下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告•深度报告

科技换主线

——10月宏观及资产配置

分析师：周君芝
zhoujunzhi@csc.com.cn
SAC 编号：S1440524020001

分析师：蒋佳秀
jiangjiaxiu@csc.com.cn
SAC 编号：S1440525050001

分析师：谢雨心
xieyuxin@csc.com.cn
SAC 编号：S1440525100001

研究助理：杨振辉
yangzhenhui@csc.com.cn

分析师：陈怡
chenyi@csc.com.cn
SAC 编号：S1440524030001

分析师：吴彬
wubin@csc.com.cn
SAC 编号：S1440526050001

分析师：付思雨
fusiyu@csc.com.cn
SAC 编号：S1440526070003

发布日期：2026年9月28日

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

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01 宏观形势研判：风偏改善或来自地缘缓和

02 中债：调整可买，低位不追

03 A股：风偏修复，科技换主线

04 美股： 货币暂不重要，AI消费应用崛起

05 美债：阶段性美债利率见顶

06 大宗：黄金震荡偏强，铜铝不看空

07 汇率：人民币暂时稳定，美元指数走强

下载日志已记录，仅供内部参考

核心观点

➢ **9月资产预判回顾：**

• 9月资产配置展望中，我们抓住了科技产业叙事以及美元流动性主线。略遗憾的是，此前低估了国内信用条件收缩带来的中债牛市中继行情，同时也低估了沃什加息在9月末对流动性资产（例如黄金）的压制。

➢ **10月宏观及资产配置：**

• 中美领导人会晤之后，有两个边际变化，一是中美经贸关系将更多聚焦科技金融，关税贸易博弈降温；二是中美对地缘问题取得一定共识。

• 科技叙事尚未终结，然而中国美科技都转换主线。美国科技从上游资本开支转向下游应用，中国科技从海外算力映射转向国产替代和新技术。

• 10月配置展望：中美风偏回升，科技换主线；美债有阶段交易机会，中债不追高；美元走平，人民币汇率升值阶段性见顶；金强于铜强于油。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容摘要

- **9月资产围绕三条主线展开交易：加息落地、地缘风险、科技新叙事**
- **9月核心的宏观变量**有两个，一是加息以及地缘扰动之下油价破百；二是美股科技产业再现新叙事。
- **9月核心的资产主线**逻辑是流动性风偏收缩，科技板块迎来内部的结构调整。
- **中国资产整体方向**是A股先抑后扬、科技成长与微盘韧性凸显；债市窄幅震荡、超长端占优。
- **海外资产整体方向**是加息交易以及AI应用交易，美股AI应用与CPU领涨；美债在熊市基调中利率再摸新高。
- **全球资产（大宗）方向**是流动性敏感的金弱、铜强、铝稳；人民币在美元指数重回100的背景下逆势升破6.70。
- **10月宏观趋势研判：中美会晤利好、科技叙事蔓延**
- 9月底中美高层会晤，将决定10月油价和美元流动性走势。会晤不改变中美关系的长期方向，八项共识意味着中美会谈成果较5月更多。
- 科技出现“新叙事”，Meta Muse点燃市场对AI下游应用的期待，AI景气度有望向更多细分领域扩散。
- 市场期待的内需总量政策，目前看总体稳定。降准降息未落地，财政延续结构性发力，四季度投资端改善更多来自前期财政延后进度。
- **10月组合配置可围绕以下三条主线展开**
- 防御底仓：黄金震荡偏强、中枢上移。
- 结构性进攻：A股科技成长（AI硬件、半导体、通信），小市值弹性优于大盘龙头；美股侧重点由算力硬件转向AI消费应用与CPU链。
- 谨慎配置：不追涨中国长久期债券，建议久期中性；铝的供需最紧张阶段或已过去，走势趋于中性。
- 隐含的配置优劣排序：A股科技成长（小盘优于大盘）、黄金优先，美债或有交易性机会；美股中AI消费应用与CPU链、铜次之；原油价格偏谨慎。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容摘要

➢ 一、10月宏观形势研判：风偏改善或来自地缘缓和

- **海外方面，9月底中美高层会晤将决定10月油价和美元流动性走势。**
- ①此次中国美领导人会晤不改变中美关系长期方向，中美关系的基调已经在5月“习特会”中被定调“建设性战略稳定关系”。
- 此次中美领导人会晤，8项共识标志着市场担忧的中东地缘失控尾部风险得以边际收敛，针对伊朗核问题以及国际水道收费问题，中美取得一致性共识。
- ②地缘风险边际降温叠加政策落地，风偏改善或来自地缘缓和。
- ③科技出现"新叙事"，Meta Muse点燃市场对AI下游应用的期待。

- **国内方面，9月市场对内需政策的期待升温，但预计总量政策保持定力。**
- ①总量端延续克制：LPR连续16个月不变，央行以隔夜逆回购等短端工具精准对冲税期与政府债缴款扰动。
- ②政策延续结构性发力：3600亿元注资金融央企、8000亿元新型政策性金融工具开闸投放、六张网加速推进。
- ③四季度投资端改善更来自前期财政延后进度，而非新增总量刺激。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容摘要

➢ 二、10月中债展望：调整可买，低位不追

- **9月回顾：超长债利率再下一程，长债窄幅震荡、波动明显收敛。**
- ①超长端利率震荡下行：9月中旬起30Y连续走强、10Y基本持平，30Y-10Y利差压缩、曲线走平。
- ②中债走出独立行情：美联储重启加息落地，国内债市反应平淡、走出独立行情。
- ③博弈特征凸显：MPA考核传闻、政府债供给放量、季末考核等利空因素与8月金融数据偏弱、资产欠配压力等利多因素交织。

- **10月展望：对后市维持低位偏强震荡判断，建议久期中性。**
- ①流动性：央行收长放短，资金“不紧不松”，降准降息并非基准情形。
- ②配置盘仍有支撑，交易盘博弈增强，策略“调整可买、低位不追”。
- ③当前长债收益率已压缩至低位、趋势性下行缺乏明确催化，叠加油价与地缘扰动的外部约束。我们对后市维持低位偏强震荡判断，建议久期中性。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容摘要

➢ 三、10月A股展望：风偏修复，科技换主线

- **9月回顾：A股先抑后扬走出V型。**
- ①9月上旬受海外加息预期升温、国内经济预期偏弱压制持续震荡下探，随后伴随美联储加息落地、油价回落等利空出尽，市场迎来修复反弹。
- ②风格上微盘韧性凸显、价值红利持续回调。行业上通信和地产链领涨，周期资源集体回调。
- ③场内仍以存量博弈为主，9月中旬两市成交额一度下探1.63万亿元、创年内新低；两融余额处于近半年低位，杠杆资金持续离场。

- **10月展望：市场风偏边际改善，科技有望重新成为进攻主线，小盘仍然优于大盘。**
- ①外部层面，美联储 9 月加息落地、中东局势边际缓和、中美元首会晤释放积极信号，多重压制集中兑现，全球风险偏好低点已过。
- ②中国科技主线切向国产替代和“新技术”。全球产业链供需共振验证高景气，叠加 Anthropic 上市、海外财报季开启、应用端爆款催化，产业事件密集落地，科技高景气属性有望重获资金聚焦。
- ③三季报密集披露窗口临近，市场定价逻辑转向盈利验证。10 月中下旬三季报集中发布，当前已进入业绩预期交易窗口。7 月工业企业利润结构性改善，电子制造增速领跑，中报科技赛道盈利弹性居前，基本面支撑充足。前期市场围绕流动性与政策预期交易，对盈利修复定价不足，后续业绩兑现能力将成为个股分化核心标尺..

下载日志已记录，仅供内部参考

内容摘要

➢ **四、10月美股展望：货币暂不重要，AI消费应用崛起。**

- **9月回顾：等权与小盘落后，AI应用与CPU领涨。**
- ①指数：截至9月21日，9月以来标普500上涨1.0%、纳斯达克100上涨3.5%，道琼斯下跌2.1%、罗素2000下跌2.7%，标普500等权下跌2.8%。
- ②板块：仅信息技术、通信服务上涨，材料、可选消费居后。
- ③AI链：应用端Meta上涨29.5%。Meta Muse走红带动硬件上涨，费城半导体上涨7.8%。

- **10月展望：若鹰派预期消退，美股有望提振，AI主线扩散至消费者应用。**
- ①市场定价已跑在美联储前面。期货计入到2027年年中再加息约3次。美股当前盈利处于高位，估值已计入部分未来盈利回落；远期市盈率19倍、处第73分位。
- ②科技又现“新叙事”：Meta Muse点燃市场对AI下游应用的期待。消费智能体被看作是继编码智能体之后的下一个万亿级赛道，叙事能否延续取决于10月披露的用户与付费数据。我们认为个人消费Agent具备护城河，因而更具想象空间，编码智能体的成果可以迁移，但是个人消费Agent有极强用户粘性。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容摘要

➢ **五、10月海外债券展望：美债利率阶段性见顶，长端利率回落空间有限。**

- **9月回顾：加息落地，前端定价由是否加息转向加息终点**
- 交易节奏上，9月上旬油价与通胀数据推动美债全曲线上行、短端领涨；9月16日加息落地后，前端定价由是否加息转向加息终点。
- 9月16日美联储以12比0加息25个基点至3.75%至4.00%， 我们认为加息的理由主要在市场层面。

- **10月展望：美债利率阶段性见顶**
- 9月美债利率走高短期因素有通胀超预期，也有美伊冲突再起新变化，油价破百。我们认为两个短期因素已被充分定价，这预示着阶段性美债利率见顶。
- **长端美债利率回落的空间有限：**美债熊市已走过5年，底层原因在于全球秩序撕裂，包括资源和供应链脱钩。这一趋势短期内无法逆转，长期来看西方债券熊市没有终结。日欧方面，日央行已加速加息至1.25%（31年高点）且路径继续上修，欧债则叠加财政与PMI超预期压力（法国10年期上行幅度一度高于美债），长端利率回落空间同样受限。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容摘要

- **六、10月大宗商品展望：黄金震荡偏强、铜铝不看空。**

- **9月回顾：大宗商品（金、铜、铝）共同面对高利率和强美元的压制，表现却呈现“金弱、铜强、铝稳”。**
- 黄金：黄金在8月反弹后受到加息预期和高美债收益率压制，加息落地后出现边际修复。
- 铜：尽管铜价从月初高位回落，表现强于黄金和铝。矿端供给紧张与美国铜关税预期共同支撑价格，关税溢价的变化则放大了波动。
- 铝：铝在去库和旺季预期支持下高位震荡，波动小于铜和黄金。

- **10月展望：黄金震荡偏强、铜铝不看空**
- 黄金：震荡偏强、价格中枢可能上移，但难以单边大涨。支持因素是全球黄金ETF资金流入和央行持续购金；制约因素是10月议息前仍可能反复交易加息预期。后续关注ETF持仓能否持续增加，以及美联储对后续利率路径的表态。
- 铜：供给和低库存支撑，关税决定短期节奏。矿端供给约束、低库存以及国内现货升水均形成较强的基本面支撑。节奏上，美国铜关税政策被列为最重要的短期方向变量，国内“金九银十”的实际需求和社会库存去化也需要继续验证。
- 铝：铝供需最紧张的阶段可能已过，判断比铜更中性。关键在于旺季需求能否兑现，以及铝棒累库是否进一步传导至铝锭库存。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容摘要

➢ 七、10月汇率展望：人民币暂时稳定，美元指数走强

- **9月回顾：人民币升破6.70，本质是中间价短暂放松的结果。**
- ①即便美联储加息、美元指数重新站上100，人民币9月中旬仍升破6.70，说明本轮升值并非简单跟随美元；
- ②核心驱动是中美关税谈判及高层会晤临近，央行短暂放松中间价，表明至少在当前阶段容忍人民币进一步升值。

- **10月展望：人民币偏强但难大幅偏离6.70，美元指数走强。**
- ①加息支撑美元短期走强，油价决定上限；非美更多交易自身基本面。
- ②结汇力量支撑人民币偏强，但6.70附近政策将抑制过快升值。

下载日志已记录，仅供内部参考

PART 1

宏观形势研判：风偏改善或来自地缘缓和

下载日志已记录，仅供内部参考

9月底中美高层会晤，将决定10月油价和美元流动性走势

- **中美会晤不改变中美关系方向，**中美关系定位长期受到两国经济实力变化、产业竞争格局以及全球战略利益调整影响。
- **特朗普亲自接机，高规格礼遇释放友善信号，**5月特朗普访华中方派国家副主席接机，本次中方领导人访美，特朗普亲自迎接，享受高规格礼遇。上一类可比案例，还需追溯至冷战时期的1959年赫鲁晓夫访美。

图：中美元首会晤中中美关系的基调的历史变化

时期	阶段	中美关系定调
2009年金融危机以前	积极发展	中美关系总体保持良好发展势头，面临进一步发展的战略机遇，强调加强对话交流，增进了解和互信，确保中美建设性合作关系持续健康稳定发展。（2008年） 胡锦涛说，美国新一届政府就职以来，在双方共同努力下，中美关系开局良好，呈现积极发展势头。（2009年）
2009年金融危机后至2012年	分歧出现	在双方共同努力下，中美关系稳步发展，两国高层交往和其他各级别磋商密切（2010年） 当前，国际形势继续发生深刻复杂变化，中美关系总体保持积极发展势头，同时难免存在一些矛盾和分歧。（2011年） 过去3年多来，中美关系总体保持稳定发展。（2012年）
2013年至2016年后奥巴马时期	大国关系	中美双方同意，共同努力构建新型大国关系，相互尊重，合作共赢，造福两国人民和世界人民。（2013年） 双方回顾了自两国元首安纳伯格庄园会晤以来中美构建新型大国关系取得的进展……（2014年） 同意继续努力构建基于相互尊重、合作共赢的中美新型大国关系（2015年） 同美方努力构建新型大国关系，实现不冲突不对抗、合作共赢，管控分歧。（2016年）
2017年特朗普第一任期间	关税战1.0	双方认为，今年以来中美关系取得重要进展。中美关系事关两国人民福祉，也关乎世界的和平、稳定、繁荣。合作是中美两国唯一正确选择，共赢才能通向更好未来。（2017年） 双方同意推进以协调、合作、稳定为基调的中美关系。（2018年） 共同推进以协调、合作、稳定为基调的美中关系（2019年） 希望美方同中方相向而行，认真落实两国元首达成的共识，坚持协调、合作、稳定的总基调，推动中美关系在新的一年沿着正确轨道向前发展。（2024年）
2021年拜登第二任	后期疫情时代	中美应该相互尊重、和平共处、合作共赢。（2021年） 中美关系不应是零和博弈，应坚持相互尊重、和平共处、合作共赢。（2022年） 强调要相互尊重、和平共处、保持沟通、防止冲突（2023年） 中美关系虽然历经跌宕起伏，但也开展了对话和合作，总体实现了稳定。（2024年）
2025年特朗普第二任开启	关税战2.0	中美关系在我们共同引领下，保持总体稳定。（2025年）
2026年中美历史性会晤	**战略稳定**	**习近平主席同特朗普总统举行会谈，双方就构建“中美建设性战略稳定关系”新定位达成共识，为未来3年乃至更长时间的中美关系提供战略指引。（2026年）**

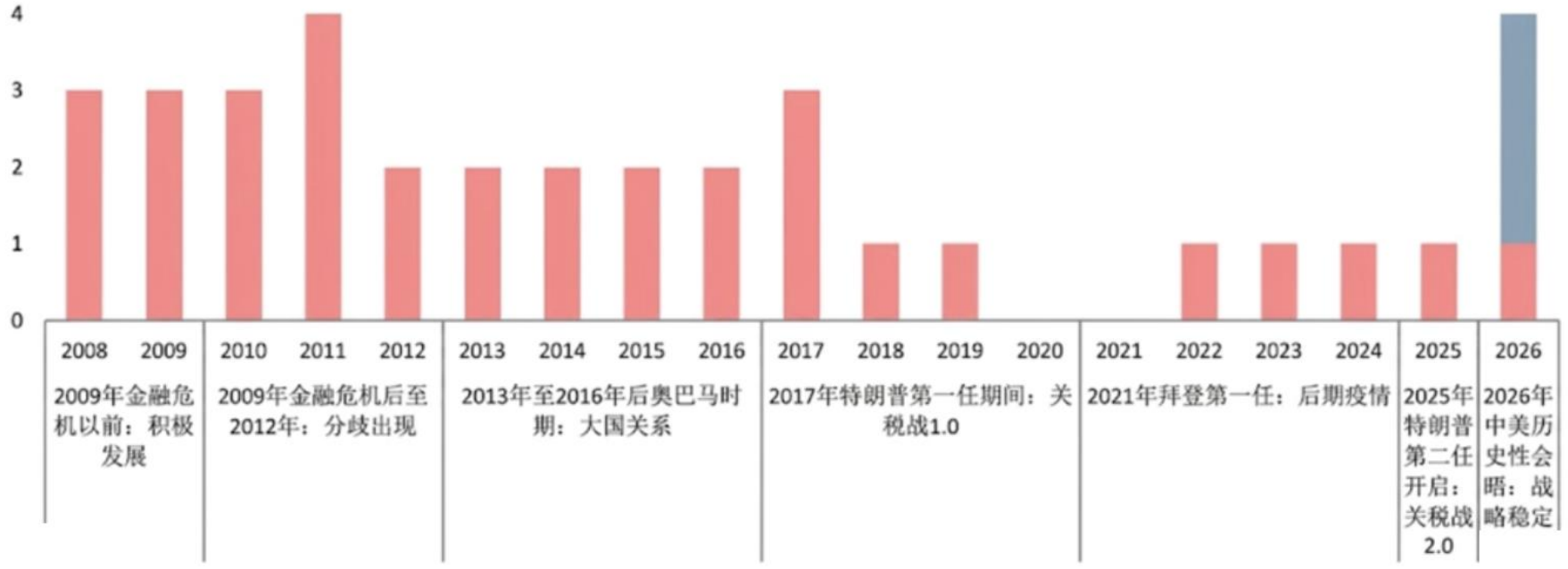
资料来源：财联社、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

会晤频率说明中美试图在双边沟通中尽量压制分歧

- **今年最高可能会晤四次，**特朗普预计会参加深圳APEC峰会，若中方参加G20，全面会晤可达四次。
- **见面代表关系的边际改善**，若双方无可协商空间，便不需要见面，见面就代表着双方仍存在有待确定的共识。

图：中美领导人历年会晤次数



资料来源：财联社、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

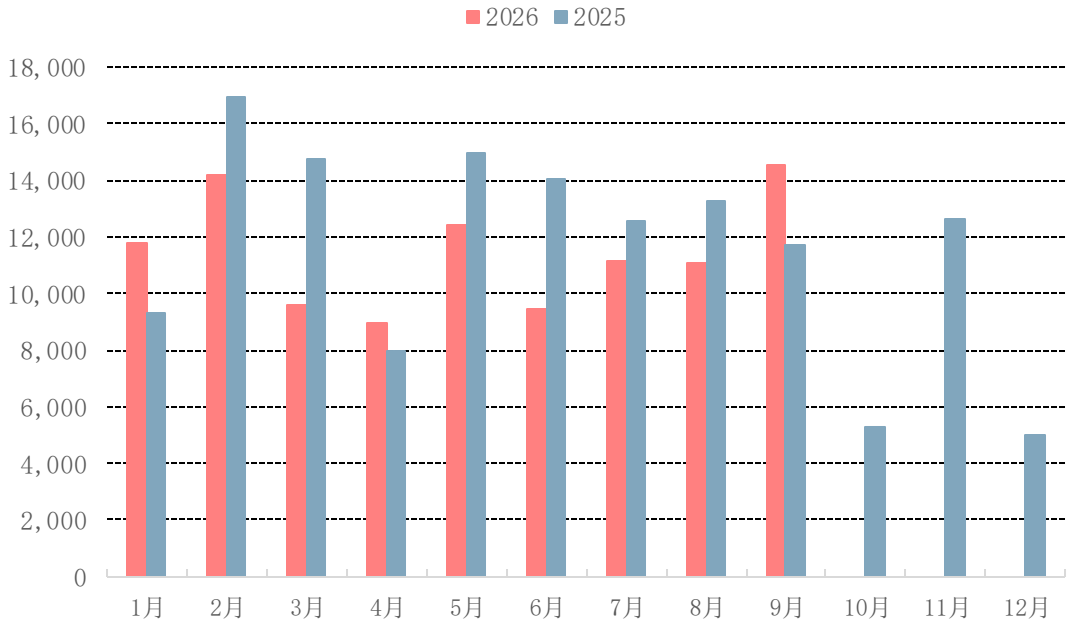
9月市场对内需政策的期待升温，但总量政策保持定力

- **9月市场对政策的期待明显升温，一是因为内需相关行业偏弱；二是美联储加息落地，外部环境不确定性上升。**
- **但市场期待的总量降准降息没有落地，大幅度财政逆周期扩张也没有。**9月财政牵头对金融央企实施3600亿元注资、8000亿元新型政策性金融工具开闸投放、六张网加速推进。降准降息均未落地——LPR连续16个月不变，买断式逆回购结束连续两月加量转为等量续作，央行以隔夜逆回购等短端工具精准对冲税期与政府债缴款扰动。
- 四季度投资端改善更来自于前期财政延后进度。

