仅供内部参考，请勿外传

国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 09 月 27 日

A 股策略周报 20260927

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组
分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） mouyiling@gjzq.com.cn
分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003） wuhuimin@gjzq.com.cn
分析师：吴晓明（执业 S1130525060005） wu_xiaoming@gjzq.com.cn

几个重要的观测

美国与非美市场分化的来源

全球权益市场在上半周如期修复，而后在地缘反复和美国经济超预期共同带动美债利率创新高后出现反复波动，最终美股明显强于非美市场，即使产业链充分受益于 AI 的日韩市场，表现也明显弱于美股。一定意义上，对于中国相关硬件资产在本轮反弹中的落后可能并不仅仅是因为筹码原因，而是全球共同特征。这背后对应的是“强美元、高利率”环境下资金回流美国的逻辑正在逐步演绎，即我们此前强调今年以来的重要特征：AI 硬件加速推动美国投资需求扩张，但美国自身储蓄不足并不能单独支撑投资需求，用相对高回报吸引全球资本回流美国成为最重要的手段，这也是利率上行的重要原因，这也是有别于 2025 年科技巨头尚能用自由现金流支撑投资时全球金融资产可以协同上涨的场景。近期，9 月美国经济数据的超预期进一步从经济基本面侧验证了美元回流的基础，导致市场对美国经济的叙事转向过热并支撑了实际利率的上行，并上调 10 月对美联储加息的预期，这几乎对美国以外的所有资产形成了有效压制。

不同资产对利率的敏感形式并不相同

当下权益市场不同类型的资产对利率的敏感度并不相同：（1）商品：锚定实际利率，关注名义利率与通胀的赛跑，目前看能源有制造通胀的能力。（2）出口出海（类似的还有类似创新药等长久期资产）：锚定名义利率，当下美国的高利率环境在吸引资金回流美国的同时也压制了非美需求的扩张。（3）AI：景气度的韧性优势依然在，但确定性不及 4-6 月，面对两种情况：当名义利率的上升更多源自于实际利率而非通胀预期时，作为融资利率上行来源本身，AI 产业链的负“实际利率”依然能够确保其市场表现具备韧性；然而当名义利率的上行来源是 AI 以外的通胀预期上行时，股价相较于 Q2 出现明显的波动率放大（例如当油价出现上行而科技产业趋势无有效突破）。值得一提的是，近期围绕霍尔木兹海峡通航问题出现边际积极信号，尽管目前尚未取得实质性进展，但考虑到高能源价格带来的通胀压力及可能对美国国内政策形成的潜在约束，美国中期选举前双方潜在的谈判诉求或将有望释放进一步的积极信号，后续值得关注。若后续地缘风险缓和：由于能源也是制造通胀的来源，能源价格短期回落缓解因通胀担忧带来的名义利率上行压力的同时，实物供给约束改善也有望带动有色等实物资产修复。对能源而言，在低库存和当下成品油市场的紧张格局下，油价回落反而可能进一步释放补库需求。

能源：更复杂的角色与定价

从能源侧来看，长期视角下全球人均石油消费量保持稳定，在当下 AI 以外投资被利率升高挤出的周期中，支撑能源消费量的更多是稳定的消费需求。有别于 3-4 月的单因素、高波动的特征，当下石油市场开始转向当下的多因素、低波动的特征：一方面，当下成品油市场库存偏紧+海外炼厂开工率持续处于高位，这也导致了 9 月以来美国柴油价格最高已超过 2022 年；另一方面，由于地缘导致原油通航受阻，船舶被迫重新规划路线、航运距离增加，或已通过船对船过驳的方式实现外运，这在一定程度上确实能够缓解原油出口受阻问题，但航运成本的飙升也使得原油到岸成本急剧攀升。在问题部分解决的同时，全盘解决运输问题的难点也从 3-4 月的霍尔木兹海峡是否同行，变为涉及到胡塞武装、沙特、美国、伊朗，甚至俄罗斯与乌克兰等多边维度的问题。当下的能源问题，从一个非黑即白的高波动问题，变为了一个更复杂而更低波的问题。

中美贸易摩擦修复后的下一阶段

本周市场关注度较高的还有中美领导人会晤。本轮磋商成果通稿中提及“中美建设性战略稳定关系”，议题涉及贸易、人工智能等多个领域。从出口视角来看，2025 年中美贸易摩擦以来中国对美出口明显下降，目前正处于历史低位且过去 6 个月呈现底部企稳迹象。而中美元首会晤后，贸易理事会机制的建立或将有望增强双方政策沟通的连续性与可预期性，经贸关系也可能从此前频繁的政策扰动逐步转向更加机制化的协调。这意味着，中美贸易摩擦对我国出口边际冲击最强的阶段可能正在过去，反而经历前期冲击之后，一些非敏感、更多由终端需求决定的传统消费品正在低位等待修复。目前看，美国耐用品和非耐用品库存均在历史低位，产业链补库和潜在的贸易摩擦缓和或将有望带动相关消费品对美出口修复，后续值得关注（利率能有效下降仍然是前提）。

纠结的场景还在继续

市场趋势性机会仍然不明确，结构性的应对仍然是主要思路，我们推荐：第一，**有色金属（金、铜、铝）**作为美元对立面资产，长期看当下科技并不具有再加速能力，而在极致的加息预期落地与地缘矛盾缓和后，阶段性反弹正在孕育；第二，本轮油价的波动反而可能释放全球对能源的补库需求，**石油、油运和炼化**为代表的能化链条将继续受益。

