一行业成交占比分位、基金重仓集中度。（4）实体传导：社会消费品零售、固定资产投资、制造业 PMI。（5）外部环境：美联储政策路径与美债收益率、国际油价、人民币汇率与关税政策——其与国内政策变量共同构成向上臂延续性的约束。

据此设定收敛与再分化的双向判据。（1）K 型收敛信号：住户短期与中长期贷款同步转正、CPI 连续改善、PPI-CPI 剪刀差收敛，且向上臂成交占比自历史高分位回落，定义为下臂修复、K 型收敛。（2）再分化信号：中报盈利兑现度下降（三季报向上臂增速低于中报）、向上臂成交占比继续走高而居民信用未修复，定义为估值压缩风险、K 型可能加剧。监测按季度更新，概率修正本身即是持仓结构调整的信号。

2.2 五个观测变量的兑现检验

基于上述框架，下半年需重点跟踪 7 月 PPI 同比、政策定调与落地、央行短端流动性、增长与政策传导、汇率与汇兑损益五个观测变量，截至 2026 年 9 月 21 日，相关数据已披露，检验结果上看：（1）7 月 PPI 同比+3.5%的回落主因国际原油价格回调等输入性因素，而非内需整体收缩；8 月 PPI 同比+3.8%、环比+0.4%由降转涨，涨幅重新扩大，兑现度提高；8 月官方

仅供内部参考，请勿外传

制造业 PMI 回升 0.6 个百分点至 49.8%，仍未重返荣枯线上方，新订单与生产分项重回扩张区间（分别+2.1pct、+0.5pct），叠加财新 PMI 连续 9 个月扩张，指向需求收缩斜率边际放缓，但 1—8 月投资端各分项仍全面恶化，传导断层未见实质性修复，尚不足以据此上修复苏广度。（2）政策链条的边际变化快于预期：8 月 21 日促内需政策优化作为“增量政策”首批落地措施出台，节奏快于市场此前“三季度末前后落地”的预期；货币政策仍处观察期（LPR 连续 16 个月持平、政策利率 1.40%自 2025 年 5 月未动），总量工具仍处储备状态——财政先行、货币观察的组合意味着政策传导的下一步校验点是财政落地后的居民信贷与民间投资数据。9 月以来无降准降息落地，人民银行行长潘功胜在 G20 场合重申继续实施适度宽松的货币政策，二季度货币政策执行报告删去“信贷均衡投放”表述，“财政先行、货币观察”的取向进一步确认。（3）8 月金融数据与经济数据补充检验：8 月住户贷款减少 2029 亿元、连续两个月净减，企业贷款单月增加 2600 亿元、回归正增长，前 8 个月直接融资占社会融资规模增量比重达 50.31%；1—8 月固定资产投资同比-7.2%、降幅较 1—7 月扩大 0.5 个百分点，8 月社会消费品零售总额同比+0.4%、较 7 月回落 0.2 个百分点。9 月 10 日《金融强国建设“十五五”规划》正式出台，人民银行同步印发“十五五”改革发展规划及 9 份行动方案，货币政策框架向价格型调控与结构性工具“有进有退”转型进一步制度化。9 月 17 日美联储加息 25 个基点至 3.75%—4.00%、为 2023 年 7 月以来首次，日本央行次日亦加息至约 1.25%，发达经济体同步收紧；9 月 18 日国务院常务会议听取老龄工作情况汇报、研究推动体育赛事健康发展并部署实施医疗康复护理扩容提升工程，促内需政策沿服务消费与银发经济继续延伸；9 月 20 日 LPR 连续第 16 个月保持不变，政策利率（7 天期逆回购利率 1.40%）维持不变，国内货币政策坚持“以我为主”、适度宽松基调未变。综合看，居民信用与投资端仍未修复，传导断层未见实质性改善，向下臂的修复判断继续推迟。

表 8：五个观测变量的兑现检验

观测变量	实际数据（截至 2026-09-10）	判定	指向
PPI 同比（8 月）	+3.8%（8 月，涨幅较 7 月扩大 0.3pct），环比+0.4%由降转涨；7 月+3.5%回落系输入性主因	兑现	盈利底确认兑现度提高
政策定调与落地（7/30—9/21）	“增量政策+逆周期加码”定调；8 月 21 日财政金融协同促内需政策优化落地、国常会部署新一代通信网建设与清欠；8 月 31 日国常会部署城市地下管网（“六张网”再落地）与规范招商引资；9 月 10 日《金融强国建设“十五五”规划》正式出台；9 月 18 日国常会听取老龄工作情况汇报、研究推动体育赛事健康发展并部署医疗康复护理扩容提升工程，促	兑现+落地	新一轮政策探底从定调进入实施阶段