图：2026年9月，政策依旧延续结构发力导向

日期	事件	关键内容/表述
9月	2026年新型政策性金融工具首批资金陆续落地	四川、云南、新疆等地投放落地，标志着本年度规模达8000亿元的政策性金融工具正式进入实施阶段。首批项目覆盖新能源、先进制造业、交通基础设施、产业园区等多个领域，体现了资金精准滴灌的政策导向。
9月2日	国家发展改革委召开“六张网”重大项目协调推进机制会	会议专题研究推动各牵头部门和地方加快建设“六张网”项目库，加强与金融机构的信息共享、实现高效“投贷联动”；加快梳理一批具有吸引力的工程项目向社会公开推介，鼓励多元主体参与；更好发挥政府投资的撬动作用，同步完善价费形成等机制和配套支持政策。
9月6日	财政部牵头，支持8家中央金融企业补充核心一级资本	支持工商银行、农业银行、中国进出口银行、中国出口信用保险公司、中国人保集团、中国人寿集团、中国太平保险集团、中国再保险集团8家机构补充核心一级资本，按照市场化、法治化原则稳妥推进。合计增资3600亿元，其中财政发行特别国债3000亿元
9月16日	潘功胜在《求是》发表署名文章《深刻认识中国金融结构变迁 提升金融服务实体经济适配性》	金融服务更多体现在结构优化、适配度提升而非总量扩张。将持续推进货币政策框架转型——不断优化货币政策中间变量，淡化对数量目标的关注、特别是对贷款单一渠道的关注，把金融总量更多作为观测性、参考性、预期性指标；更加注重发挥价格型调控的作用。

图：9月政府债发行提速（政府债净融资额：亿元）



中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：财联社、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

科技又现“新叙事”：Meta Muse点燃市场对AI下游应用的期待

Muse 9月8日发布后六天下载约90.2万次，9月21日登顶美国应用商店免费榜，Meta当日上涨11.3%、9月以来上涨29.5%；市场把消费端智能体当作AI下游应用的首个可交易样本，9月22日“消费者惰性”篮子下跌2.6%、六个交易日下跌超过7%。

Muse之于传统服务业，可类比1月Cowork之于软件。Cowork发布后软件ETF相对标普500在28个交易日内下跌约25%；Muse发布后11个交易日，传统服务业篮子相对标普500下跌8.6%。

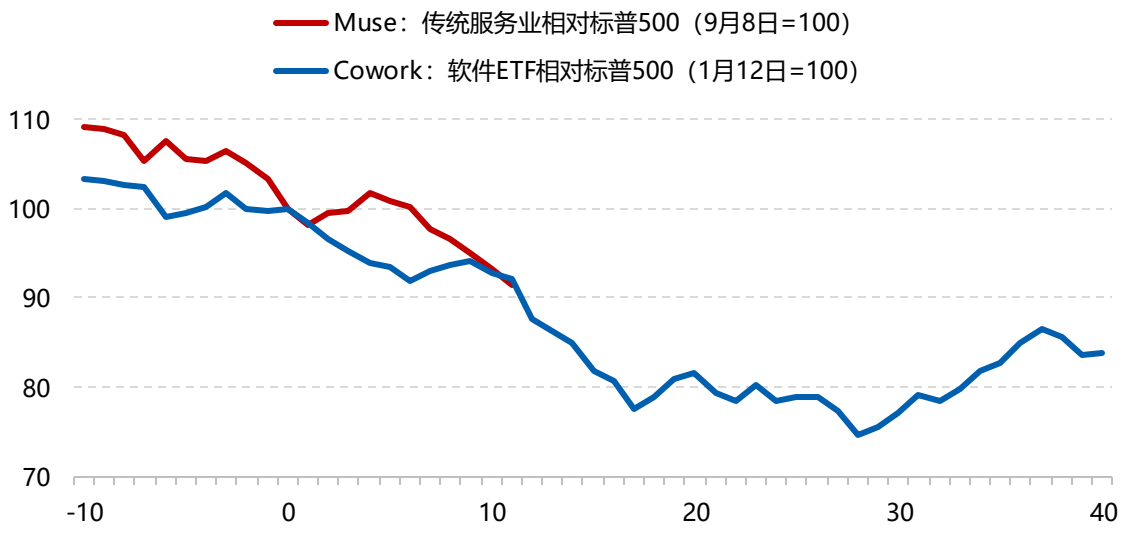
消费智能体被看作是继编码智能体之后的下一个万亿级赛道，叙事能否延续取决于10月披露的用户与付费数据。

图：Meta Muse与Anthropic早期路径的类比

维度	Anthropic（Code和Cowork）	Meta（Muse）
起点	2021年自OpenAI分拆	年内被视为AI交易的薄弱环节，7月30日财报后跌8%，年初至8月末跌12.3%
触发产品	1月Cowork以研究预览发布，面向通用办公任务，早期采用快于Claude Code	9月8日发布个人智能体Muse，六天下载90.2万次，9月21日登顶美国应用商店
被替代方	软件与专业服务：法律工具发布数日抹去软件股近1万亿美元市值，软件ETF一季度跌24%	传统服务业：“消费者惰性”篮子9月22日跌2.6%、六日跌超7%，亚马逊屏蔽Muse
受益方	算力与数据	服务器CPU与网络：9月21日超威涨9.9%、市值破1万亿美元，英特尔、Arm涨12.1%、17.2%
重估	拟以约2万亿美元上市、募资至多1,000亿美元	9月21日涨11.3%、市值增约1,920亿美元，9月以来涨29.5%

资料来源： SEC，彭博、中信建投证券

图：智能体发布前后被颠覆方的相对表现（发布日=0，交易日）



资料来源：Wind、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

十月关键事项

图：10月关键宏观事件梳理

分类	日期	关键事件	核心关注及市场影响
美股科技	10/13–16	摩根大通、美银、花旗、富国、高盛、大摩、台积电、Netflix财报	信贷质量、投行业务回暖度；台积电为AI算力景气度最硬的验证（先进制程与CoWoS排产）
	10/21–23 前后	特斯拉、英特尔、IBM、波音财报	端侧AI与智能驾驶进展、IDC/代工周期拐点验证
	10/27–30 前后	微软、Meta、谷歌、苹果、亚马逊财报	云与AI资本开支指引：五大超大规模厂商capex上修或下修，直接定价全球AI产业链Q4风格
	全月	美股三季报披露窗口	关注科技龙头业绩指引、AI投资回报率叙事、软件与半导体库存周期
美债	10/2 前后	9月非农、失业、薪资	月初最重要利率数据；重点影响2年期美债和加息预期
	10/13 前后	9月CPI、PPI；10年/30年美债发行	通胀数据与长债供给叠加；关注核心服务、关税传导及加息路径定价
	10/27–28	美联储FOMC议息	关注是否连续加息及12月指引；全球风险资产“资产锚”，影响美债长端与美元
	10/30 前后	9月PCE、GDP终值	通胀验证及经济增长确认；影响美元和美债长端
欧洲货币政策	10/29	ECB利率决议	关注降息路径、工资与能源通胀；影响欧元和德债
	10/29–30	日本CPI及日本央行决议（附经济展望报告）	关注是否再加、购债政策及日元贬值容忍度，套息资金回流压力是全球风险资产重要变量
美伊地缘	10/5 前后	OPEC+会议	产量政策；与伊朗风险叠加，影响能源及通胀预期
	10/14 前后	IEA石油市场月报	供应中断、库存及需求判断
	全月	联合国大会后续外交窗口/中东制裁谈判	关注美伊接触、制裁及卡塔尔/阿曼斡旋进展；暂无固定谈判日
	全月	制裁、海峡航运及军事风险	直接影响油价、油轮、黄金，并传导至美股长端
中国宏观政策	10/9 前后	9月CPI/PPI	观察出口韧性、内需及“反内卷”价格效果
	10/13 前后	海关总署9月进出口	对美出口同比、新兴市场与转口贸易对总量的支撑，验证出口景气的持续性
	10/18 前后	三季度GDP、9月工业、社零、固投、房地产数据	影响地产、消费、基建投资情况；关注全年目标达成度、新旧动能分化
	10/下旬	9月财政数据	关注财政支出节奏、支出结构；政府债发行情况
	10/20	LPR报价	关注LPR是否调降、货币政策配合方式
	10/27 前后/10/31	9月工业企业利润、10月官方PMI	判断企业盈利、订单和四季度增长动能；PMI验证9月改善的持续性
	10/下旬	央行货币政策例会	观察货币政策相关表述的边际变化
	10/26–29	二十届五中全会	关注会议关于经济的定调、政策表述等
中国产业跟踪	10月初	新能源车企9月交付、车企三季报	关注销量、价格战、毛利率和现金流
	全月	海外AI & Apple产业链映射	关注服务器、PCB、光模块、液冷、HBM及消费电子
	全月	欧盟电动车关税/贸易壁垒进展	关注对中国电动车、电池、光伏出口及欧洲本地化产能的影响
港股	10/28–30	美联储议息	关注HIBOR与港元流动性、美元利差变化对南向资金的影响
美国铜关税	全月	232扩围、执法及豁免风险	关注精炼铜关税加征可能性、下游铜制品扩围、矿山冲击等；COMEX-LME价差及中国铜加工出口

资料来源：财联社、wind、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

PART 2

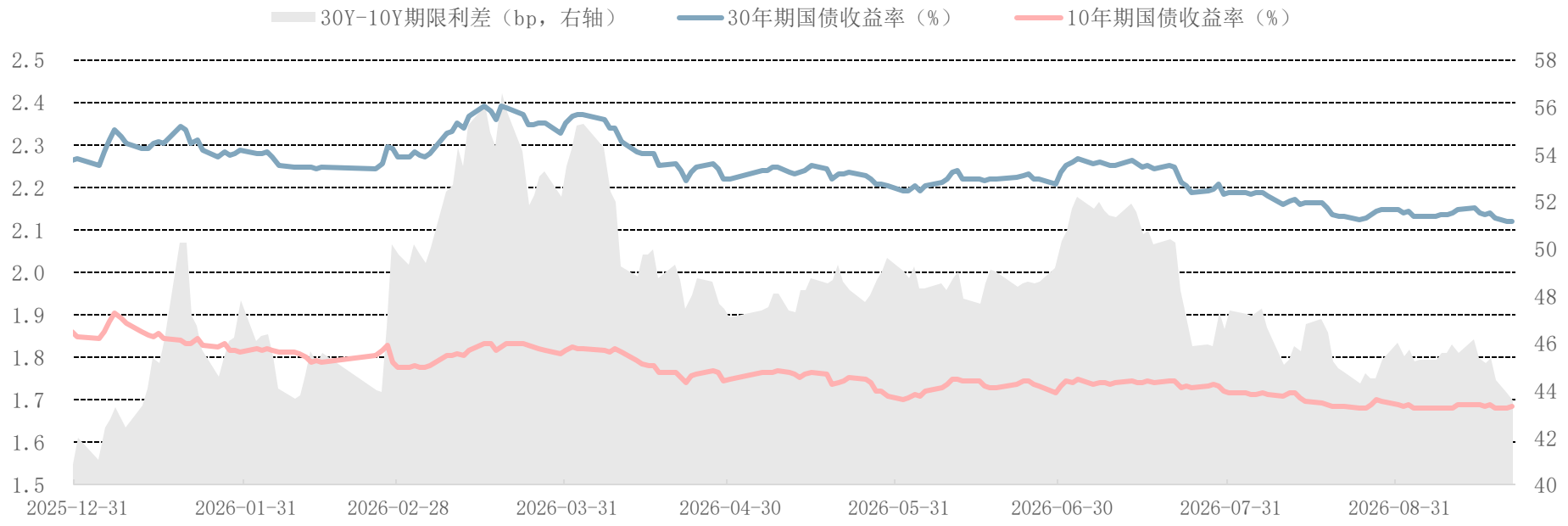
10月中债预判：调整可买，低位不追

下载日志已记录，仅供内部参考

9月长债回顾：超长债利率再下一程

- **9月长债利率维持窄幅震荡、波动明显收敛**：第一，区间收窄。全月10Y活跃券在1.67%–1.69%之间反复、波幅不足2BP；30Y活跃券9月震荡下行，整体运行于2.14%–2.18%的窄区间。第二，超长端占优。9月中旬起30Y连续走强，而同期10Y基本持平，30Y-10Y利差压缩、曲线走平。第三，走出独立行情。9月17日美联储重启加息25BP落地，国内债市反应平淡、走出独立行情。
- **长债博弈特征进一步凸显**：利空因素包括MPA考核传闻、特别国债发行扰动、政府债供给放量、以及银行季末考核扰动；利多因素包括8月金融数据明显偏弱、资产欠配压力仍存。

图：长债到期收益率



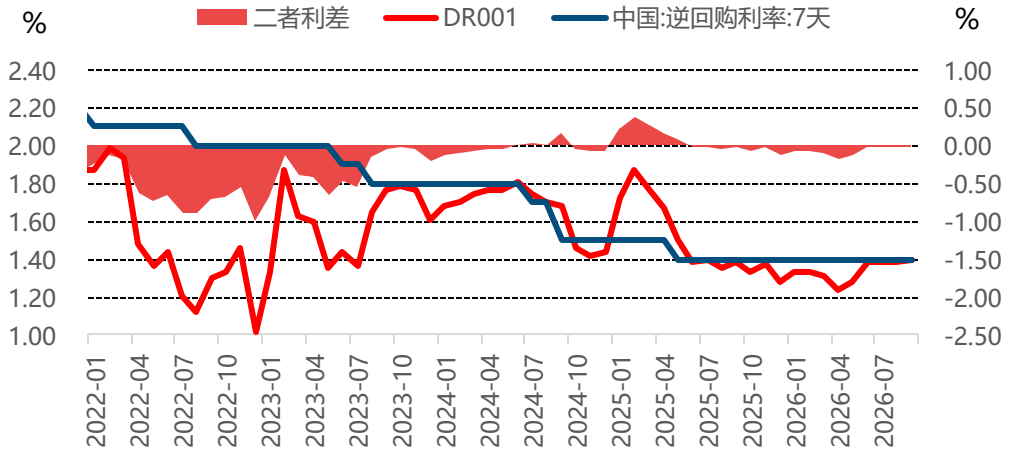
资料来源：ifind、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

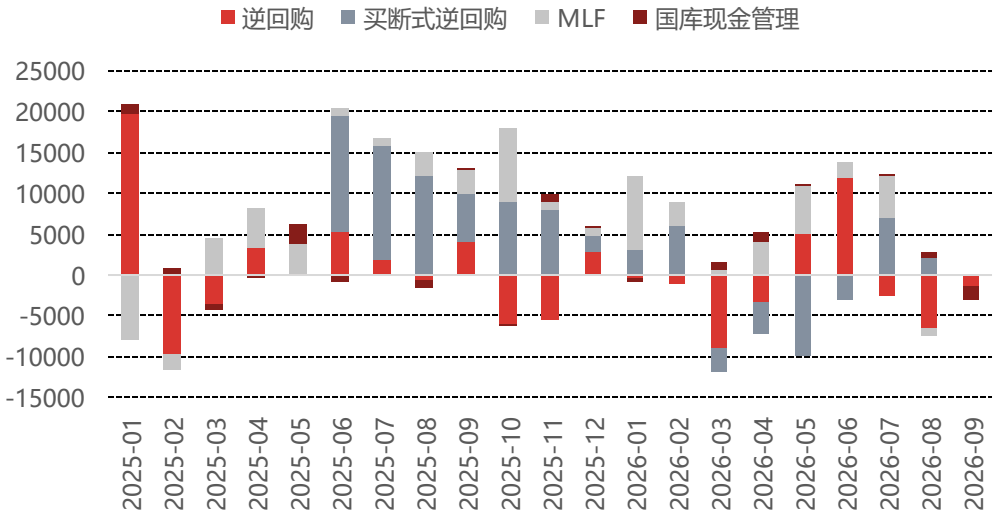
流动性边际变化：央行开始“收长放短”，不再允许资金过度宽松

- **9月央行流动性投放明显转向中性。**月初DR001、DR007一度低于1.40%的政策利率，央行7天逆回购多次零操作。另外中长期流动性投放力度边际减弱，3个月、6个月买断式逆回购分别操作5000亿元，均为等量续作，结束此前连续两个月加量续作，都体现出央行主动避免资金过度宽松，将DR001稳定在政策利率附近。
- **10月央行流动性管理以稳为主，货币难有大宽松。**9月资金面并不缺钱，央行政策重心已经从增加流动性总量转向稳定资金利率；10月降准降息仍不作为基准情形，资金面维持“不紧、也不过度宽松”，国庆长假、税期可能造成短暂上冲，但形成持续资金荒的概率较低，DR001预计维持在1.4%附近。

图：DR001与7天逆回购利率几乎持平



图：央行流动性流动性投放偏中性



中信建投证券 CHINA SECURITIES

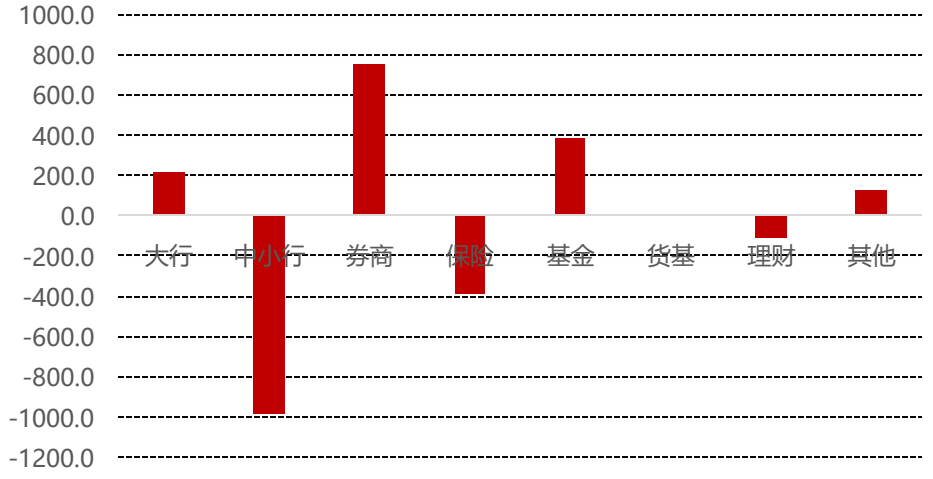
资料来源：wind、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