风险提示

国内经济修复不及预期；海外经济大幅下行。

内容目录

1、美国与非美市场分化的来源 3
2、能源：更复杂的角色与定价 5
3、中美贸易摩擦修复后的下一阶段 7
4、纠结的场景还在继续 9
5、风险提示 9

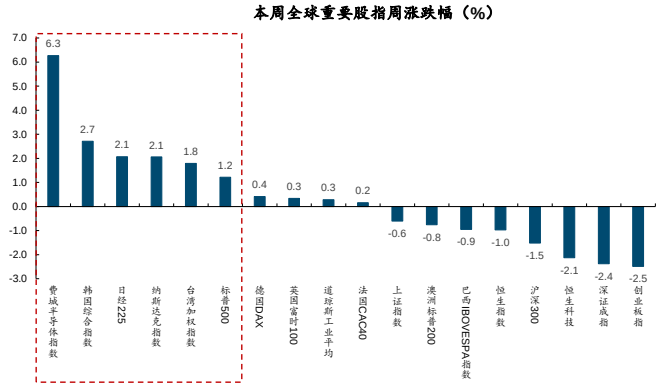
图表目录

图表 1： 本周美股反弹幅度强于非美市场，即使产业链受益的日韩市场，表现也明显弱于美股 3
图表 2： 在地缘反复、油价上涨和美国经济数据的超预期驱动下，美债长短端利率均创下新高 3
图表 3： 最近几年美国净储蓄率持续处于零轴附近，2026Q2 最新数据约为 0.7% 3
图表 4： 9 月美国制造业产出和服务业 PMI 均明显强于其他主要发达经济体 3
图表 5： 8 月底以来市场不断上修美国 2026Q3 GDP 4
图表 6： 最近一周市场不断上调对今年 10 月美联储加息的概率 4
图表 7： 近期 A 股与美股科技板块的表现存在较为明显的分化（2025 年 12 月末=1） 4
图表 8： 当前美国通胀预期与油价密切相关 5
图表 9： 2026 年来美债实际利率走势与黄金走势相反 5
图表 10： 美国的高利率环境在吸引资金回流美国的同时也压制了非美需求的扩张 5
图表 11： 与 4-6 月份相比，当前 AI 产业链 PPI 相较于美债的价格优势高位回落（%） 5
图表 12： 当下原油市场得波动率相比今年 3 月明显更低 6
图表 13： 8 月下旬以来沙特在 Yanbu 港口原油出口回落的同时，通过船对船方式实现原油外运（百万桶/日） 6
图表 14： 1985-2024 年全球人均石油消费量年均复合增速约-0.1% 6
图表 15： 8 月以来油轮的运费持续飙升，运输成本上升 6
图表 16： 海外主要地区柴油呈现“低库存+高开工率”的组合 7
图表 17： 2025 年以来中国对美出口敞口明显回落，不过最近 6 个月则维持底部相对稳定的状态 8
图表 18： 对美出口结构来看，2025 年以来大多数产品（尤其是高附加值产品）对美出口份额显著回落 8
图表 19： 根据亚特兰大 GDP Now 模型，美国服务消费支出维持上行的同时，也上调了商品消费 8
图表 20： 当前美国整体库存、耐用品和非耐用品库存均处于历史低位水平 8
图表 21： 对美出口消费品中，筛选出口份额较高且今年已趋于稳定的产品 9

1、美国与非美市场分化的来源

随着外部宏观风险不确定性下降（加息落地+地缘风险缓和）后，本周全球权益市场在上半周如期修复，但不同市场表现分化，而随着周三地缘反复、油价上涨和美国经济数据的超预期后，美债长短端利率均创下新高，权益市场也开始出现反复波动。最终本周美股反弹幅度明显强于非美市场，即使产业链受益的日韩市场，表现也明显弱于美股。

图表1：本周美股反弹幅度强于非美市场，即使产业链受益的日韩市场，表现也明显弱于美股



来源：wind，国金证券研究所

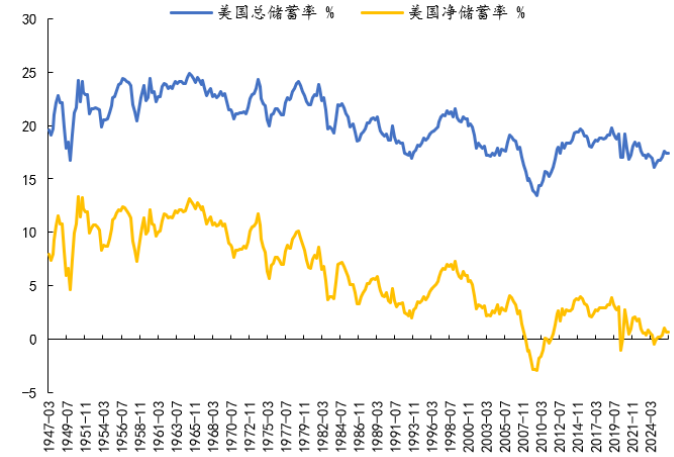
图表2：在地缘反复、油价上涨和美国经济数据的超预期驱动下，美债长短端利率均创下新高