仅供内部参考，请勿外传

观测变量	实际数据（截至 2026-09-10）	判定	指向
	内需政策向服务消费与银发经济延伸，人民银行同步印发“十五五”改革发展规划及 9 份行动方案		
央行短端流动性	DR007 加权约 1.38%（低于政策利率 1.40%）；8 月下旬起隔夜逆回购常态化操作；8 月 20 日 LPR 连续 15 个月不变、9 月 20 日 LPR 连续 16 个月不变（1 年期 3.0%、5 年期以上 3.5%）	兑现	宽松延续，总量工具仍处储备
增长与政策传导	投资端未修复（1—8 月固定资产投资-7.2%、房地产开发投资-19.9%）；8 月官方制造业 PMI 回升 0.6pct 至 49.8、总指数仍处荣枯线下方，但新订单 50.6 与生产 50.4 分项重回扩张，财新 51.5 连续 9 个月扩张；8 月社会消费品零售总额+0.4%、较 7 月回落 0.2 个百分点，住户贷款连续两个月净减	分化：投资断层加深、需求现企稳信号	首个边际企稳信号出现，传导修复待数据验证
汇率与汇兑损益	人民币对美元中间价较上年末（7.0288）升值约 3.7%；上半年 132 家公司中报汇兑损失超 38 亿元；9 月 18 日人民币对美元中间价报 6.7521、创 2023 年 2 月以来新高	需跟踪	出口链利润扰动，向上臂内部再分化

资料来源：中国政府网，Choice，山西证券研究所

2.3 情景推演：三条路径与概率分布

基于上述检验，三条路径分别为 K 型延续（60%）、K 型收敛（25%）、K 型双下（15%）。（1）中报数据确认向上臂盈利兑现，海外云厂商 2026 年资本开支指引仍处扩张，路径 A 正在兑现；7 月电子单月下跌、8 月强力反弹的高波动形态，恰为业绩验证期定价分歧的典型表现，方向仍由盈利决定。（2）路径 B 的触发条件截至 9 月中旬仍未满足，其中“美联储超预期降息”假设已基本被证伪——CME 利率期货对 9 月 15—16 日 FOMC 会议加息 25 个基点的定价由一个月前的 33%升至 87%—94%，北京时间 9 月 17 日凌晨，美联储如期加息 25 个基点至 3.75%—4.00%，为 2023 年 7 月以来首次加息，FOMC 以 12 票全票通过；点阵图显示多数官员预计年内或再加息一次，日本央行次日亦加息至约 1.25%，发达经济体同步收紧，全球降息周期叙事随之打破。该外部变化同时沿两条渠道作用于 K 型：价格渠道方面，布伦特原油价格受中东地缘冲突扰动一度升至 108 美元/桶以上，后随供应担忧缓解回落至 102—104 美元/桶，输入性涨价动能边际减弱，而终端需求仍弱；金融渠道方面，美债 10 年期收益率突破 5%、创 2007 年以来新高（随后回落至 4.96%附近），高估值资产的分母端首先承压，9 月以来科创 50 自高点最大回撤约 10%、两市成交额一度缩至 1.63 万亿元的年内新低，即是该渠道的现实演绎。加息落地后市场定价由“政策博弈”转向“产业景气”，9 月 18 日两市成交额放量至 2.08 万亿元、科创 50 单周上涨 6.39%。概率分布本次不作调整，维持 K 型延续 60%、收敛 25%、

仅供内部参考，请勿外传

双下 15%；按事件树规则，若美联储延续加息并叠加海外 AI 资本开支指引下修，则路径 C 应上修。（3）路径 C 作为尾部风险，当前未见 AI 资本开支指引下修的迹象，但向上臂成交占比处于历史 93%分位、机构持仓持续加配的组合本身意味着，一旦盈利兑现度边际走弱，赎回与被动减持可能形成二阶冲击，对此应保持预案而非给予高概率。