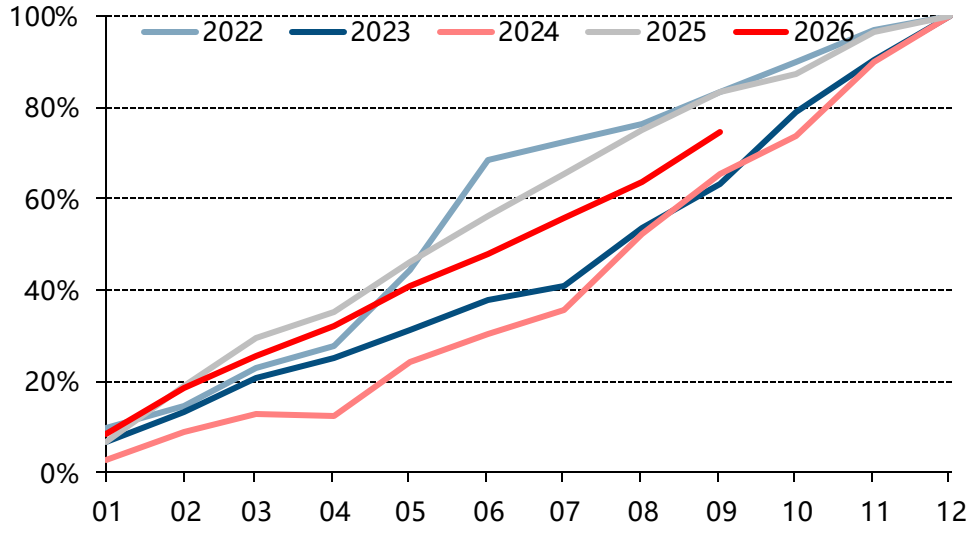
债市机构行为：交易盘重新主导长端，配置盘边际降温

- **9月长端债券的边际买盘更多落在基金和券商。**相较8月，券商、基金对10Y以上国债净买入分别增加约757亿元和387亿元，大行增加约218亿元；中小行、保险则分别减少约988亿元和388亿元。8月下旬“保险+中小行逢调整承接”的配置逻辑有所弱化，基金和券商重新成为推动长端收益率下行的重要边际力量。
- **但这也意味着当前行情的稳定性弱于纯配置驱动阶段。**基金、券商持仓更偏交易属性，对收益率和市场情绪更敏感；保险和银行的配置力量仍决定长端调整的下限，但在当前位置主动追涨意愿下降。因此，10月债市仍有配置支撑，但继续下行需要新的宏观或政策催化，单靠机构行为难以推动收益率持续突破前低。
- **10月策略上仍是“调整可买、低位不追”。**10Y国债预计主要运行在**1.65%—1.72%**；若收益率回到1.70%以上，配置盘大概率重新出现；若快速下破1.65%，则需要看到基金、券商之外，保险和银行重新同步增配，否则行情持续性有限。

图：国债净买入9月环比8月月变动：10Y以上



图：政府债券发行进度



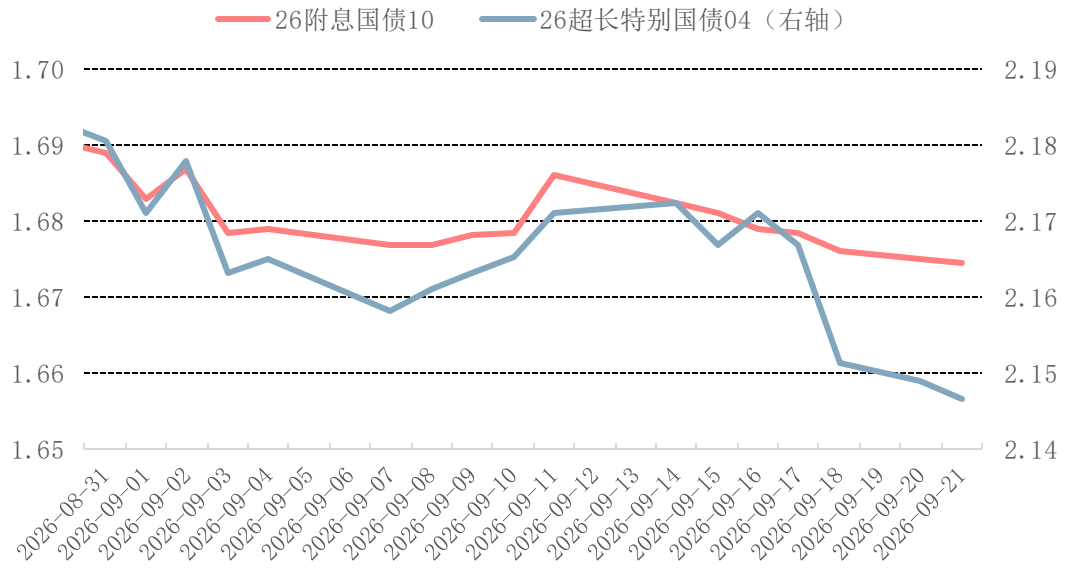
资料来源：wind、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

10月长债展望：暂不看多

- **近期超长债已更多由供需格局与机构行为定价**，对基本面与海外扰动的敏感度继续下降，债市多空博弈特征更加突出。
- **往后看，我们认为长债仍将维持震荡格局，超长端优于10Y。**当前收益率已压缩至低位、趋势性下行缺乏明确催化，叠加油价与地缘扰动的外部约束。我们对后市维持低位偏强震荡判断，建议久期中性。

图：长债活跃券到期收益率（%）



资料来源：wind、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

PART3

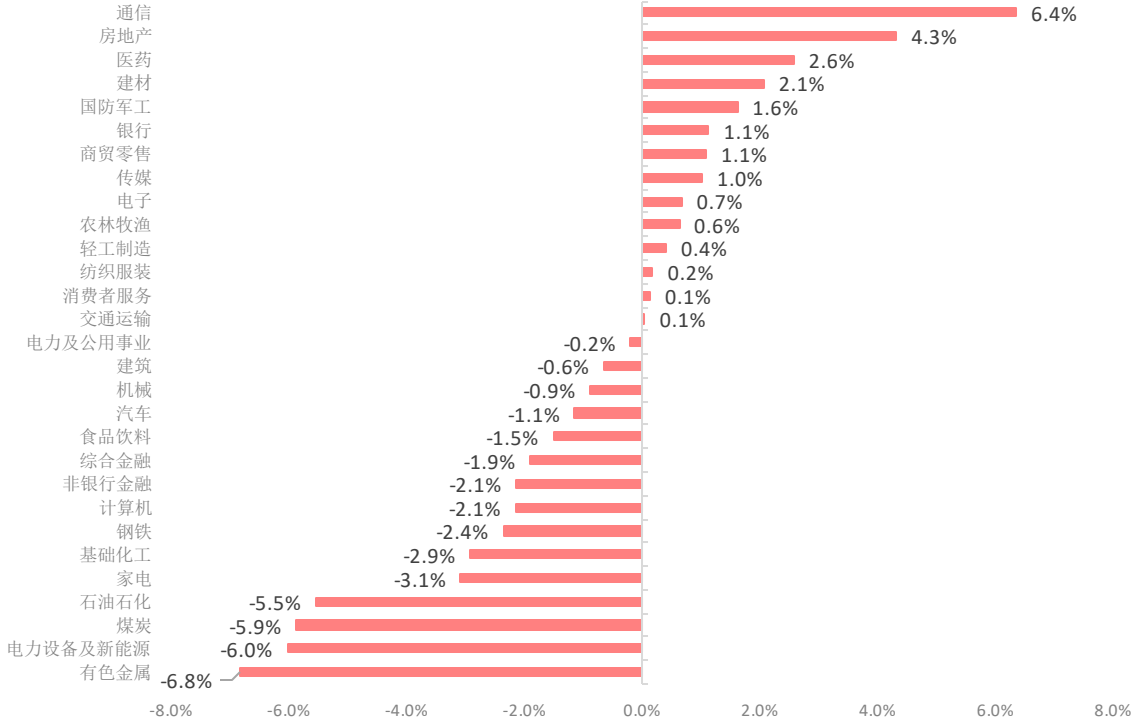
10月A股研判：风偏修复，科技换主线

下载日志已记录，仅供内部参考

9月A股趋势回顾：先抑后扬的V型走势

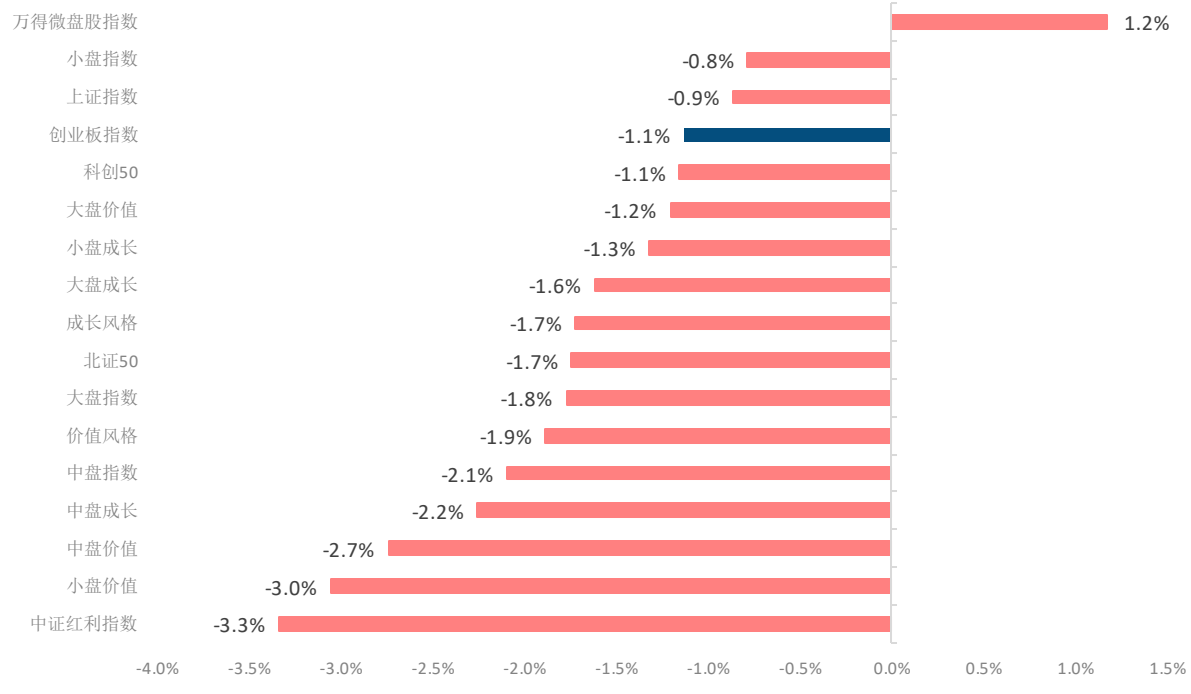
- **9月上旬受海外加息预期升温、国内经济预期偏弱压制持续震荡下探，而后伴随美联储加息落地、油价回落等利空出尽，市场迎来修复反弹。**
- **风格上，微盘韧性凸显，价值红利持续回调。**截至9月21日，万得微盘股指数上涨0.2%，而是主要宽基风格指数中唯一录得正收益的品种；上证指数累计下跌0.9%，科创50、成长风格分别下跌1.6%、1.7%，中证红利指数下跌3.3%，表现最弱。
- **行业上分化显著，通信和地产链领涨、周期资源集体回调。**

图：9月A股：通信和房地产板块领涨



资料来源：wind、中信建投证券

图：9月A股：微盘股领涨，中证红利表现最弱



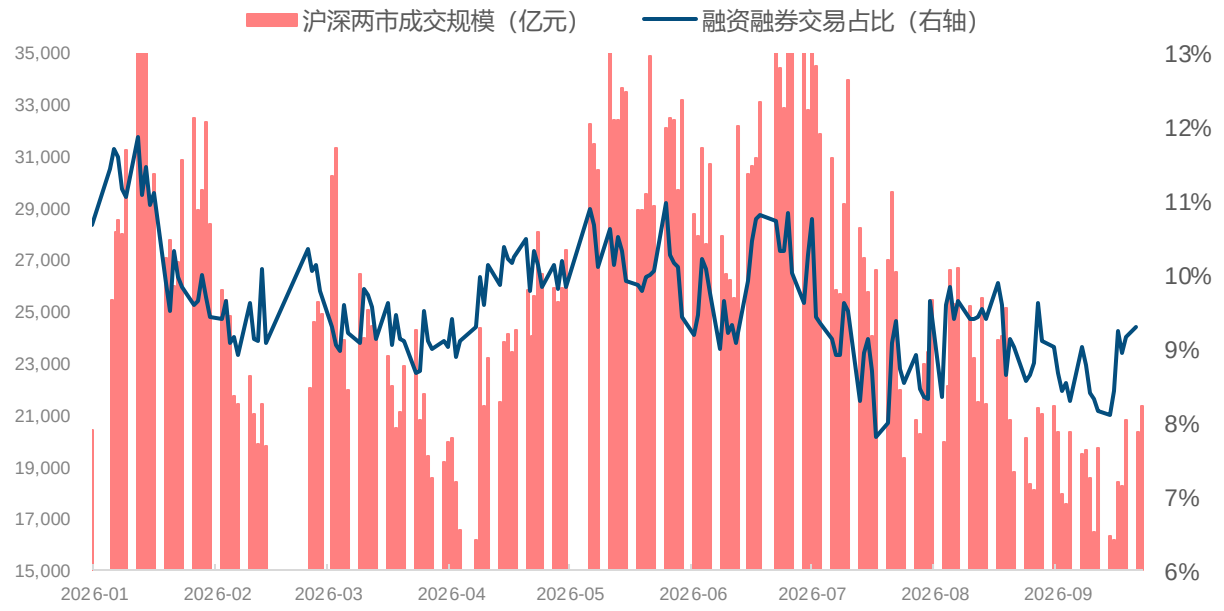
资料来源：Wind、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

9月A股流动性回顾：量能依然偏弱，市场仍以存量博弈为主

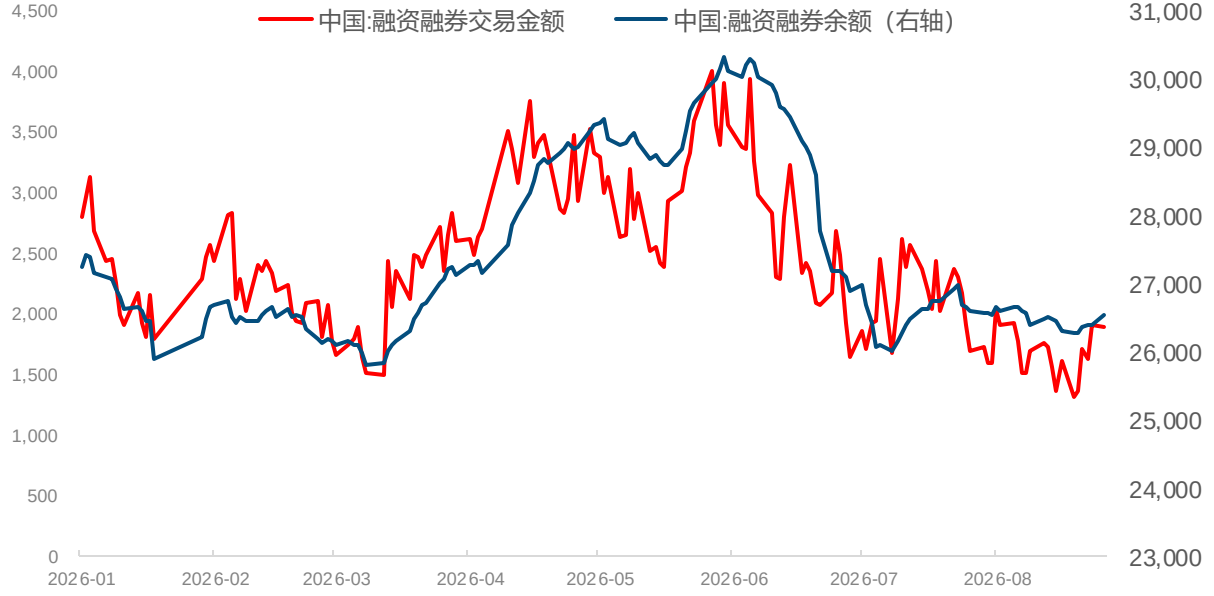
- **场内交易仍以存量资金换手为主，增量资金入场意愿不足，存量博弈的格局尚未打破。**
- **成交中枢持续下移，绝对量创年内新低。**9月中旬沪深两市成交额一度下探至1.63万亿元，创下2026年以来年内新低，市场交投热度显著回落。
- **杠杆资金持续离场，两融交易占比低位徘徊。**融资融券余额自6月阶段高点后持续下行，当前处于近半年低位区间，杠杆资金整体呈现净流出态势，并未出现趋势性加杠杆行为。与此同时，两融交易金额中枢同步下移，场内杠杆资金以存量调仓为主，而非增量入场。

图：沪深两市成交额一度创下年内新低（亿元）



资料来源：wind、中信建投证券

图：反弹有杠杆回补，但未回到7月狂热（亿元）



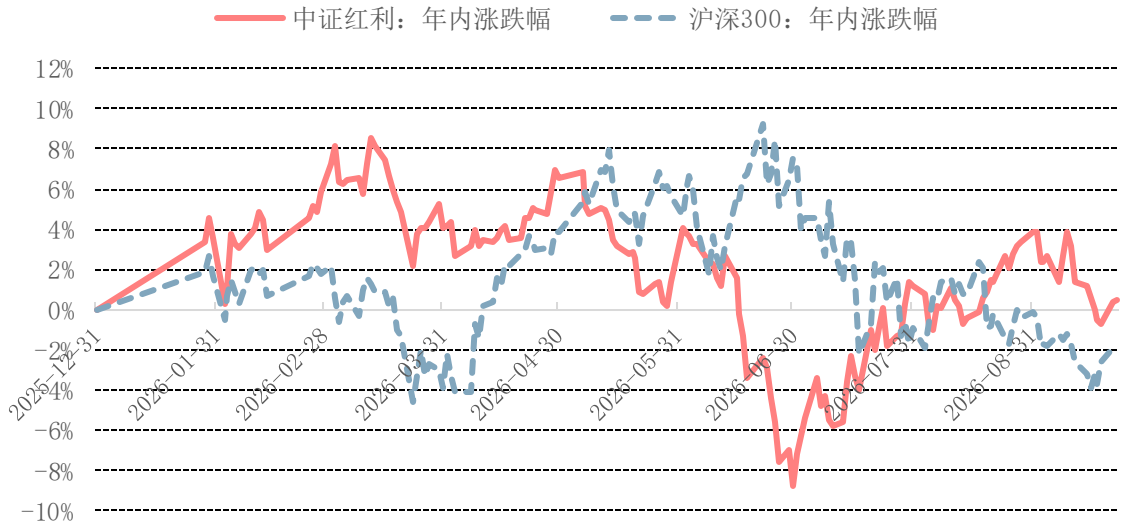
资料来源：wind、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