来源：wind，国金证券研究所

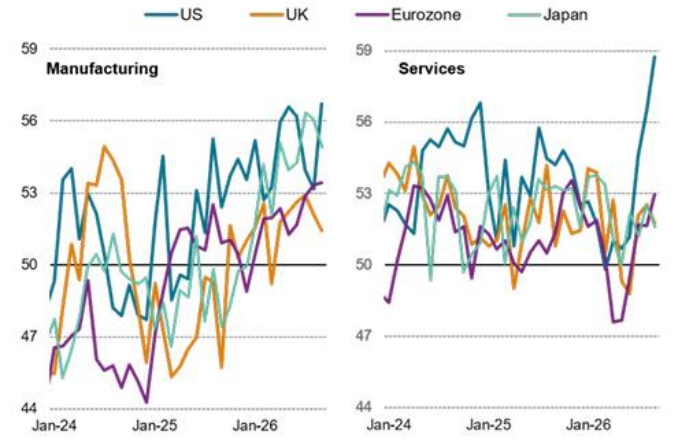
当前“强美元、高利率”的宏观环境正在吸引资金重新回流美国，这也是我们此前强调今年以来的重要特征：AI 硬件加速推动美国投资需求扩张，但美国自身储蓄不足并不能单独支撑投资需求，用相对高回报吸引全球资本回流美国成为最重要的手段，这也是利率上行的重要原因，这也是有别于 2025 年科技巨头尚能用自由现金流支撑投资时全球金融资产可以协同上涨的场景。与此同时，9 月美国标普制造业 PMI 录得 57，分项上产出和新订单均边际上行，经济韧性的超预期进一步从经济基本面侧验证了美元回流的基础，导致市场对美国经济的叙事转向过热并支撑了实际利率的上行，并上调 10 月对美联储加息的预期，这几乎对美国以外的所有资产形成了有效压制。