表 9：K 型分化的三条演化路径

路径	情景	概率	触发条件
A	K 型延续，向上臂扩散	60%	向上臂盈利持续兑现；向下臂止跌但难以反转
B	K 型收敛	25%	地产销售转正+消费补贴加码+居民信贷转正，信用从置换转新增
C	K 型双下，K 型恶化	15%	AI 资本开支证伪+关税升级+美联储延续加息，指数回探

资料来源：Choice，山西证券研究所

概率分布并非静态设定，后续按事件树动态修正：若三季报向上臂增速环比放缓、而向下臂信用信号（住户贷款、社零）改善，则 A 下修、B 上修；若增量政策落地后固定资产投资与民间投资增速仍无改善，传导断层确认，则 A 下修、B 与 C 上修；若海外资本开支指引下修叠加 PPI 回落加速，则 C 上修。结合检测框架中收敛或者再分化的判据，概率修正应同时触发持仓结构的两向检查：出现收敛信号时检查向下臂的可修复价值；出现再分化信号时降低向上臂交易集中度偏高的β。

四、结论与投资含义

1、核心结论

第一，本轮盈利底为结构性确认，三段底周期已闭环，市场焦点切换至新一轮政策探底。政策底（2024 年 9 月“924”组合拳、11 月 10 万亿元化债）、市场底（基本同步、点位高于政策底区间）、盈利底（2026 年一季度确认完毕，中报验证）的三段定位，被 2025—2026 年工业企业利润轨迹（2025 年+0.6%、2026Q1+15.5%、上半年+18.7%、1—7 月+17.6%）、A 股中报（非金融石油石化归母净利合计+19.83%、盈利占比 73.9%、净利正增长占比 49.7%）与市场点位（2026 年 9 月 1 日上证综指较 2024 年 9 月低点上涨约 47.18%）充分验证；DDM 分母三因子的轮动顺序再次复现（2024 年 9 月降准降息压低无风险利率确立政策底、2024 年 10 月至 2025 年风险偏好修复压低股权风险溢价确立市场底、2026 年盈利修复接续驱动确立盈利底）。

仅供内部参考，请勿外传

盈利底判定标准应由“总量单一标准”升级为“总量+结构”双标准：总量达标、结构 K 型的组合意味着，若沿用总量单一标准推断盈利底确认后的“全面反转”，将系统性高估指数上行空间。当前由二季度 GDP 同环比双降触发的新一轮政策探底，能否修复向下臂（居民信用与投资端），决定结构性行情能否向全面修复扩展。

第二，K 型分化是同一机制在四个维度的协同投影，已形成自我强化的闭环，其稳定性强、边界在居民端。盈利端增量集中于科技与资源品、价格端利润向上游集中、信用端政府与企业扩张而居民收缩、市场端资金向业绩验证的向上臂集中——四层同向、互为因果，共同构成结构性确认的协同证据。闭环的存在使单一维度的数据噪声难以动摇分化格局，但也使其可证伪条件清晰：居民部门信用的最终修复与盈利端的持续兑现，是 K 型收敛或延续的两大边界条件。

第三，当前市场处于“结构性反转”状态，而非全面反转或单边牛市。指数重心缓升、盈利驱动的行业轮动上行、全面普涨未现，构成介于“反弹”与“全面反转”之间的第三种市场状态。市场宽度数据（上涨个股占比均值 47.5%）与指数读数的背离、行业极差 55.8 个百分点的分化，均指向这一判断。结构性反转的确认以盈利底为前提，其延续则取决于新一轮政策探底对向下臂的修复力度——这决定了后续配置“选边重于择时”的总体框架。

第四，K 型判定须坚持多维口径与预锁定原则，历史外推须保留证据边界。K 型不等于增长差异，其成立要求共同下行、结构性分叉、差距持续的三段式证据，并要求组别预先锁定、多维度交叉验证。2026 年中国样本四层同期协同、结构分叉证据较强，但协同成立时点最晚至 2026 年 4 月、观察窗口尚短且缺失“分化→收敛”终局观测，加之政策变量参与其中，周期完整性尚待验证——当前适宜表述为“结构性确认”，不宜外推为永久分化。