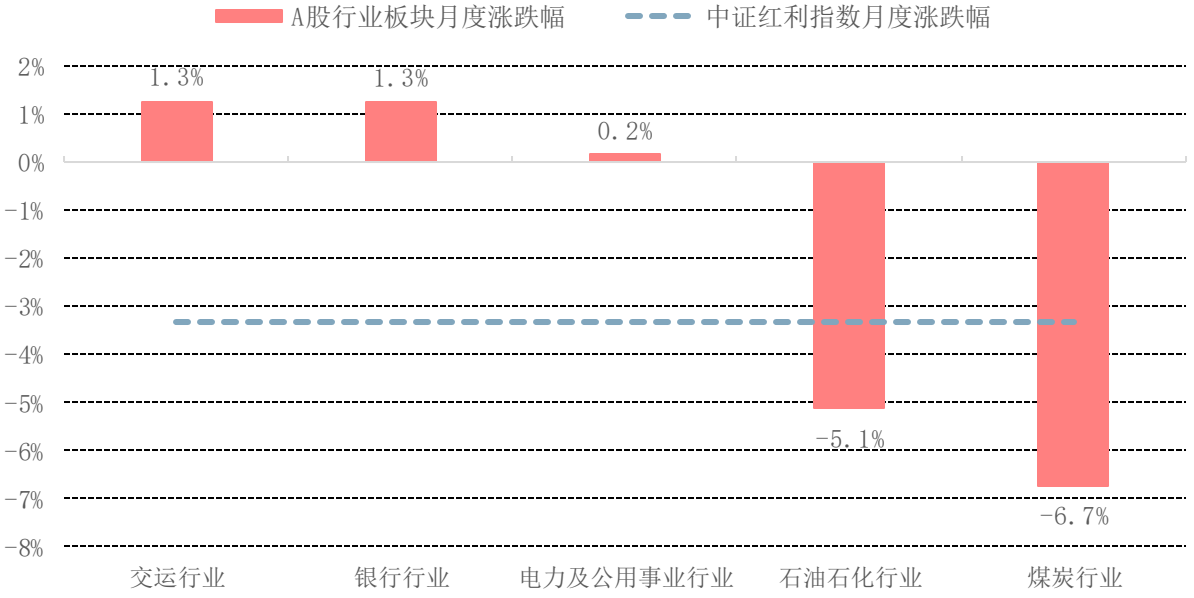
9月A股板块回顾：市场风偏回升，红利板块高位回落

- **9月，A股红利资产由修复转为回调。**中证红利指数9月单月下跌3.3%，7月以来累计涨幅收窄至10.1%。
- **红利板块行情呈现高位回落、资源退潮的特征。**9月上旬受上市公司中报分红密集落地、低利率下股债收益差走阔与市场风格再平衡支撑，红利维持高位震荡，银行、煤炭、石油石化活跃。9月中下旬以来，随着美联储加息落地、风险偏好回升，资金分流至科技成长与医药，叠加油价冲高回落，红利转为连续调整。行业方面，石油石化（-5.1%）、煤炭（-6.7%）领跌，交运（+1.3%）、银行（+1.3%）逆势收涨。

图：红利板块9月出现回调



图：A股红利相关行业9月涨跌幅



中信建投证券 CHINA SECURITIES

资料来源：*iFind*、中信建投证券

资料来源：iFind、中信建投证券（数据截至2026年9月21日收盘）

下载日志已记录，仅供内部参考

10月股市大势：市场风偏边际改善，节后A股上涨概率较高

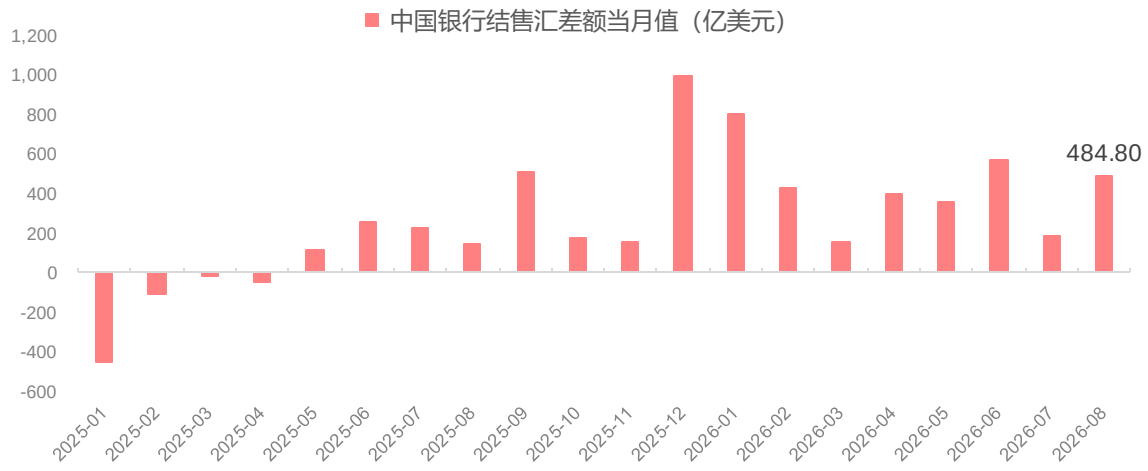
- **多重压制因素集中落地，全球风险偏好低点已过。**美联储9月加息靴子落地，海外流动性收紧的最陡阶段逐步确认；中东局势出现缓和迹象，地缘政治扰动边际降温；外交部就中美元首会晤释放积极信号，外部环境整体趋于平稳，
- **历史规律显示，国庆前后“节前避险、节后回补”的效应显著。**节前市场资金倾向于降仓以规避假期海外波动，节后避险资金集中回补仓位，推动市场修复，节后5个交易日万得全A收益率中位数达1.01%，中证TMT、成长风格分别录得2.31%、1.34%的收益。
- **流动性不具备趋势性收紧基础，熊市担忧大可不必。**银行结售汇数据是观察中国资产信心与股市流动性的核心指标，2026年8月银行结售汇顺差达484.8亿美元，印证跨境资金对人民币资产信心平稳，并未出现趋势性外流压力。

图：2016-2025年国庆前后主要宽基、风格指数区间收益率中位数(%)

指数名称	T-20	T-10	T-5	T+5	T+10	T+20
万得全 A	-0.22	-0.18	-0.35	1.01	0.85	1.51
大盘指数	0.10	-0.13	0.23	1.00	0.42	0.18
小盘指数	-1.19	-0.28	-0.49	0.81	0.25	0.74
消费风格	-0.64	0.83	0.92	1.74	-0.69	-0.79
稳定风格	-1.09	-1.89	-1.43	1.75	0.30	-0.44
成长风格	-2.92	-0.02	-0.27	1.34	0.73	1.89
周期风格	0.46	-0.16	-0.05	1.00	-0.66	0.15
金融风格	-0.73	-1.58	-0.59	1.18	0.79	1.61
中证红利	-0.77	-0.70	-0.52	1.40	0.84	-0.67
中证 TMT	-2.13	-0.30	0.03	2.31	-1.11	1.16

资料来源：Wind、中信建投证券

图：银行结售汇规模（亿美元）



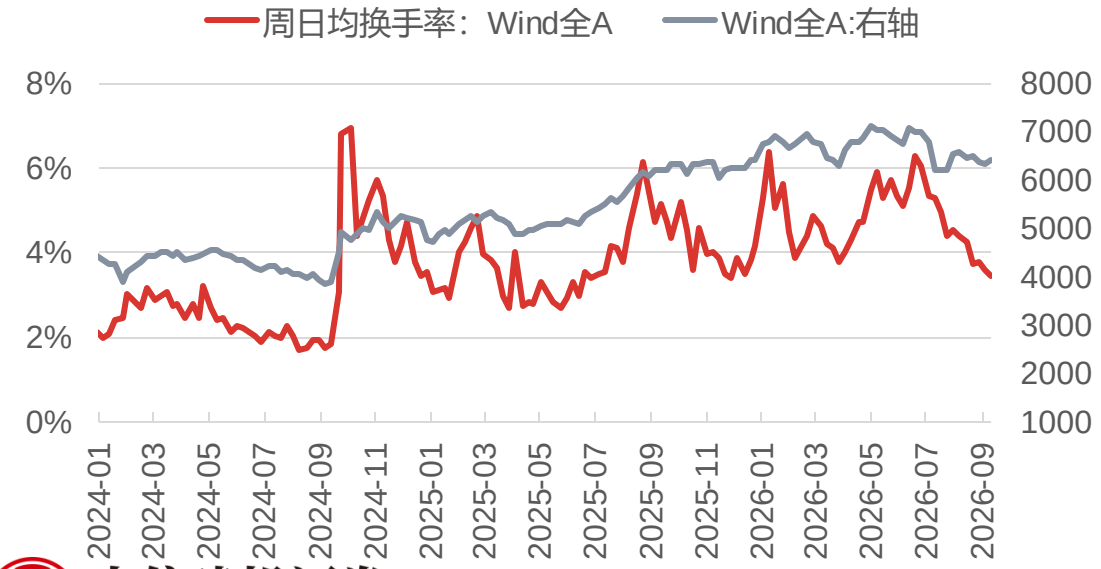
资料来源：Wind、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

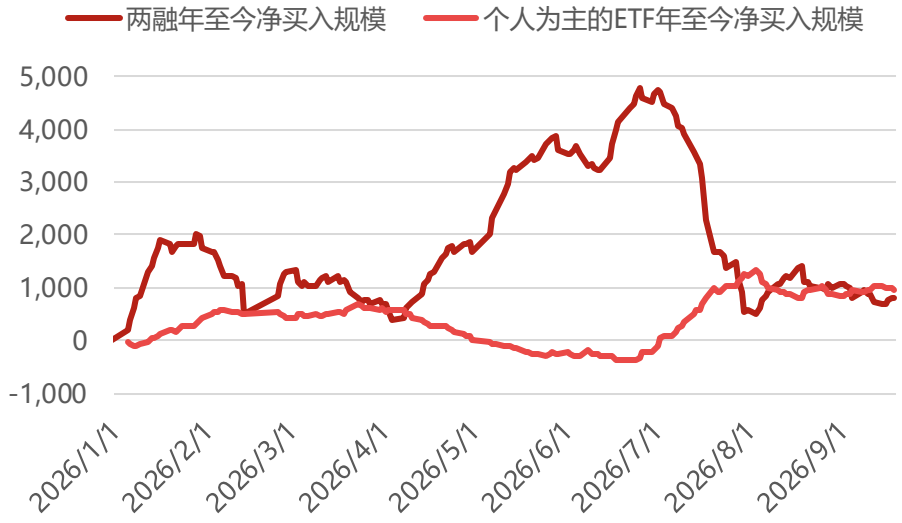
10月A股流动性：交易情绪自冰点回暖，两融仍是主要增量资金

- **9月A股完成了“去拥挤”的过程，情绪底部已现。**融资交易活跃度已经从8月中旬9.4%回落至8.5%，融资余额降至2.61万亿后，同时全市场换手率创年内新低，市场情绪最低点已经出现。
- **行业仍需等待增量资金逐步形成合力。**尽管融资盘基本已经消化，但增量资金尚未形成持续合力，最近一周融资盘企稳回升，尤其是科技板块，但科技ETF已经从净流入转为净流出，而红利、周期、消费、金融地产ETF转为净流入。资金行为仍表现为涨时兑现、跌时承接和板块间快速轮动。
- **两融或是10月主要增量资金。**9月FOMC会议后，随着海外AI板块热度回升，A股科技板块两融资金回暖，10月预计两融仍是市场最重要买盘力量。

图：日均换手率已经创年内新低



图：两融与个人持有的ETF阶段性呈现反向关系



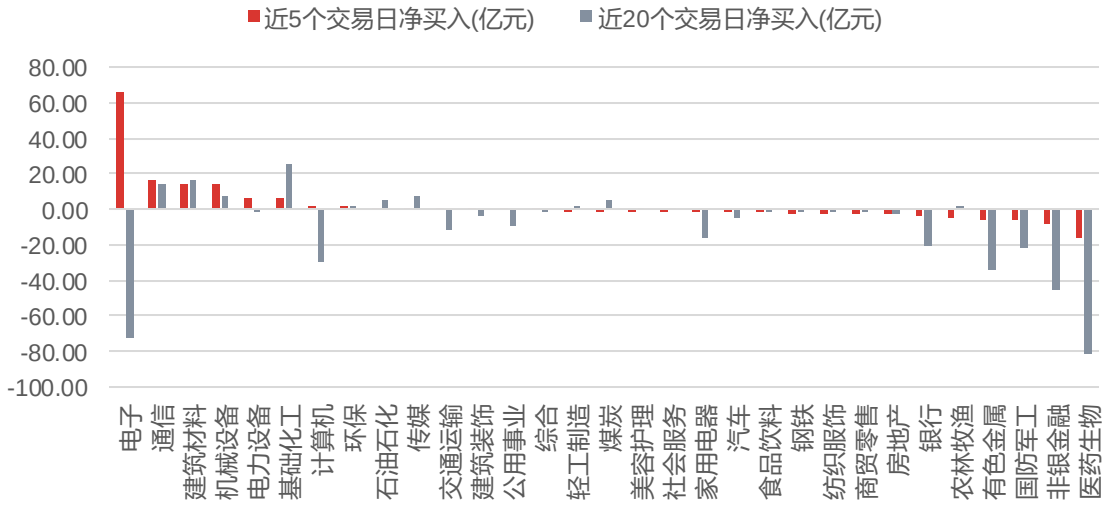
资料来源：wind、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

10月A股风格：科技短期重新成为进攻主线，小盘仍然优于大盘

- **10月市场的主要矛盾从“降波去拥挤度”重新转向“景气定价”，科技短期重新成为进攻主线。**10月潜在增量资金主要来自两融，而非公募、ETF等配置资金全面扩张，资金偏好仍集中于AI硬件、半导体和通信，可能表现出的是“交易资金驱动的景气扩散”，而非配置资金推动的科技全面拔估值。
- **小市值科技要优于大市值科技。**科创50及半导体ETF由于在6-7月积累了一定规模的套牢盘，持续科技行情反弹，大市值科技面临较强筹码供给。科技行情可能进一步从龙头向产业链二三线扩散，小市值科技的价格弹性和相对收益有望高于大型科技龙头。

图：TMT板块融资盘买入力度近一周显著回暖



图：小盘指数相对于大盘指数修复或将持续



中信建投证券 CHINA SECURITIES

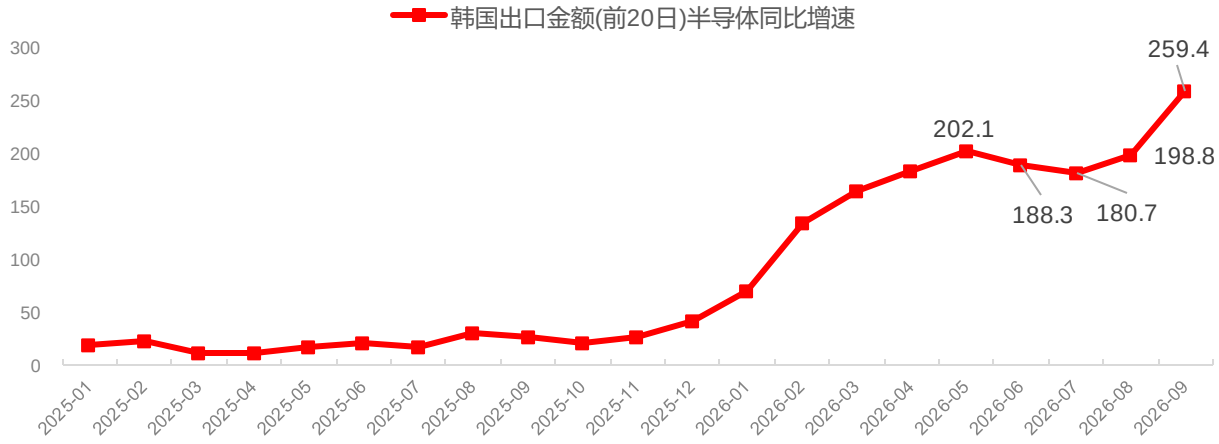
资料来源：wind、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

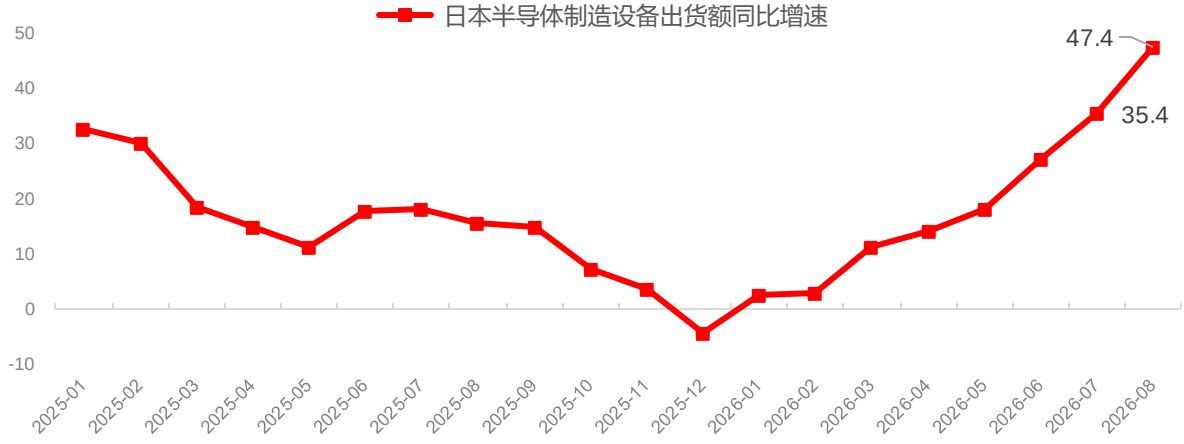
10月A股线索之一：科技“利空出尽”，AI景气度正向更多细分领域扩散

- **7月以来的调整是资金面冲击而非基本面破坏，近期多项产业数据交叉验证科技板块景气仍在持续上行。**
  - 韩国9月前20天半导体出口同比增长259.4%，带动整体出口同比增长78.3%，创有记录以来同期新高。
  - 台积电9月10日公布8月营收5148亿新台币，同比增长53.3%、环比增长10.1%，创单月历史新高。
  - 存储涨价周期延续，据TrendForce预测，2026年三季度一般性DRAM合约价环比上涨13%-18%、NANDFlash合约价环比上涨10%-15%，结构性紧缺格局并未扭转。
  - 日本半导体制造设备出货额同比增速升至47.4%。韩国国半导体零部件，交货周期翻倍，据韩国科技媒体ETNEWS报道，业内人士16日透露，有半导体制造设备关键零部件的交货周期已延长了一倍以上，行业正面临供应短缺的困境。
- **海外通胀与流动性冲击阶段性缓解，科技板块的高景气属性有望重新成为资金聚焦主线，建议优先关注供需缺口仍未收敛、业绩预期持续改善的细分环节。**

图：韩国前20日半导体出口同比增速再创新高（%）



图：日本半导体制造设备出货额同比增速保持高增势头（%）



资料来源：wind、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

10月A股线索之一：科技“利空出尽”，关注产业密集催化的窗口期

- **产业催化密集窗口期临近，AI景气验证持续落地，有望重塑市场景气预期。**
- **一是大模型商业化验证临近。**Anthropic大概率将于四季度上市，按发行流程，路演前15天将公开披露招股书，明确ARR计算口径与核心财务数据，验证大模型商业化落地进度。
- **二是新一轮财报季即将开启，为明年景气预期提供更清晰的判断依据。**10月中旬海外科技财报季陆续展开，相较7-8月中报，本次财报季将释放更多2027年产业展望与资本开支指引。
- **三是应用端爆款催化持续兑现。**近期Muse爆火带动美股相关科技股上行，AI应用落地超预期持续验证，产业催化事件的股价正反馈效应逐步显现。

图：AI产业链重大事件

日期	事件名称	核心看点
9月29日	OpenAI DevDay 2026	发布新一代大模型系列产品；升级Agent开发平台与工具链；披露AIforScience（AI4S）、机器人感知系统（RSI）技术进展
10月	Anthropic IPO招股书公开窗口	披露官方ARR、大客户结构、算力成本、盈利模型等核心财务数据，对全球大模型赛道具备估值锚定效应
10月6日	Marvell投资者大会	披露AI数据中心芯片最新进展、高端以太网交换机产品路线图；指引下一财季AI相关营收预期
10月12-15日	OCP Global Summit 2026	发布下一代AI服务器标准、800G/1.6T光模块规范、液冷散热技术方案；定义算力基础设施技术迭代方向
10月20-22日	NVIDIAGTC柏林2026	覆盖欧洲、中东、非洲区域，聚焦AI基础设施、工业AI、开源模型落地；发布区域化算力解决方案
10月25-28日	OracleAIWorld2026	发布OCI云AI算力升级方案、自治数据库AI化能力；展示制造业、金融等行业企业级生成式AI落地案例
10月底-11月中旬	云与硬件巨头Q3财报季（第一波）	覆盖四大云厂商（微软、谷歌、亚马逊、Meta）、AMD、光通信龙头（Lumentum/Coherent）、网络设备商（Arista、Cisco）；验证AI资本开支落地节奏、云服务AI收入增速、光模块订单景气度
11月17-20日	MicrosoftIgnite2026	发布AzureAI基础设施升级方案、新一代Copilot产品矩阵、AIAgent开发框架；披露微软企业级AI商业化进展
11月下旬	半导体龙头Q3财报季（第二波）	覆盖NVIDIA、Marvell等；验证AIGPU出货量、下一财季营收指引、产品路线图，直接决定算力板块景气度
11月30日-12月3日	NVIDIAGTC华盛顿特区2026	黄仁勋发表主题演讲；聚焦AI驱动经济增长、AIforScience、具身AI；发布政策与技术结合的产业方案