图表3：最近几年美国净储蓄率持续处于零轴附近，2026Q2 最新数据约为 0.7%



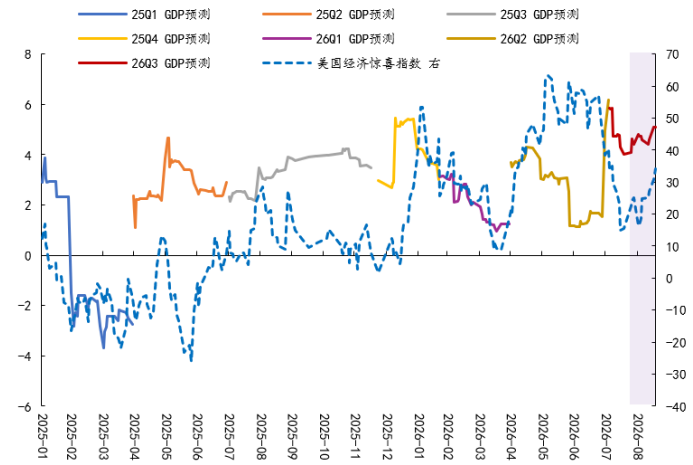
来源：Wind，国金证券研究所

图表4：9 月美国制造业产出和服务业 PMI 均明显强于其他主要发达经济体



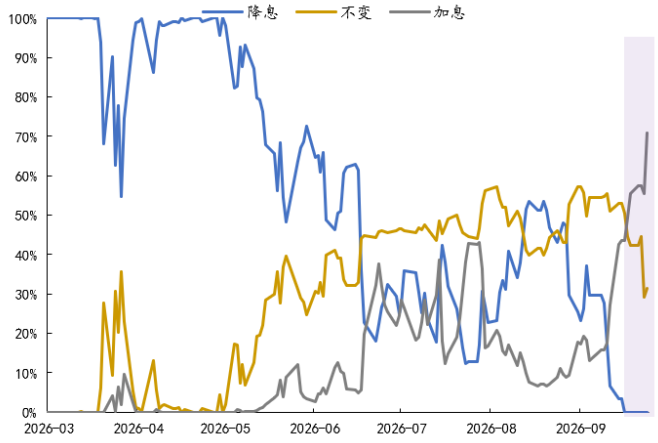
来源：S&P Global，国金证券研究所

图表5：8月底以来市场不断上修美国2026Q3 GDP



来源：Wind，国金证券研究所

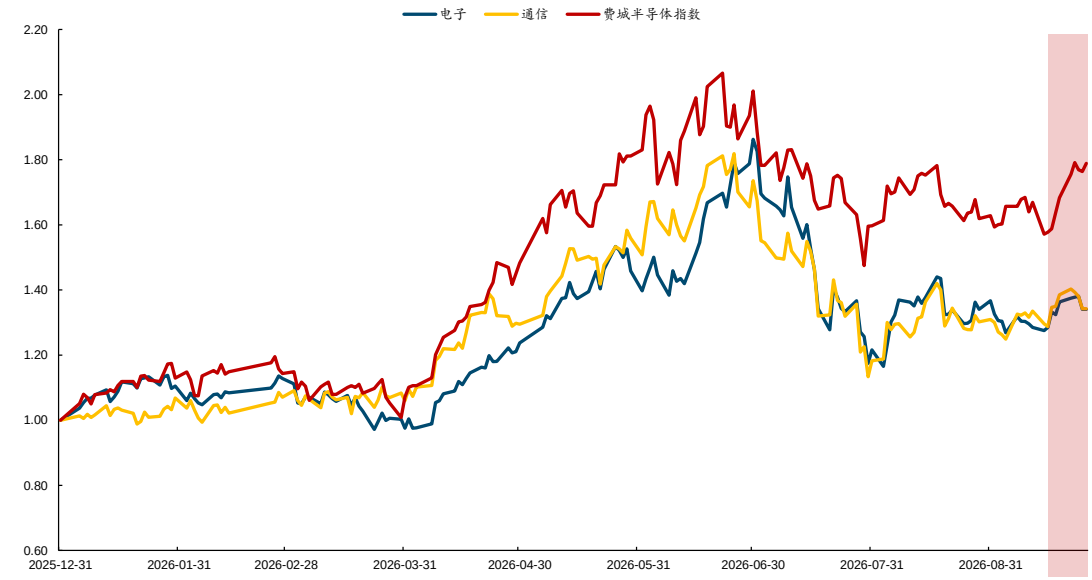
图表6：最近一周市场不断上调对今年10月美联储加息的概率



来源：CME，国金证券研究所

值得一提的是，本轮AI产业周期由美国所主导，而地缘约束则使得中国与美国在AI链上多个环节本身存在脱钩，同时联系密切的海外算力链又受到美国相关贸易政策的压制，这导致了近期A股与美股科技板块的表现存在较为明显的分化。

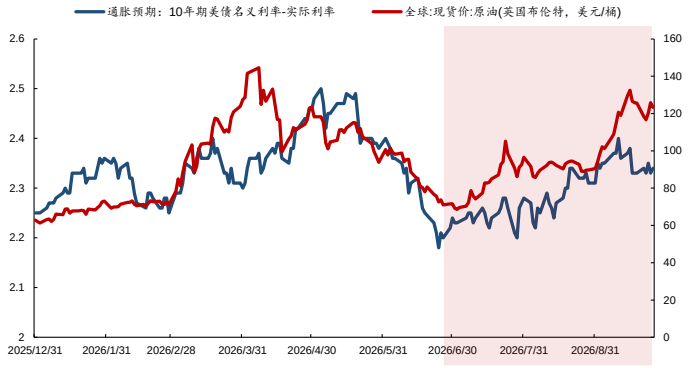
图表7：近期A股与美股科技板块的表现存在较为明显的分化（2025年12月末=1）



来源：Wind、国金证券研究所

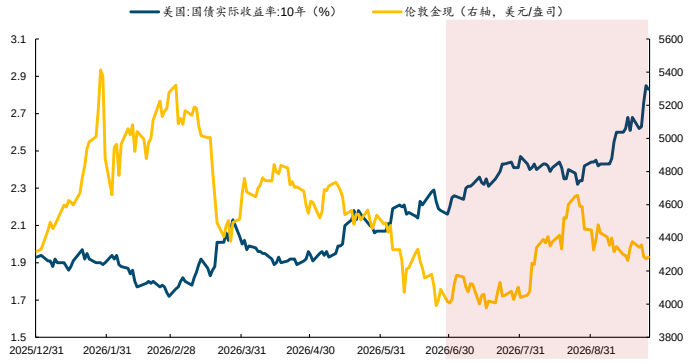
此外值得关注的是，当下权益市场不同类型的资产对利率的敏感度并不相同。(1) 商品：核心锚定实际利率，关注名义利率与通胀的赛跑。当名义利率跑输通胀时，此时通胀来源成为了唯一具备确定性的领域，在当前的场景来看是能源链，而实际利率的下行也为有色金属等其他实物资产带来上行机会。(2) 出口出海（类似的还有类似创新药等长久期资产）：锚定的是名义利率，当下美国的高利率环境在吸引资金回流美国的同时也压制了非美需求的扩张。(3) AI：景气度的韧性优势依然在，但是确定性不及4-6月，这也决定了当下AI资产对利率的敏感度可能存在不同。当名义利率的上升更多源自于实际利率而非通胀预期时，作为融资利率上行来源本身，AI产业链的负"实际利率"依然能够确保其市场表现具备韧性（这在近期得到再次体现）；然而当名义利率的上行来源是AI以外的通胀预期上行时，股价相较于Q2出现明显的波动率放大（例如当油价出现上行而科技产业趋势无有效突破）。