2、市场含义

第一，驱动切换：市场由分母驱动切换至分子驱动，政策信号与盈利兑现交替主导。2024 年 9 月以来指数上行主要由分母（无风险利率下行与风险偏好修复）驱动；2026 年一季度盈利底确认后进入分子（盈利兑现）驱动阶段。当前新一轮政策探底已启动，增量政策自 8 月下旬起陆续落地，市场在“盈利兑现”与“政策预期”之间交替：政策信号密集期（如 7 月政治局会议）指数弹性增强，政策观察期（如 8 月 LPR 保持不变）回归盈利与结构主线。须区分的是，“政策探底”指增量政策落地推进的过程，而“政策底”的严格触发条件（六类约束中两条以上同时击穿且方向一致）截至 2026 年 9 月 21 日尚未满足，二者分属“过程推进”与“确

仅供内部参考，请勿外传

认成立”两个层面。

第二，指数特征：震荡抬升而非单边普涨。盈利总量改善但结构分化、居民部门尚未修复的背景下，2026 年 9 月 1 日上证综指较 2024 年 9 月低点上涨约 47.18%之后，进一步趋势性上行需要盈利修复广度（向下臂转正）或增量流动性（降准降息落地）的配合；缺乏全面牛市条件时，指数大概率维持震荡抬升，行业轮动是主要特征。9 月 2 日上证回调至 3941.39 点、成交 1.79 万亿元所反映的“等待验证”情绪，与这一判断一致。

第三，结构特征：向上臂仍为主要收益来源，但交易集中度偏高与估值透支并存。向上臂的盈利兑现（电子、有色、通信、煤炭）仍是主要收益来源，需同时注意两点：其一，估值透支风险——科创 50PE-TTM（9 月 4 日 136.8 倍）与上证（15.9 倍）的估值裂口、电子成交占比 93%分位，意味着盈利兑现速度需持续高于估值扩张速度，收益来源应拆分为现金流上修、贴现率扩张与交易集中度溢价三类，后两类对利率与资金流高度敏感；其二，名义分散不等于因子分散——电子、通信、计算机看似分属不同行业，实则共同暴露于 AI 资本开支、长久期与产业政策预期，单一主题集中已不仅是行业风险，而是系统性资金流风险。

第四，向下臂的观察信号：低估值不构成修复条件，居民信用与社零回升才是。白酒、地产、消费的估值已处历史低位，但低估值不等于立即修复；住户贷款转正与社零回升是修复的前提信号，当前尚未出现。向下臂的配置属性仍为“防御+偶发政策催化”；新一轮政策探底若以消费补贴、地产收储为发力点，向下臂的估值修复窗口将提前打开。

第五，政策增量的跟踪顺序：政策沟通、利率与信用利差、信贷与企业融资、就业与家庭现金流、订单与利润。政策退出（或加码节奏变化）通常先影响估值与利差，再传导至实体；当前阶段财政先行（促内需政策落地、专项债与政策性金融工具集中投放，8000 亿元新型政策性金融工具已于 9 月初开闸）、货币观察的组合下，跟踪重点依次为：促内需政策的传导效果（消费贷贴息上限提高后居民信贷是否改善、中小企业贷款贴息扩围后民间投资是否企稳）、降准降息的落地时点（下一观测窗口为 9 月 MLF 续作与 LPR 报价及三季度末）、财政工具发行节奏（剩余约 2 万亿元专项债集中于 8—12 月使用）。

3、投资建议：选边重于择时，结构性 α 与宏观 β 分开定价

配置上，选边重于择时：在震荡抬升而非单边趋势的市况下，指数择时的收益空间有限；在 K 型分化格局下，行业与个股选择对收益的贡献远大于入场时点。中报为“选边”提供了业绩坐标——向上臂的盈利兑现与向下臂的需求收缩同时被数据确认。操作上应把“结构性 α ”

仅供内部参考，请勿外传

（盈利质量与份额驱动的现金流上修）与“政策或技术扩散β”（贴现率与主题溢价）分开定价，具体沿四条线索展开：

其一，向上臂采取有条件表达：盈利质量+估值纪律。AI 硬件链（半导体、存储、PCB、AI 服务器）、资源品（有色、化工）与出海制造是盈利高增长的主要来源；配置上应区分“业绩兑现确定性高的龙头”（以中报高增案例为代表，盈利已获验证）与“依赖订单与预期的纯概念题材”（波动更大、仓位应更小或期权化表达）。对已持有仓位，按月跟踪三项指标：营收份额与自由现金流是否同步改善、资本开支/折旧比是否过度抬升、机构持仓与成交占比分位是否过热——当资本开支与持仓分位走高而现金流走弱时，应降低交易集中度偏高的β敞口。出海制造需额外跟踪汇兑损益：上半年 132 家公司汇兑损失超 38 亿元，人民币若延续升值，出口链内部将出现“订单强、利润弱”的再分化，套保能力与外币资产负债结构应纳入个股筛选。