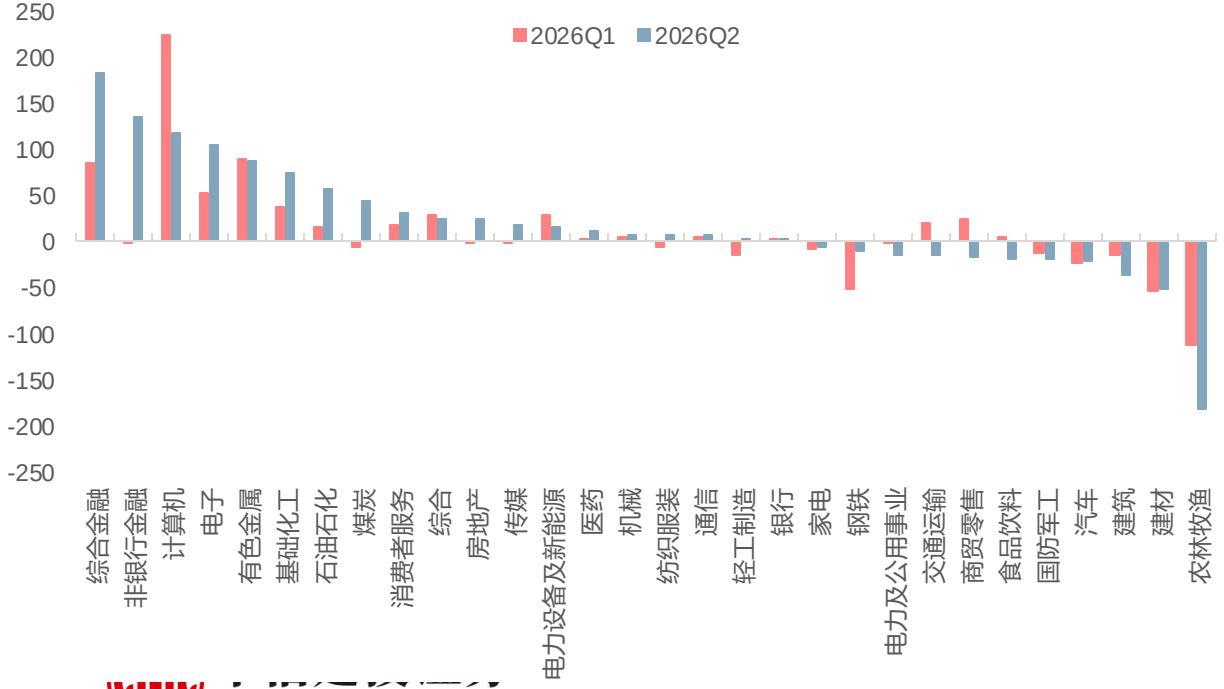
资料来源：wind、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

10月A股线索之二：三季报即将密集落地，定价逻辑转向盈利验证

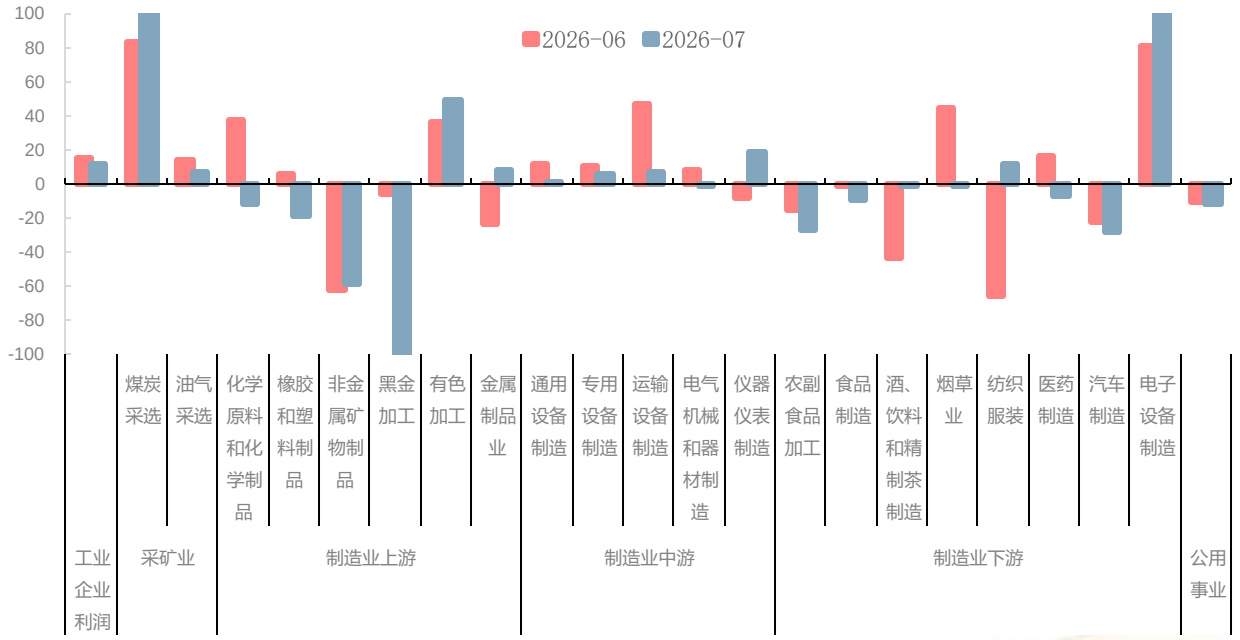
- **10月底前上市公司三季报将集中披露**，业绩预告大概率于10月中旬前后陆续释放，9月末至10月初已逐步进入业绩预期交易窗口，是全年盈利预期修正、市场定价逻辑切换的关键节点。
- **基本面层面，盈利修复动能持续验证。**7月工业企业利润呈现结构性改善，电子设备制造利润同比增速突破100%，印证科技产业链高景气；上游采矿业盈利增速进一步抬升，中游装备制造整体保持正增长，为三季报形成基本面支撑。从中报结构看，二季度计算机、电子等科技成长赛道盈利弹性显著居前，与AI产业景气形成共振，三季报这一盈利分化趋势有望延续。
- 前期市场主要围绕流动性与政策预期交易，对盈利修复的定价尚不充分。随着三季报临近，市场定价逻辑将从“估值驱动”逐步转向“盈利验证”，业绩兑现能力将成为个股分化的核心标尺，盈利韧性突出、景气度持续向上的赛道有望重新获得资金聚焦。

图：2026年上市公司Q1和Q2盈利增速（%）



资料来源：wind、中信建投证券

图：工业企业利润同比增速（%）



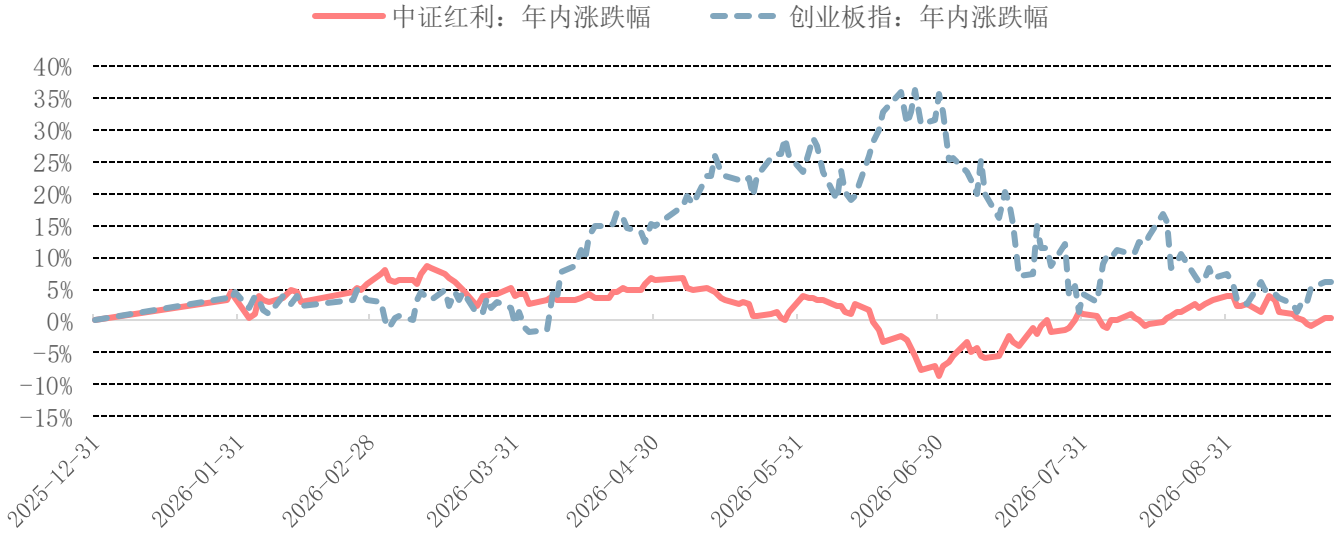
资料来源：wind、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

10月A股线索之三： 市场风偏回升，红利行情或弱于成长

- **预计10月红利板块相对成长板块或阶段性偏弱。**10月进入三季报业绩验证窗口，科技成长在业绩催化、市场风偏回升的带动下，有望二次冲高，资金分流或造成红利板块相对收益承压
- **但红利板块估值仍处合理区间、拥挤度已明显消化。**11月起，随着中期分红落地、险资开门红配置，有望带动日历效应转强，打开红利板块配置窗口。

图：红利和成长行情存在“跷跷板”效应



资料来源：ifind、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

PART 4

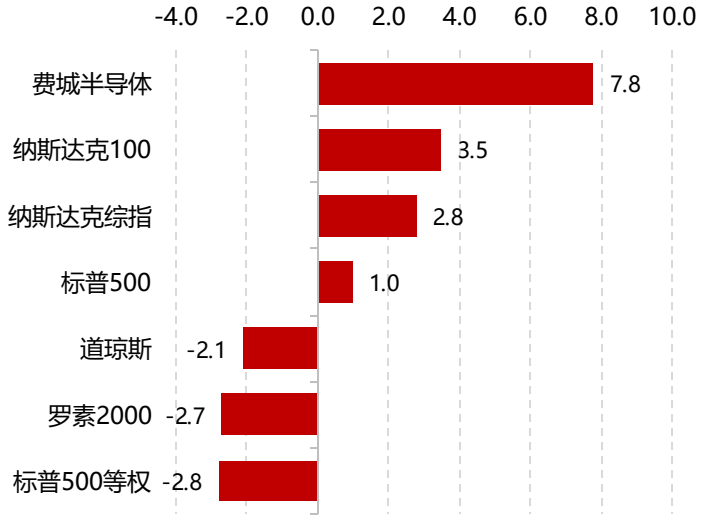
10月美股预判：货币暂不重要，AI消费应用崛起

下载日志已记录，仅供内部参考

9月美股回顾：等权与小盘落后，AI应用与CPU领涨

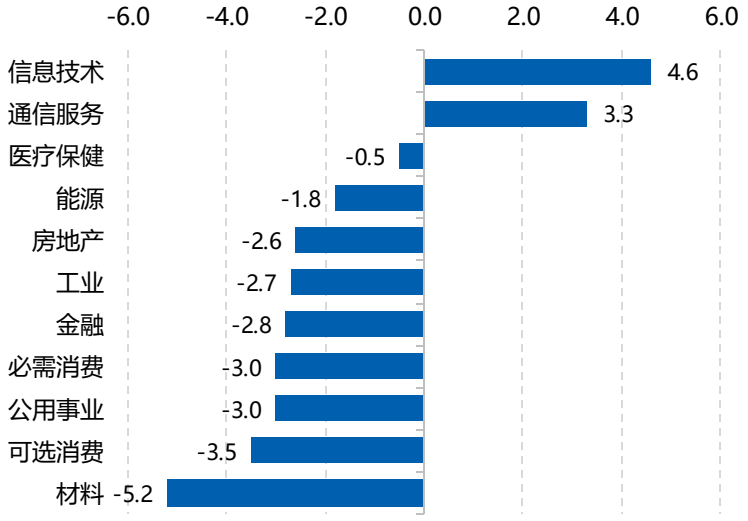
- **指数**：截至9月21日，9月以来标普500上涨1.0%、纳斯达克100上涨3.5%，道琼斯下跌2.1%、罗素2000下跌2.7%，标普500等权下跌2.8%、落后市值加权3.8个百分点。标普500议息日后三个交易日上涨2.8%，距8月13日收盘纪录0.4%，纳斯达克综合指数收盘创历史新高。
- **板块**：仅信息技术（+4.6%）、通信服务（+3.3%）上涨，材料（-5.2%）、可选消费（-3.5%）居后。
- **AI**：应用端Meta上涨29.5%，9月21日Muse登顶应用榜，Meta单日上涨11.3%。Meta Muse走红带动硬件上涨，费城半导体上涨7.8%，超威、戴尔分别上涨30.8%、26.2%；云厂商分化，谷歌上涨4.6%，亚马逊、微软、甲骨文小幅下跌。

图：9月以来主要指数涨跌幅（%）



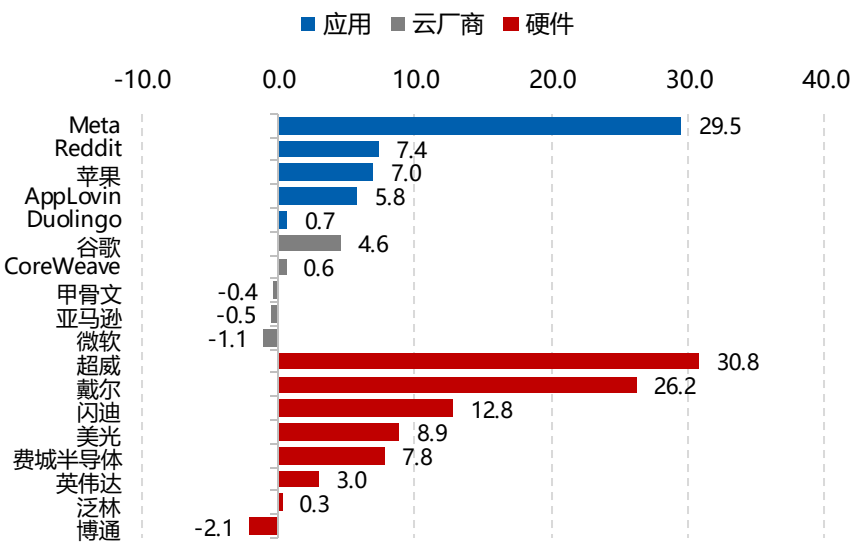
资料来源：Wind、中信建投证券；数据截至9月21日

图：9月以来标普500各板块涨跌幅（%）



资料来源：Wind、中信建投证券；9月21日除息已还原

图：9月以来AI链涨跌幅（%）



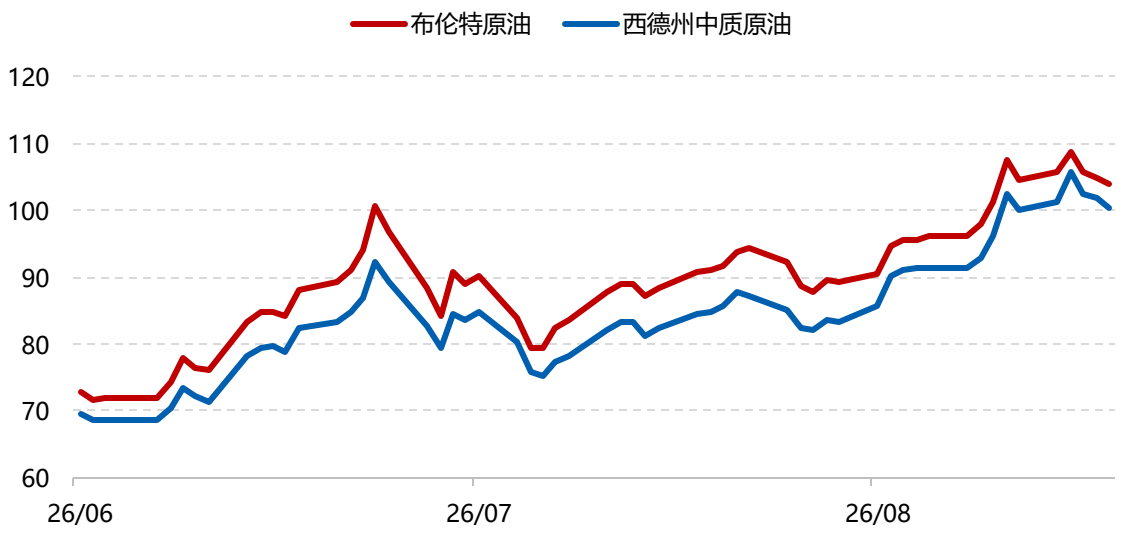
资料来源：Wind、中信建投证券；数据截至9月21日

下载日志已记录，仅供内部参考

9月美股主线：油价破百，美联储加息，10年期美债站上5%

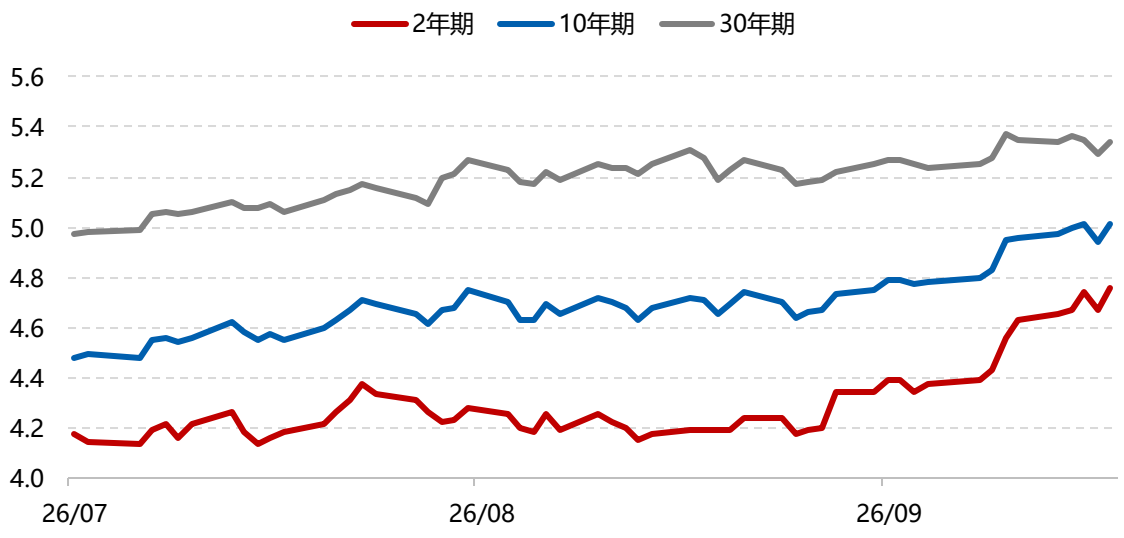
- **油价：**8月31日美伊交火重启，9月11日沙特日输700万桶的东西管道遇袭关闭。布伦特原油9月9日站上100美元、为7月以来首次，9月以来上涨14.8%，零售柴油升破6美元。
- **数据：**8月非农新增16.2万、约为预测中值的三倍；8月CPI同比3.4%，核心环比0.3%、高于预期的0.2%，PPI同比5.4%。
- **美联储：**9月16日以12比0加息25个基点至3.75%至4.00%，为2023年7月以来首次；点阵图2026年底中位数由3.8%升至4.1%，18人中16人预计年内至少再加一次。2年期美债9月以来上行42个基点至4.76%，10年期上行26个基点至5.01%、创2007年7月以来新高。
- **利率敏感的板块跑输：**9月以来住宅建筑ETF下跌6.2%、罗素2000下跌2.7%。