图表8：当前美国通胀预期与油价密切相关



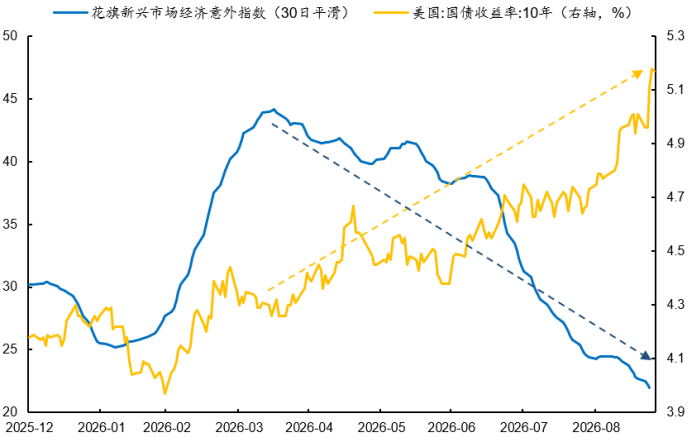
来源：wind，国金证券研究所

图表9：2026年来美债实际利率走势与黄金走势相反



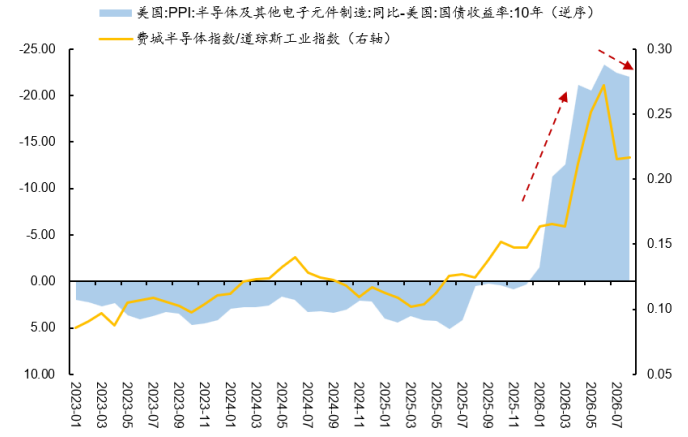
来源：wind，国金证券研究所

图表10：美国的高利率环境在吸引资金回流美国的同时也压制了非美需求的扩张



来源：wind，国金证券研究所

图表11：与4-6月份相比，当前AI产业链PPI相较于美债的价格优势高位回落（%）



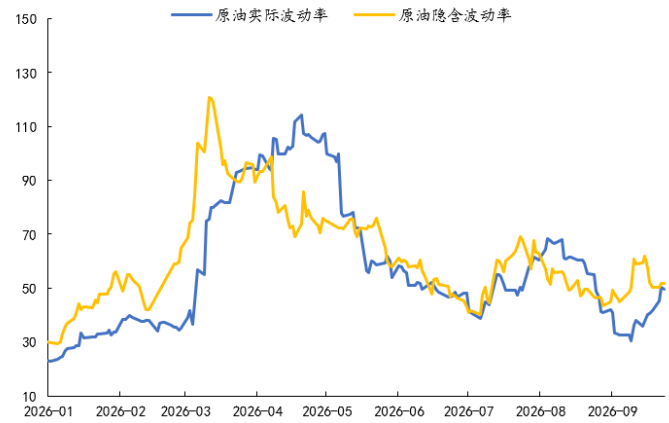
来源：wind，国金证券研究所

值得一提的是，近期围绕霍尔木兹海峡通航问题开始出现边际积极信号，9月25日伊朗向美国转达“七日内重新开放霍尔木兹海峡”的计划，尽管目前相关磋商尚未取得实质性突破（后续特朗普称拒绝了伊朗的提议且伊朗总统在采访时也表示“不再信任与美国的对话”，短期美伊问题存在反复），但考虑到高能源价格带来的通胀压力及可能对美国国内政策形成的潜在约束，美国中期选举前双方潜在的谈判诉求或将有望释放进一步的积极信号，后续值得关注。倘若后续地缘风险持续出现缓和，对于上述所提及的不同资产：由于能源本身也是当下制造通胀的来源，一旦地缘风险缓和，能源价格短期回落有助于缓解因通胀担忧所带来的名义利率上行压力，同时能源供给短缺对实物世界约束的缓解也有望带动有色为代表的实物资产的修复。而对于能源本身而言，地缘风险溢价下降短期可能带来下行压力，但考虑到当下能源的低库存和成品油市场的紧张格局，油价的回落反而有利于补库需求的释放。

2、能源：更复杂的角色与定价

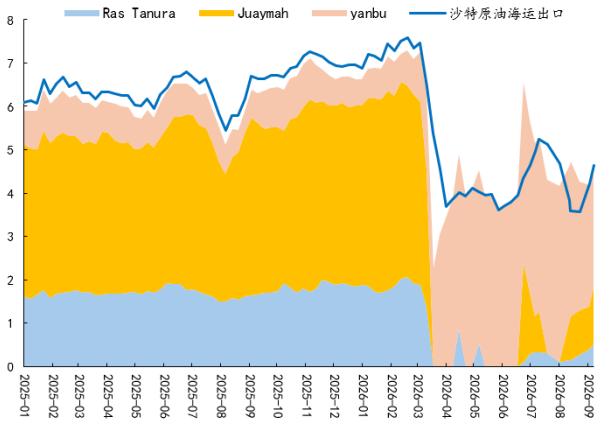
而从能源侧来看，尽管短期原油价格的波动和地缘局势的反复高度相关，但原油相比3月偏低的隐含波动率和实际波动率表明市场普遍认为原油价格可能会相对可控，因为尽管现实仍是紧缺的，但是潜在的运输路线仍可能缩减因冲突所导致的供给缺口。

图表12：当下原油市场得波动率相比今年3月明显更低



来源：wind，国金证券研究所

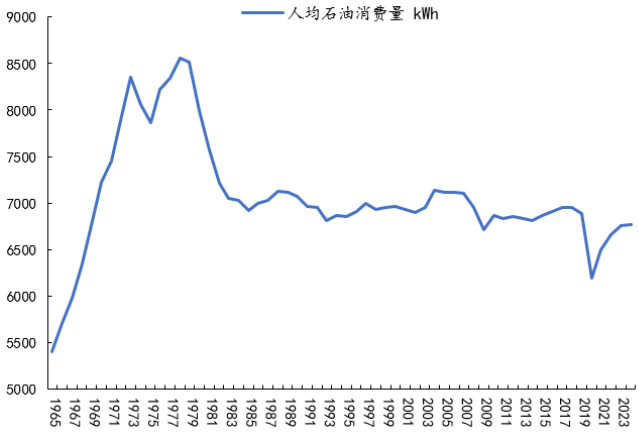
图表13：8月下旬以来沙特在Yanbu港口原油出口回落的同时，通过船对船方式实现原油外运（百万桶/日）