其二，向下臂区分“坏价值”与“可修复价值”。传统消费、地产链与部分周期品可能因需求疲弱、高杠杆或监管变化而长期承压；缺乏可防御现金流与资产负债表修复能力者，低估值不构成买入理由。具备可恢复需求、资产折价或再定位能力，且政策能够缓解其营运资本压力的部门，才具有类似看涨期权的修复结构。触发配置的信号与收敛判据一致：住户短贷与中长贷同步转正、CPI 连续改善、PPI-CPI 剪刀差收敛。在信号出现前，向下臂仓位承担防御与政策博弈功能（对冲向上臂估值回调、博弈消费补贴与地产收储催化），而非趋势性配置。

其三，组合管理以风险预算替代方向押注。单一行业成交占比处历史 93%分位、机构持仓持续加配的组合状态下，向上臂的集中度已构成系统性资金流风险；组合检查应覆盖行业、供应链、地区与风险因子四个层面，重点排查“行业分散但因子集中”（电子/通信/计算机同向暴露于 AI 资本开支）的隐性相关。预留对路径 C 尾部风险（AI 资本开支证伪、关税升级、居民持续去杠杆）的对冲，并针对政策退坡（政府债券增速回落、化债置换进入尾声而内生信用未接续）做压力测试。

其四，以事件树而非叙事触发再平衡。设定两类触发条件：K 型收敛信号（住户信贷转正、CPI 连续改善、剪刀差收敛、向上臂成交占比自高分位回落）出现，则提高质量周期与向下臂修复暴露；再分化信号（三季报向上臂兑现度下降、成交占比继续走高而居民信用未修复）出现，则降低向上臂交易集中度偏高的仓位、提高流动性资产与防御现金流配置。概率修正即持仓调整信号：K 型格局下，收益的最终来源不是对某一方向的坚持，而是对收敛与再分化两组条件概率的持续校准；两种路径的分野，在于盈利与信用能否从向上臂扩散至居民部门与中小

仅供内部参考，请勿外传

企业现金流，这一扩散信号出现之前，结构性分化仍是基准情形。

五、风险提示

（1）宏观与政策不及预期的风险：若增量政策出台时点或力度低于预期，固定资产投资与民间投资增速持续为负，政策传导断层将长期化，向下臂修复进一步推迟，指数“震荡抬升”的中性假设面临下修。

（2）向上臂产业景气证伪的风险：本轮 K 型的盈利支点高度依赖 AI 产业链，海外云厂商 2026 年资本开支指引若下修，或半导体、存储价格周期反转，电子与原材料利润高增将难以持续，K 型可能滑向“双下”路径（路径 C，概率 15%）。

（3）价格结构逆转的风险：PPI-CPI 剪刀差翻转系 2026 年 4 月以来新近形成，其前提是上游供给约束与全球定价品景气；若国际油价单边下行或终端需求持续疲弱，剪刀差存在被动收敛可能，利润向上游集中的结构将不可持续。

（4）居民部门信用修复迟缓的风险：住户贷款转正与社零回升是 K 型收敛的前提信号，当前均未出现；若居民资产负债表修复久拖，向上臂利润终将面临终端需求约束，闭环的可持续性将被侵蚀。

（5）估值透支与交易集中度偏高的风险：科创 50PE-TTM 与上证指数的估值裂口处于极端水平，电子行业成交占比处 2022 年以来 93%分位；业绩验证期内若三季报兑现度低于中报，向上臂估值压缩与资金流出的波动可能被放大。

（6）外部环境的风险：美联储于 9 月重启加息、日本与欧洲央行同步收紧，全球流动性环境转向；中美经贸与关税政策、地缘政治冲突与国际油价波动、人民币汇率变动，均可能经由出口链利润、风险溢价与汇兑损益渠道对前述判断形成扰动。

（7）方法论局限：概率推演含主观设定，历史规律外推不保证未来有效；规上工业企业利润与上市公司财报两套口径的结构读数存在差异，监测判据（住户信贷、剪刀差、成交分位等）须按季度滚动复核，不宜静态套用。

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

深圳
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 楼

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