图：6月末以来原油期货结算价（美元/桶）



资料来源：Wind、中信建投证券

图：7月以来美债收益率（%）



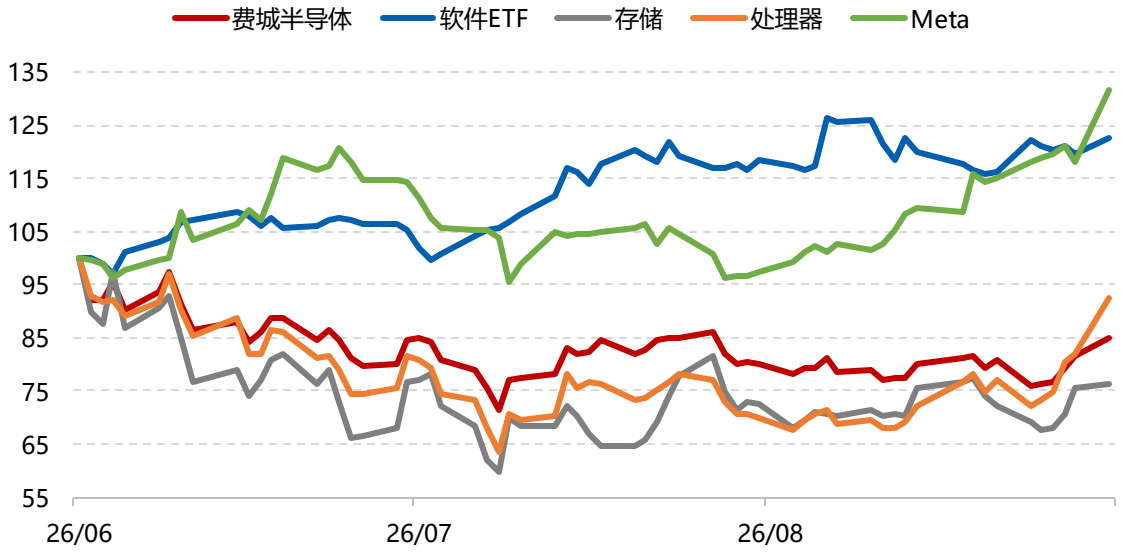
资料来源：美国财政部、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

9月科技复盘：模型放慢冲击、利率约束与AI链内部轮动

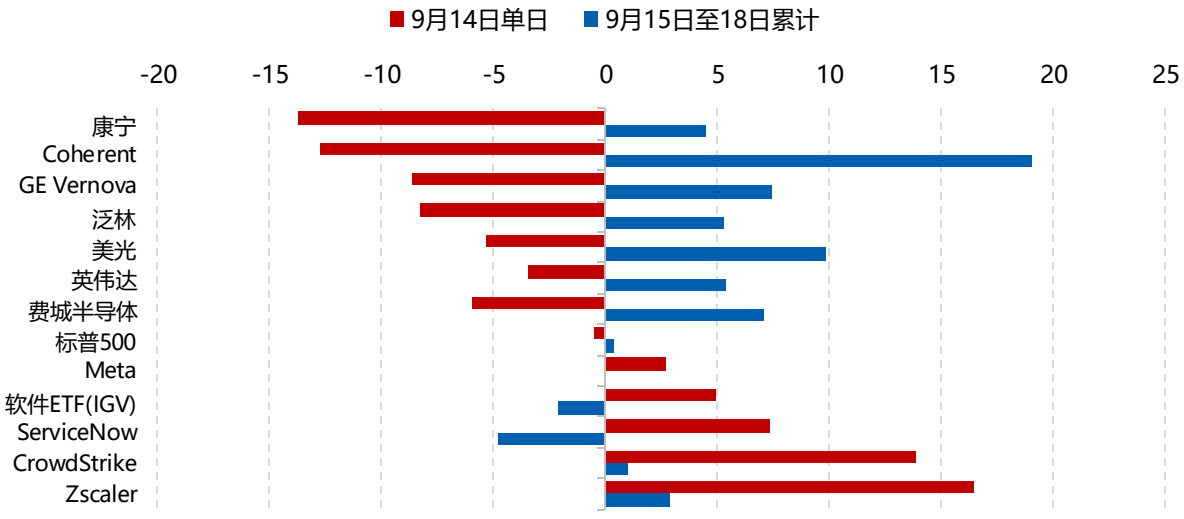
- **“模型放慢”言论短暂冲击：**9月12日Anthropic负责人发文称“必须放慢提升模型能力的速度”，OpenAI承诺引入独立评估；9月14日费城半导体下跌5.9%，费城半导体其后四日上涨7.1%；9月21日Muse登顶应用榜后领涨转向CPU。
- **9月16日美联储加息落地后科技上涨，市场交易利空出尽：**科技板块显著跑赢地产、金融、能源和小盘股。
- **AI链内部换手：**6月下旬起动量股与半导体去拥挤，存储等权组合最大回撤40%，软件和应用反弹；9月21日Muse登顶后焦点转向智能体与CPU，处理器组合单日上涨13.1%，表现明显优于存储。

图：6月22日以来AI链内部轮动（费城半导体高点=100）



资料来源：Wind、中信建投证券；存储与处理器为等权组合

图：9月14日单日与其后四个交易日累计涨跌幅（%）



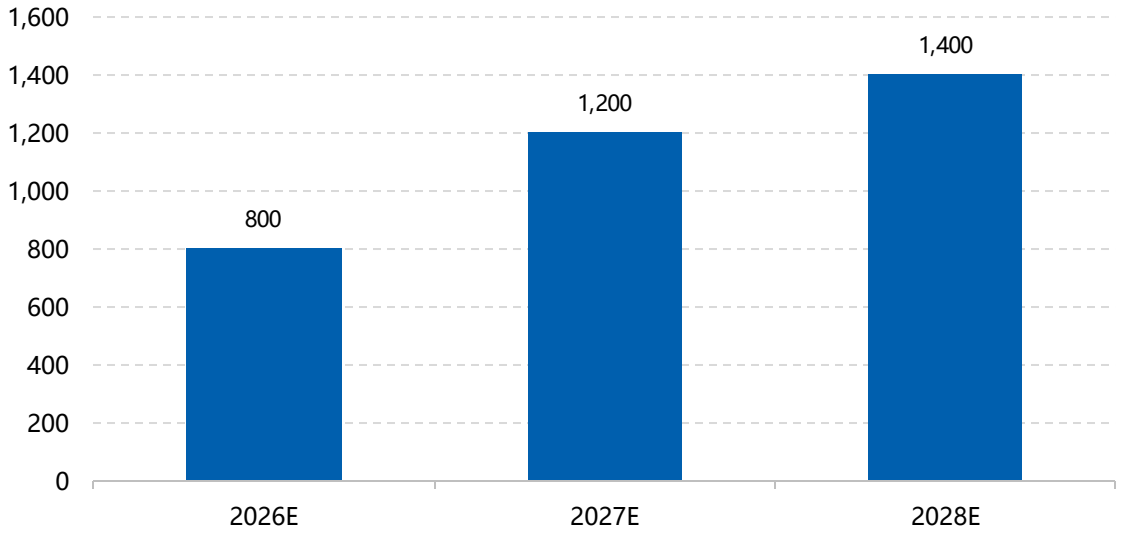
资料来源：Wind、中信建投证券；

下载日志已记录，仅供内部参考

10月大盘展望：若鹰派预期消退，美股有望提振

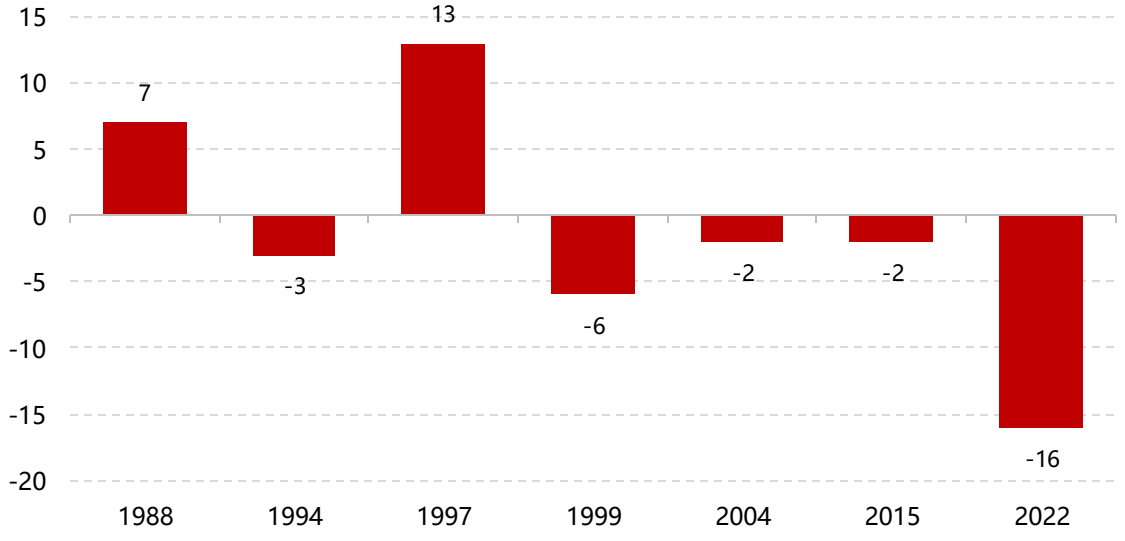
- **市场定价已跑在美联储前面。**期货计入到2027年年中再加息约3次；点阵图中位数为年内再加一次、2027年不再加息。10月28日议息的加息概率约55%，2年期美债4.76%已高于掉期隐含的一年后政策利率4.68%。
- **三个观察条件：**一是通胀中的一次性因素是否消退，8月核心CPI剔除无线通信后环比为0.20%；二是油价，原油9月16日起连跌四日；三是美联储沟通，11月初中期选举临近。
- **当前盈利处于高位，估值已计入部分盈利回落：**二季度标普500每股盈利同比增长51%；远期市盈率19倍、处第73分位。
- **三项阶段性抬升因素：**一是AI资本开支，头部云厂商2026年约8,000亿美元、同比增长94%，贡献今年标普500盈利增速约11个百分点；二是半导体毛利率约70%；三是大型科技公司未上市股权浮盈，二季度约1,500亿美元、占每股盈利12%。

图：头部云厂商资本开支预测（十亿美元）



资料来源：wind、中信建投证券

图：历轮加息周期首次加息后3个月标普500涨跌幅（%）



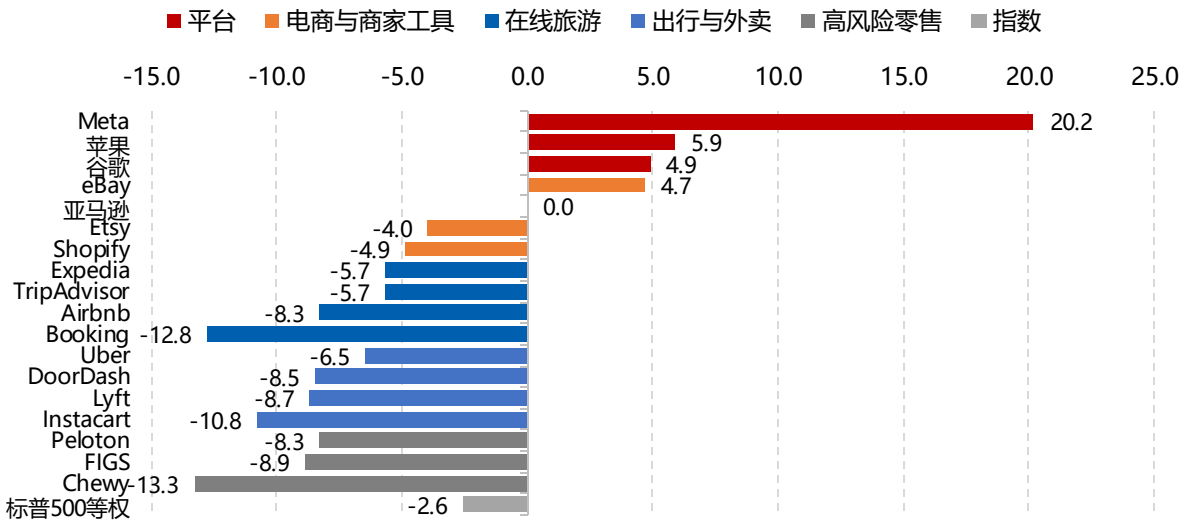
资料来源：美联储、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

10月科技展望：Meta Muse走红，消费端智能体应用扩散

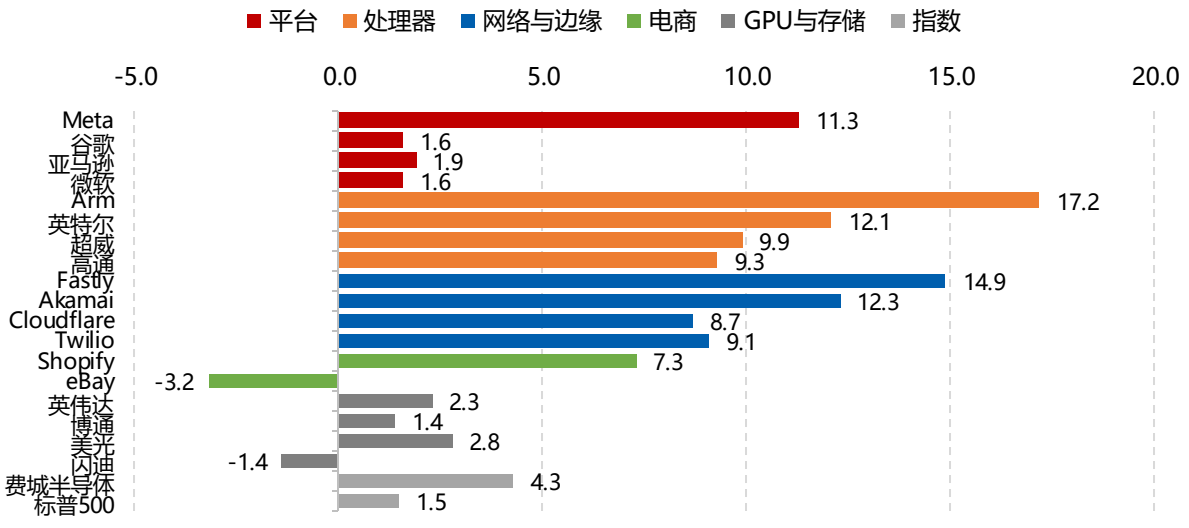
- 9月8日发布的个人智能体Muse六天下载约90.2万次，9月21日登顶美国苹果与谷歌应用商店免费榜；Meta当日上涨11.3%，为2025年4月以来单日涨幅新高，9月以来累计上涨29.5%。
- **护城河：编码智能体的成果可以迁移，但是个人消费Agent有极强用户粘性。**
- **带来CPU扩容的想象空间：**智能体负载主要消耗服务器CPU与网络资源，9月21日超威上涨9.9%、市值首次站上1万亿美元，英特尔、Arm分别上涨12.1%、17.2%，英伟达上涨2.3%。

图：Muse发布以来下游公司涨跌幅（%，9月4日至21日）



资料来源：Wind、中信建投证券；截至9月21日

图：9月21日产业链涨跌幅（%）



资料来源：Wind、中信建投证券；截至9月21日

下载日志已记录，仅供内部参考

PART 5

资产判断之美债：阶段性美债利率见顶

下载日志已记录，仅供内部参考

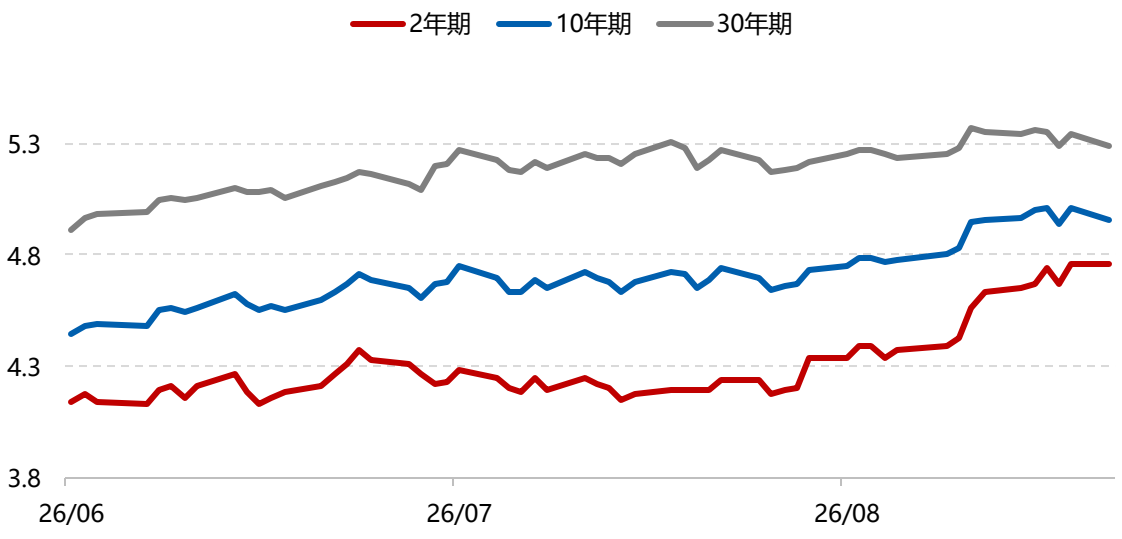
9月美债回顾：加息落地，10年期站上5%

收益率：截至9月21日，9月以来2年期上行42个基点至4.76%、创2024年7月以来新高；10年期上行21个基点至4.96%，9月16日收于5.01%、创2007年7月以来新高；30年期上行4个基点至5.29%。

交易节奏上，9月上旬油价与通胀数据推动全曲线上行、短端领涨；9月16日加息落地后，前端定价由是否加息转向加息终点。

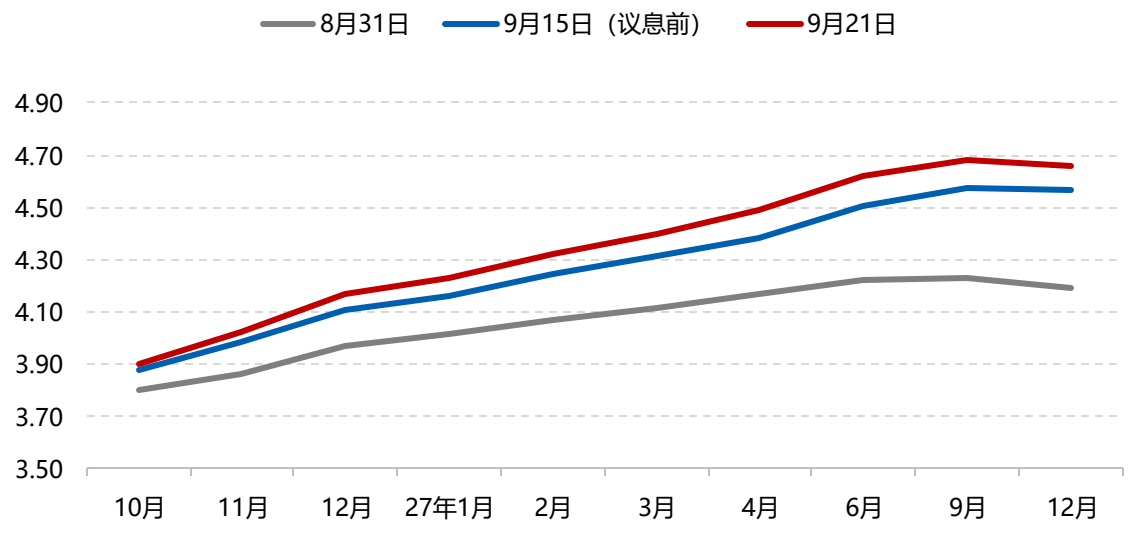
美国经济总量仍在潜在增速附近，结构上呈两极分化。 剔除季度间波动，美国实际GDP的潜在增速仍接近2%。超出潜在水平的部分集中在高收入群体消费与人工智能相关行业，其余行业增长温和。疲软集中在住宅投资，人口结构走弱与抵押贷款利率接近7%共同压制需求。