来源：wind，国金证券研究所

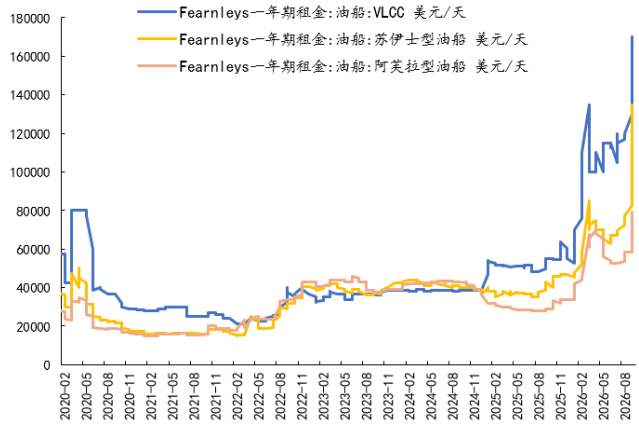
但实际上，长期视角下全球人均石油消费量维持相对稳定的状态（1985-2024年年均复合增速-0.1%），在当下AI以外投资被利率升高挤出的周期中，支撑能源消费量的更多是稳定的消费需求。有别于今年3-4月的单因素、高波动（霍尔木兹海峡通航受阻）的特征，当下石油市场开始转向多因素、低波动（现在还包括红海危机、俄罗斯炼厂遭袭并延长柴油出口限制，以及报道称美国可能限制柴油出口等）的特征。一方面，此前我们也多次讨论了当下成品油市场库存偏紧+海外炼厂开工率持续处于历史高位，这也导致了9月以来美国柴油价格最高已超过2022年，处于有数据以来的新高。另一方面，更为重要的是，由于地缘导致原油通航受阻，船舶被迫重新规划路线，航运距离大幅增加，或已通过船对船过驳的方式实现外运。虽然以上方式能够在一定程度上缓解原油出口受阻问题，带来实物供给边际修复，但航运成本的飙升也使得原油的到岸成本可能急剧攀升。在问题部分解决的同时，全盘解决运输问题的难点也从3-4月的霍尔木兹海峡是否同行，变为涉及到胡塞武装、沙特、美国、伊朗，甚至俄罗斯与乌克兰等多边维度的问题。当下的能源问题，从一个非黑即白的高波动问题，变为了一个更复杂而更低波的问题。

图表14：1985-2024年全球人均石油消费量年均复合增速约-0.1%



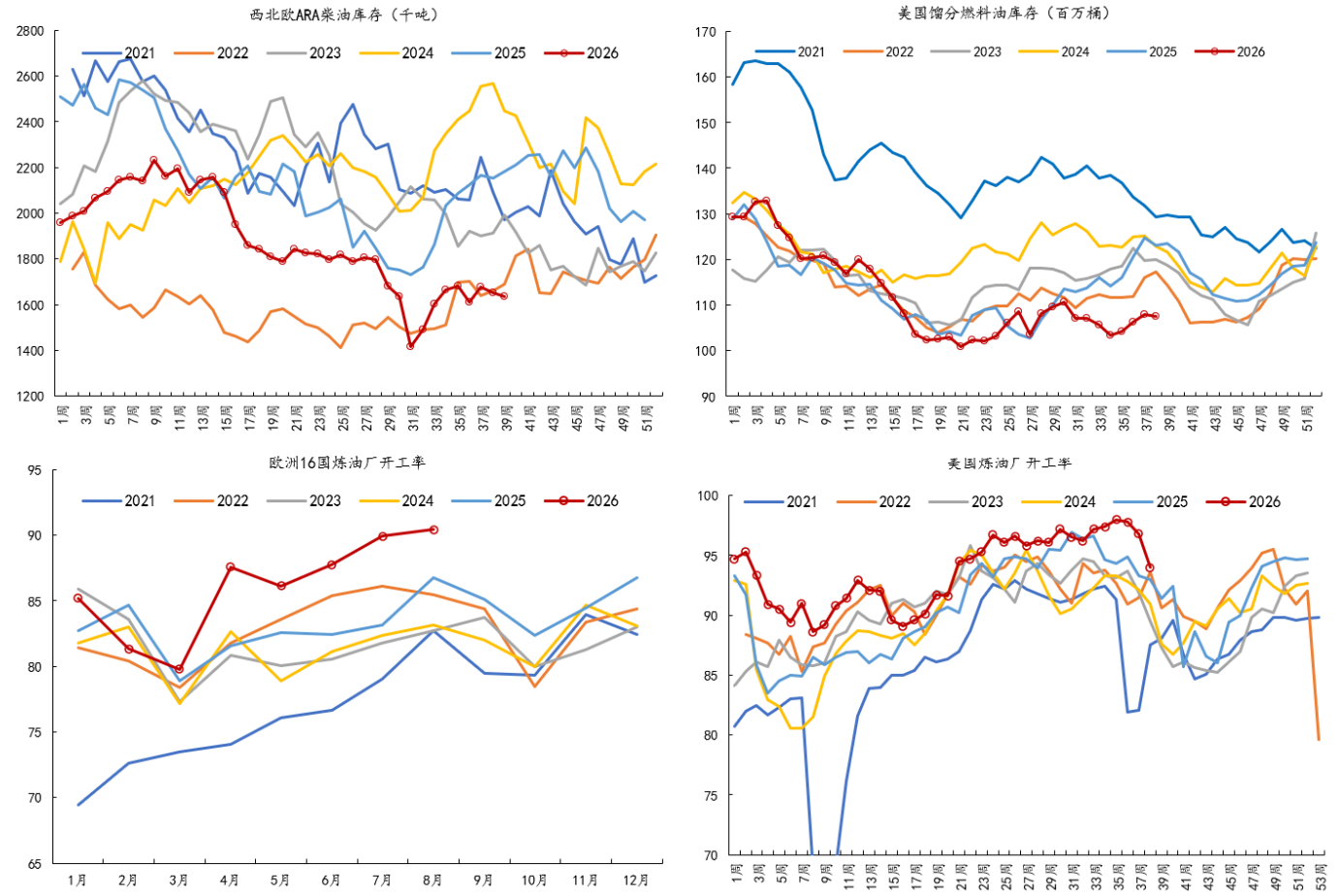
来源：our world in data，国金证券研究所

图表15：8月以来油轮的运费持续飙升，运输成本上升



来源：wind，国金证券研究所

图表16：海外主要地区柴油呈现“低库存+高开工率”的组合



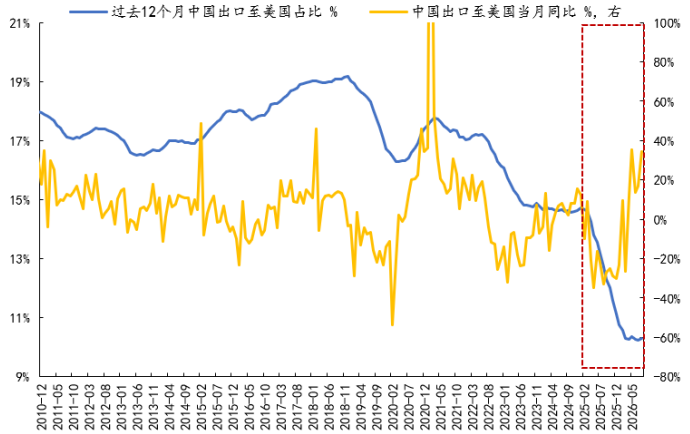
来源：Wind、Bloomberg、国金证券研究所

3、中美贸易摩擦修复后的下一阶段

本周市场关注度较高的还有中美领导人会晤。根据新华社所报道的“八点成果共识”提及“中美建设性战略稳定关系”，议题涉及贸易、人工智能等多个领域。值得关注的是，在经贸领域方面，中美双方将推进贸易理事会等机制、达成 300 亿美元对等降税安排、延期吉隆坡经贸磋商成果等。

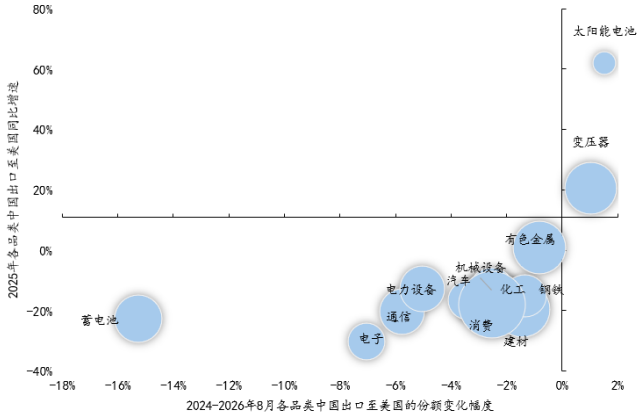
从出口视角来看，2025 年以来中美贸易摩擦对我国出口边际冲击最强的阶段可能正在过去。自从 2025 年 4 月美国“对等关税”以来，中国对美出口明显下降，正处于历史上的低位水平（对美敞口由 2025 年初 14.7%降至最新 10.3%），而最近 6 个月则维持底部稳定。结构层面上，在总体对美出口占比下降的过程中，大多数行业的美国出口敞口均有所收缩，尤其是以电子、电力设备（如电池）等高附加值制造业的下降幅度更为明显。而中美元首会晤后，随着贸易理事会等常态化沟通机制的建立，中美双方政策沟通的连续性与可预期性有望得到增强，经贸关系也可能从此前频繁的政策扰动逐渐转向更加机制化的协调。这也意味着，在经历前期的贸易冲击之后，潜在的贸易摩擦关系缓和可能会使得我国对美出口进一步大幅下行的空间已经有所收窄，反而一些非敏感、更多由终端需求决定的传统消费品正在低位等待修复。

图表17：2025年以来中国对美出口敞口明显回落，不过最近6个月则维持底部相对稳定的状态



来源：wind，国金证券研究所

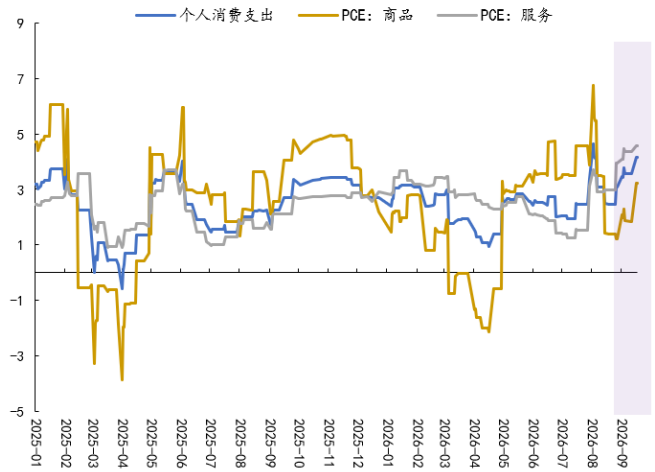
图表18：对美出口结构来看，2025年以来大多数产品（尤其是高附加值产品）对美出口份额显著回落