图：6月末以来美债收益率（%）



资料来源：美国财政部、中信建投证券；截至9月21日

图：联邦基金期货隐含利率路径（%，按合约月份）



资料来源：CME、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

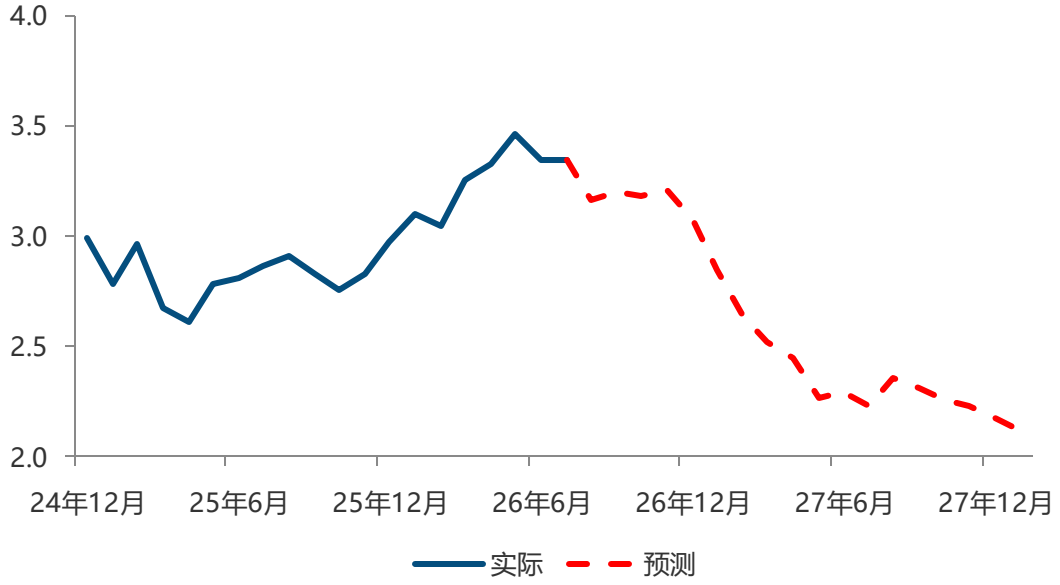
美联储9月加息：市场沟通驱动，经济层面理由偏弱

9月16日以12比0加息25个基点至3.75%至4.00%，18人中16人预计年内至少再加一次，主席未提交点位；声明删去通胀部分源于供给冲击的表述，并称本次行动有助于通胀更及时回到2%目标。

加息的理由主要在市场层面：主席沃什在Jackson Hole的讲话引导市场在通胀数据不理想时预期加息，8月CPI不算令人担忧但也不理想，市场计入的加息概率接近九成，不加息可能损害政策可信度并引发长端利率反应；油价上涨也让此前摇摆的票委更愿意加息。

经济层面的理由偏弱：超出2%目标的部分几乎归因于逐步消退的一次性因素，考虑本月方法论修订后，截至8月核心PCE三个月年化约2.5%；经济没有过热，通胀预期温和偏高。

图：核心PCE通胀同比（%）



资料来源：wind、中信建投证券

图：薪资增速和联邦基金利率（%）



资料来源：wind、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

下载日志已记录，仅供内部参考

10月美债展望：阶段性美债利率见顶

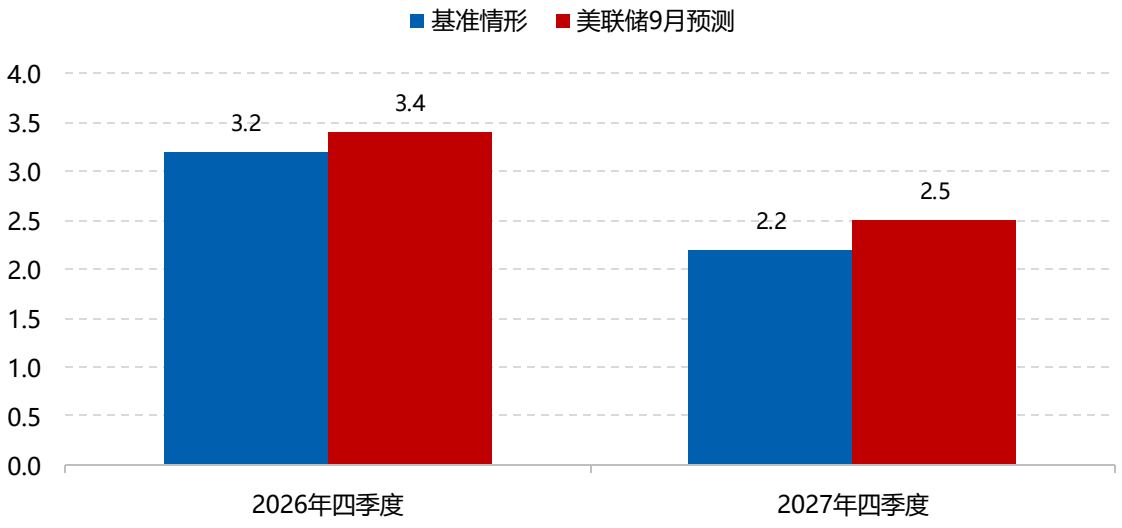
美债利率走高短期因素有通胀超预期，也有美伊冲突再起新变化，油价破百。两个短期因素已被充分定价，这预示着阶段性美债利率见顶。

通胀路径：8月核心PCE三个月年化约2.5%，超出目标的部分主要来自关税、能源、软件与配件涨价、投资组合管理费等一次性因素；基准情形2026年四季度同比3.2%、2027年四季度2.2%，低于美联储9月预测的3.4%与2.5%。

政策路径：基准情形10月27日至28日再加息25个基点，此后维持不变，若数据印证通胀回落，明年前端计入的两次加息存在回吐空间。

长端美债利率回落的空间有限：美债熊市已走过5年，底层原因在于全球秩序撕裂，包括资源和供应链脱钩。这一趋势短期内无法逆转，长期来看西方债券熊市没有终结。

图：核心PCE同比预测：基准情形与美联储9月预测（%）



资料来源：美联储、中信建投证券

图：市场定价的美联储政策路径图（%）

MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/10/28	29.1%	70.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2026/12/9	6.5%	38.4%	55.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	3.4%	23.0%	47.1%	26.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	1.0%	9.4%	30.4%	40.8%	18.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.6%	6.1%	22.3%	36.8%	27.1%	7.1%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.4%	4.0%	15.9%	31.0%	30.9%	15.0%	2.8%	0.0%
2027/7/28	0.3%	3.4%	14.2%	28.8%	30.9%	17.3%	4.6%	0.4%
2027/9/15	0.3%	3.0%	12.8%	27.0%	30.7%	19.0%	6.2%	0.9%
2027/10/27	0.3%	3.0%	12.6%	26.7%	30.6%	19.3%	6.5%	1.1%
2027/12/8	0.5%	3.8%	13.7%	27.0%	29.7%	18.3%	6.0%	1.0%

资料来源：CME Watch、中信建投证券；截至9月21日

下载日志已记录，仅供内部参考

美国通胀结构：核心PCE高出截尾均值约1个百分点

核心PCE和截尾PCE反向：7月核心PCE同比3.34%，达拉斯联储截尾均值PCE一年通胀率2.28%，8月克利夫兰联储中位数CPI同比2.58%，核心PCE高出截尾均值1.1个百分点。

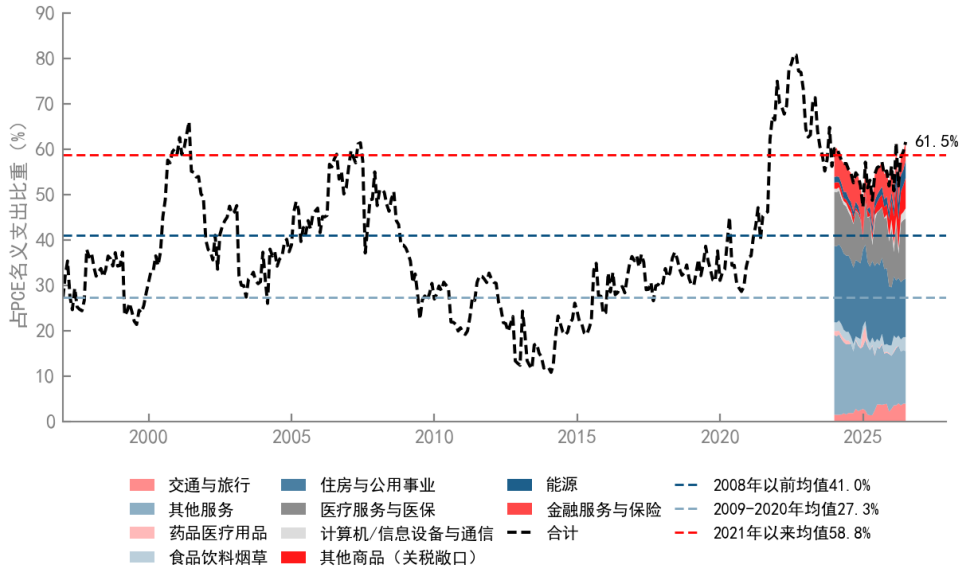
通胀扩散主要来自于供给冲击：按PCE末级分项自算，12个月涨幅超过3%的分项占名义支出61.5%，高于2021年以来均值58.8%，低于2022年8月80.8%的高点；总量与2024年1月（60.1%）相近，结构转向商品：关税敞口商品贡献由1.3个百分点升至6.7个百分点，能源由1.3升至3.8，住房与公用事业由16.8降至12.9。

图：核心PCE与稳健通胀指标同比（%，阴影为衰退期）



资料来源：wind、中信建投证券

图：12个月涨幅超过3%的PCE分项占比（%）



资料来源：wind、中信建投证券

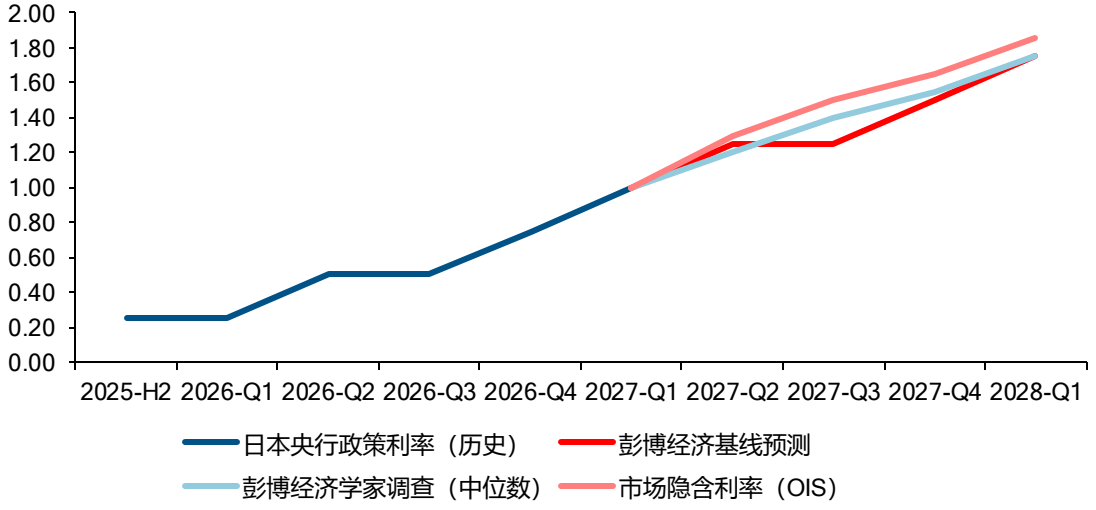
下载日志已记录，仅供内部参考

日欧开启加息周期，美伊问题难解，油价担忧始终压制债券

- **日元汇率疲软，美国开始干预日本利率政策，日央行加快加息步伐。**9月18日日央行将政策利率上调25bp至1.25%（31年高点），为结束负利率后间隔最短的一次加息（仅距6月加息3个月）。此举部分回应美财长贝森特对日元贬值的公开施压，以及油价与进口成本推升的通胀风险。但因投票结果为7:2、前瞻指引偏谨慎，加息后日元不升反跌，一度逼近158，市场反而上调后续加息路径预期。

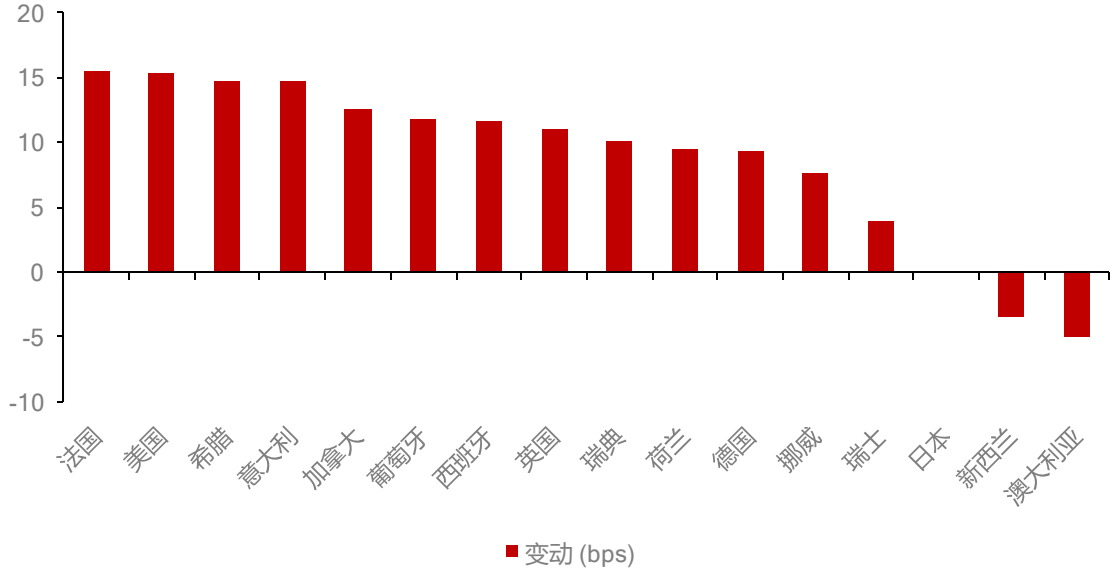
- **欧债情况下并不比美国乐观，美国PMI超预期，法国债券收益率上升幅度甚至高于美债。**9月23日S&P全球美国综合PMI初值跳升至58.4（近五年半高点），强化美联储继续加息预期，美10年期国债收益率一度升破5.1%（2007年以来最高）。同期法国10年期OAT收益率上行幅度更大（单日最高约+15bp，至约4.6%，创2008年以来高点），OAT-Bund利差扩大至100bp以上，既受欧元区PMI超预期（综合53.1）与油价反弹推动，也叠加法国财政赤字担忧，显示欧债压力并不弱于美债。

图：日本议息会议后，市场再度上调加息路径



资料来源：wind、中信建投证券

图：美国PMI超预期，法国债券收益率上升幅度高于美债



资料来源：wind、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

PART 6

10月大宗研判：黄金震荡偏强，铜铝不看空

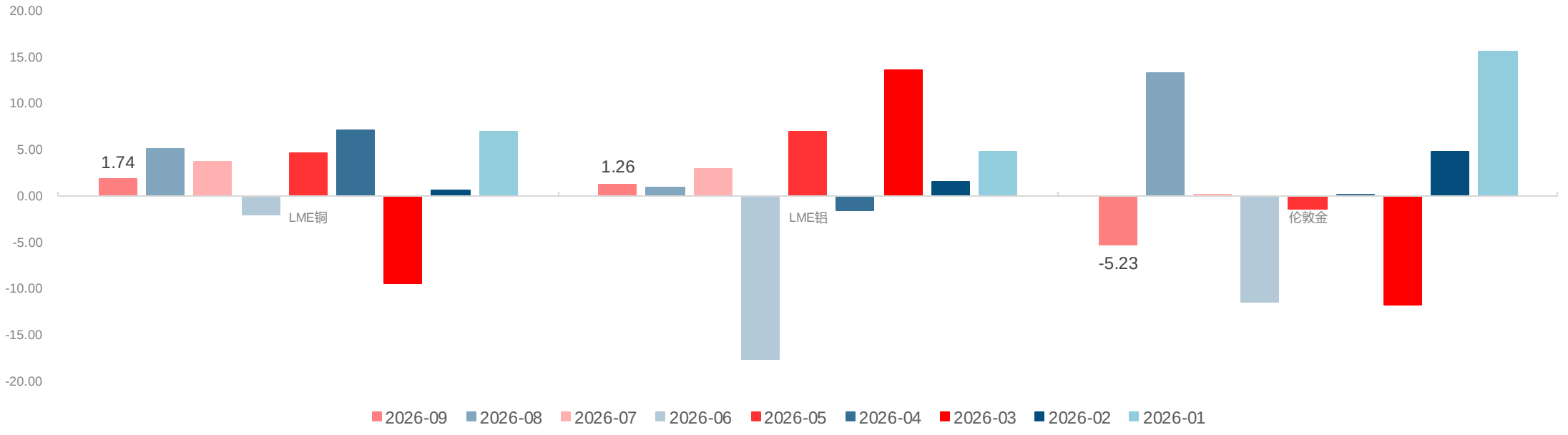
下载日志已记录，仅供内部参考

金铜铝回顾：美联储9月加息落地是核心交易主线

■ **9月金铜铝呈“金弱、铜强、铝稳”格局，三者共同底色是美联储9/17加息落地"利空出尽"与美元美债"更高更久"的宏观压制。**

- **黄金受加息预期压制震荡偏弱。**在经历8月的大幅反弹后，9月加息落地后金价虽出现边际修复，伦敦金月均价仍录得约5%的回落。
- **铜凭借矿端紧缺和关税预期展现最强韧性。**铜价在月初创下历史新高后因关税溢价挤出回落，但伦铜月均价录得近2%的涨幅。
- **铝在去库与旺季支撑下高位震荡。**铝在三者中波动最小，走势相对平稳，伦铝月度累计上涨约1.3%。

图：9月金铜铝呈现“金弱、铜强、铝稳”的格局



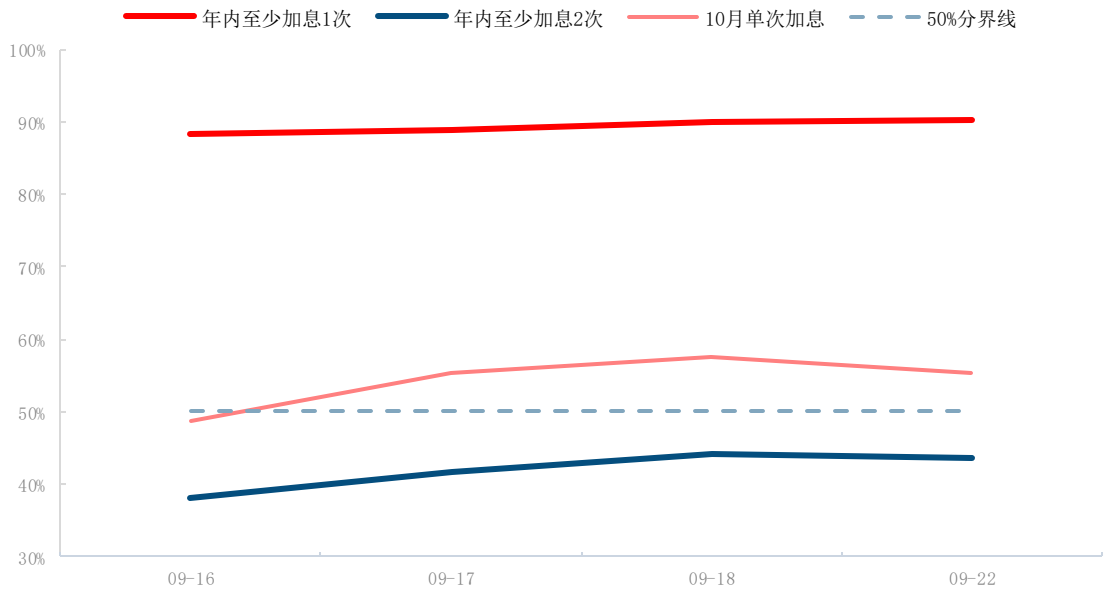
资料来源：Wind、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