来源：wind，国金证券研究所

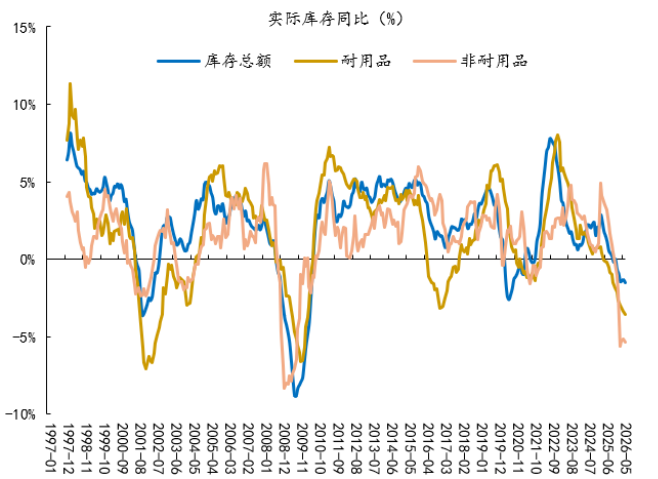
而从需求侧来看，当前美国经济强于非美经济体，消费侧上服务消费保持韧性的同时商品消费也开始出现边际修复的迹象。考虑到当前美国耐用品和非耐用品库存处于历史低位，后续如果出现地缘不确定性与实际利率的下降，潜在的企业经营预期向现实的回归或将有望带动产业链补库行为的发生，叠加潜在的贸易摩擦缓和与降税框架的落地，未来相关消费品对美出口修复值得关注（利率能有效下降仍然是前提）。行业层面上，更值得跟踪的是对美出口敞口仍较高且近期出口份额已开始企稳，同时政策敏感度相对较低的消费品行业，目前符合上述特征的产品主要集中在书籍&报纸等印刷品、玩具&运动用品、针织&非针织服装等，对应A股行业则更多集中于轻工制造和纺织服装。

图表19：根据亚特兰大GDP Now模型，美国服务消费支出维持上行的同时，也上调了商品消费



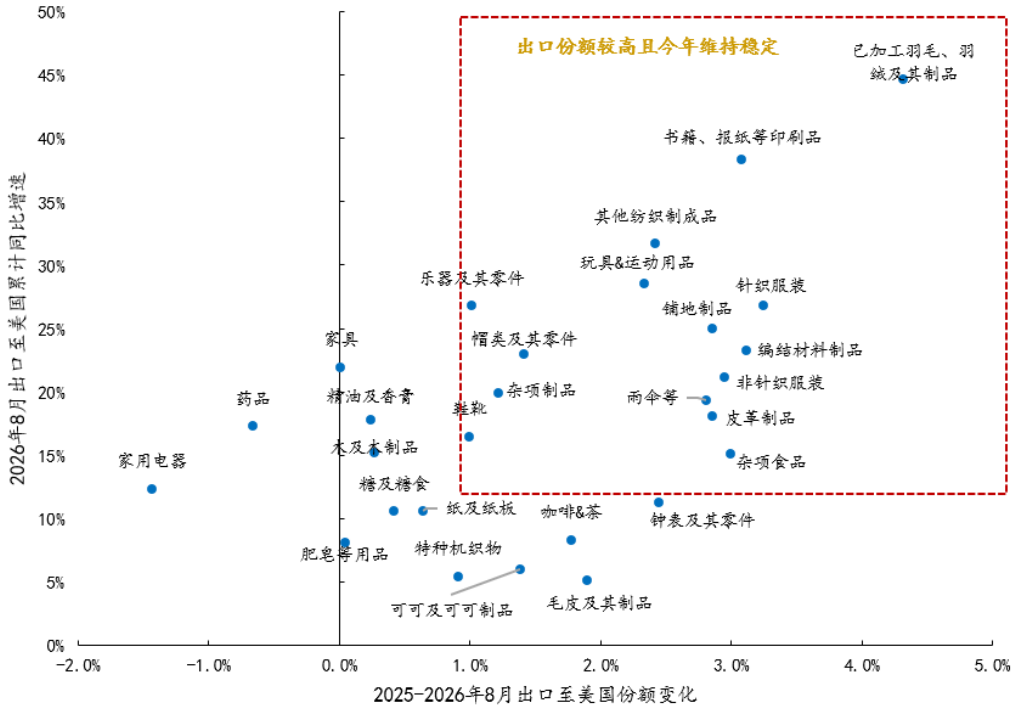
来源：wind，国金证券研究所

图表20：当前美国整体库存、耐用品和非耐用品库存均处于历史低位水平



来源：wind，国金证券研究所

图表21：对美出口消费品中，筛选出口份额较高且今年已趋于稳定的产品



来源：wind，国金证券研究所

4、纠结的场景还在继续

市场趋势性机会仍然不明确，结构性的应对仍然是主要思路。基于以上内容，我们推荐：

第一，**有色金属（金、铜、铝）**作为美元对立面资产，长期看当下科技并不具有再加速能力，而在极致的加息预期落地与地缘矛盾缓和后，阶段性反弹正在孕育；

第二，本轮油价的波动反而可能释放全球对能源的补库需求，**石油、油运和炼化**为代表的能化链条将继续受益。

5、风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么文中对于基本面改善带来的资本市场预期修复的假设也就不适用。

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

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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

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

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

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

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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

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

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

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究