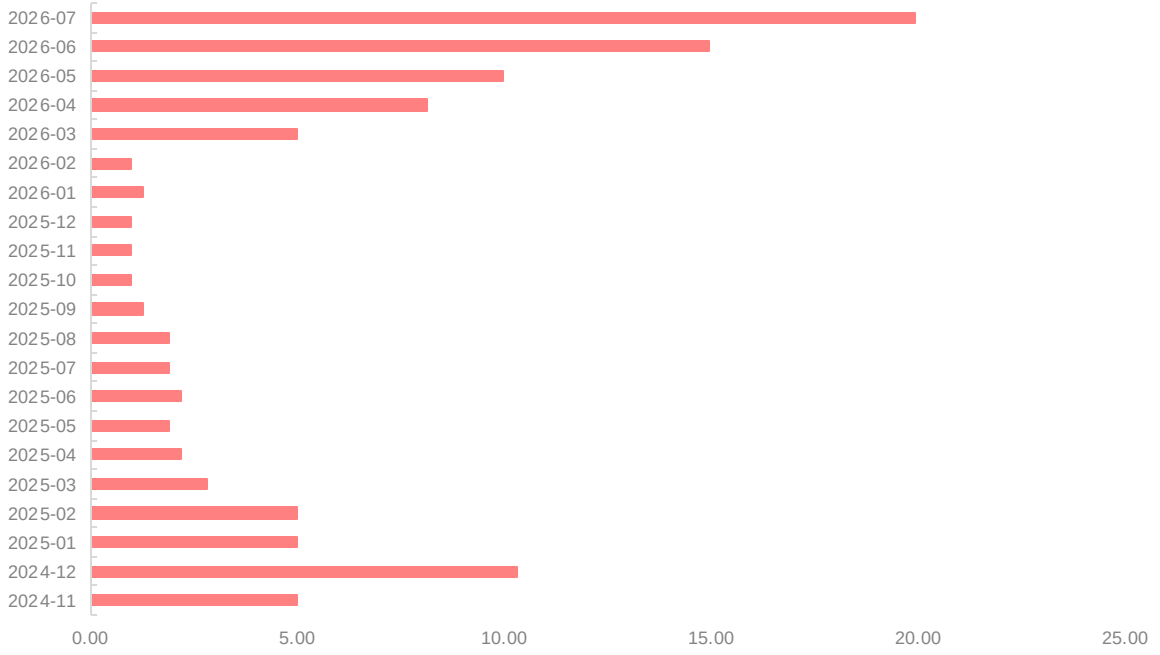
黄金主线：加息博弈和长期配置（央行购金）两股力量的对冲展开

- **主线逻辑一：美联储加息博弈（最大宏观变量）。**这是10月黄金定价的核心矛盾。9月17日美联储已加息25bp（至3.75%-4%），点阵图显年内或还有一次加息。高利率预期压制金价，10月FOMC（10/28）前金价易受压制、波动加大。
- **主线逻辑二：去美元强化黄金配置价值，金价对单一利率敏感度下降。**中国央行连续22个月增持，全球央行储备多元化趋势延续。

图：截至12月会议加息概率的统计分布



图：中国央行连续22个月增持黄金（吨）



资料来源：FRED WATCH、中信建投证券，注：截至12月会议加息1次/2次的统计

下载日志已记录，仅供内部参考

铜铝主线：供给刚性低库存托底和旺季需求验证双重逻辑

- **主线逻辑一：美国铜关税预计从“预期”走向“明朗”。**10月铜价最大的方向性变量。市场普遍压住基准情况：关税在90天决策期内（9/28前决策）落地，2027年初加征15%、2028年初加征30%。
- **主线逻辑二：国内去库与旺季兑现成色。**金九银十迎旺季需求兑现观察窗口期，国内社库去化支撑现货升水。

图：美国铜关税时间轴

市场普遍压住基准情况：关税在90天决策期内（9/28前决策）落地，2027年初加征15%、2028年初加征30%。

2025.02
启动232调查
调查铜进口是否威胁国家安全；覆盖矿、精炼铜、半成品与衍生品。

2025上半年
囤货与价差
市场押注精炼铜也会被加税，LME货流向美国，价差扩大。

2025.07
50%预期升温
全口径铜关税预期推高美国铜价，囤货成为短期驱动。

2025.07.30
落地但原料豁免
铜管、线、板片等征50%；铜矿、精矿、废铜、精炼铜豁免。

2025下半年
交易反转
精炼铜豁免使囤货逻辑降温，价差收敛，库存压力被关注。

2026.04
金属关税细化
几乎全金属商品50%；含铜衍生品25%；金属含量≤15%不适用。

2026.06
中期审核窗口
等待是否建议2027年起对精炼铜征15%，以及是否扩至未精炼铜。

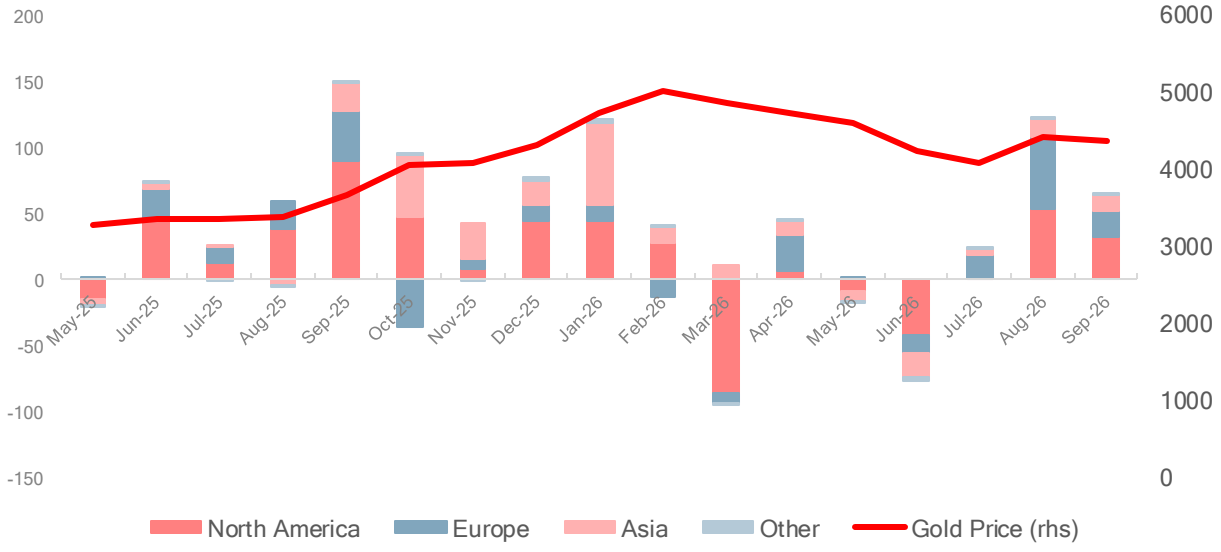
资料来源：财联社、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

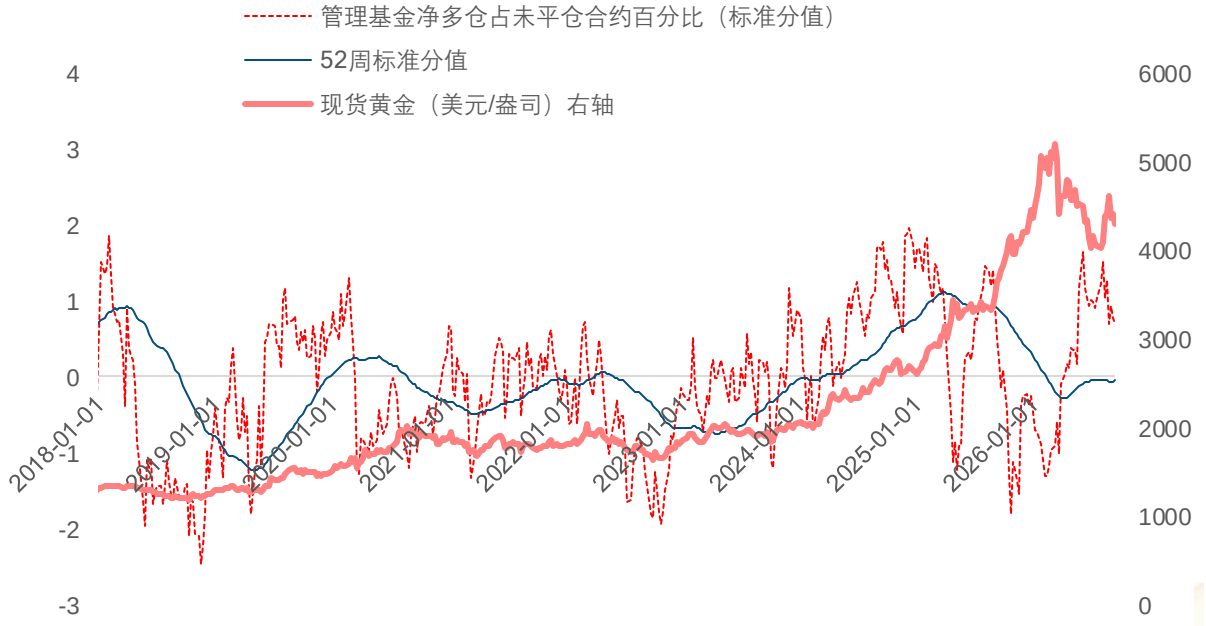
黄金展望：10月方向偏多，但料难出现单边上涨

- **10月黄金大概率“震荡偏强、中枢上移”，但上行节奏受美联储加息预期压制，难现单边大涨。**
- ETF资金是当前较为积极的多头信号——全球黄金ETF持仓创历史新高，投资需求持续回暖。
- 8月全球黄金ETF净流入180亿美元，为有记录以来第二大单月流入；持仓增加121吨至4189吨，创历史新高，截至9/18全球黄金ETF持仓量仍在上行。
- CFTC投机持仓在加息前夕减仓，VIX上升但避险资金尚未大规模流入，市场等待10月FOMC方向。

图：8月全球黄金ETF持仓大幅增加，9月持仓量仍在上行（吨，美元/盎司）



图：CFTC持仓显示短期情绪趋于谨慎（%）



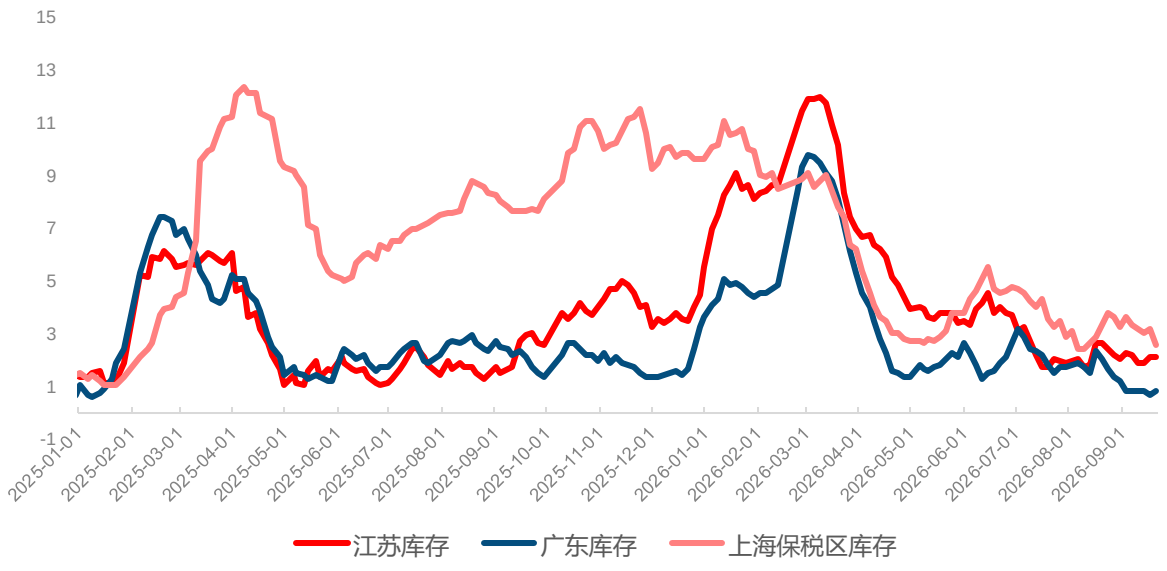
资料来源：世界黄金协会、wind、中信建投证券，注：9月截至9月18日

下载日志已记录，仅供内部参考

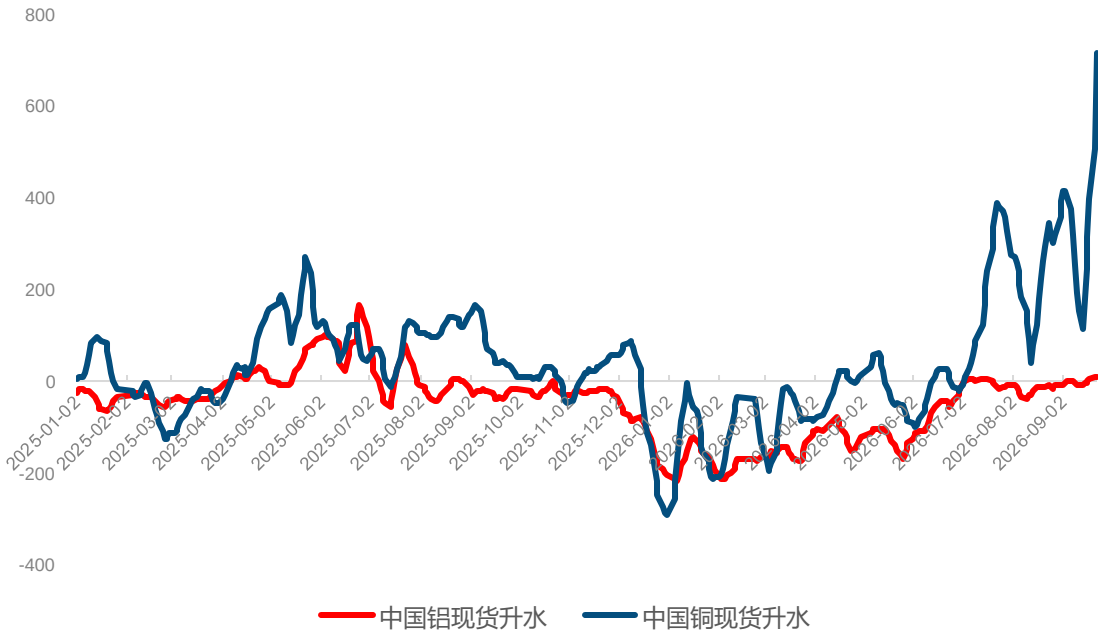
铜铝展望：关税影响节奏但并不改变配置方向

- **铜关税政策仍是短期最大不确定性，但供给强约束以及低库存常态化的基本面格局，铜价或易涨难跌。**上海现货升水800元/吨（创年内新高），LME转为升水，非美地区的现货供需紧张仍是铜价较强支撑。
- **铝供需最紧张阶段或已过去，走势或更趋于中性。**旺季成色待验证，铝棒累库向铝锭存在传导风险。

图：旺季效应支撑下，国内铜库存进一步去化（万吨）



图：上海铜现货升水创年内新高（元/吨）



资料来源：wind、中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

PART 7

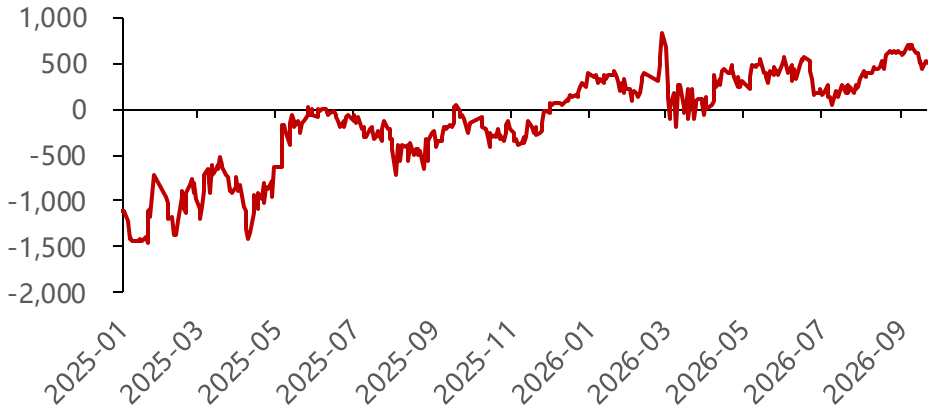
10月汇率研判：RMB暂时稳定，美元指数走强

下载日志已记录，仅供内部参考

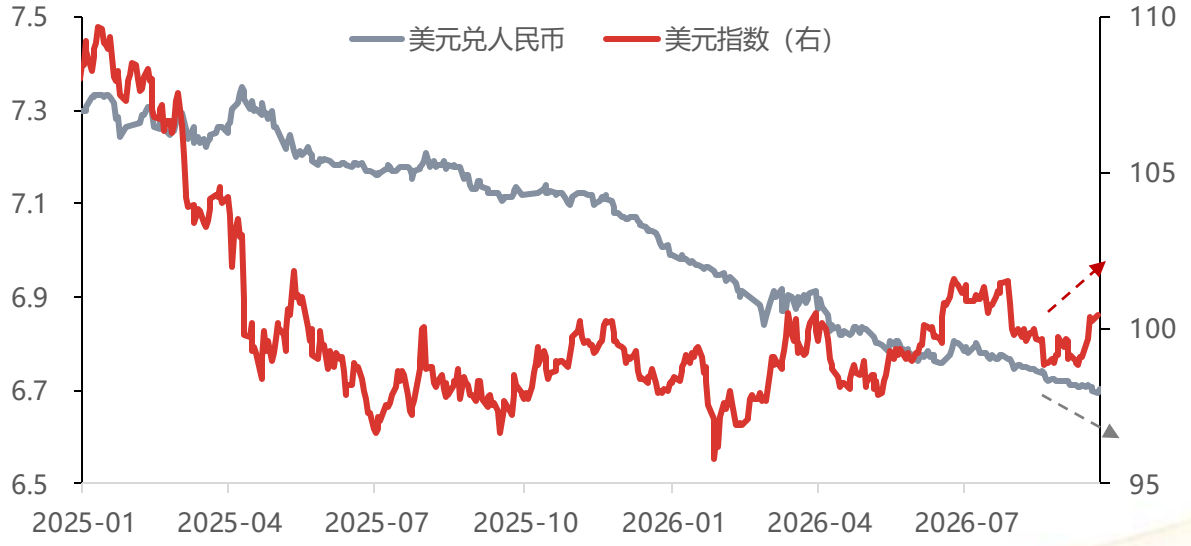
人民币汇率：中间价短暂放松，人民币突破6.70，但难以大幅偏离

- **人民币汇率升破6.70，实际上中间价短暂放松的结果。**即便美联储加息、美元指数重新站上100，人民币在9月中旬仍升破6.70，说明本轮升值并非简单跟随美元。其核心驱动是中美关税谈判以及高层会晤临近，央行短暂放松中间价。说明央行至少在当前阶段容忍人民币进一步升值。
- **预计中间价10月回归偏紧，人民币汇率难有大幅偏离6.70。**人民币中枢仍有进一步升值空间，但6.70以下进入“政策管理升值速度”的阶段，10月人民币仍偏强，但不会简单复制9月的单边升值斜率。一方面是美元在美联储加息路径不明朗的情况下，大概率维持偏强；另一方面，中美高层会晤结束后，央行中间价对汇率的约束会边际收紧。

(PIP) **图：美元兑人民币中间价与前一日收盘价偏离幅度有所收窄**



图：9月人民币比美元更强



资料来源：wind、中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

下载日志已记录，仅供内部参考

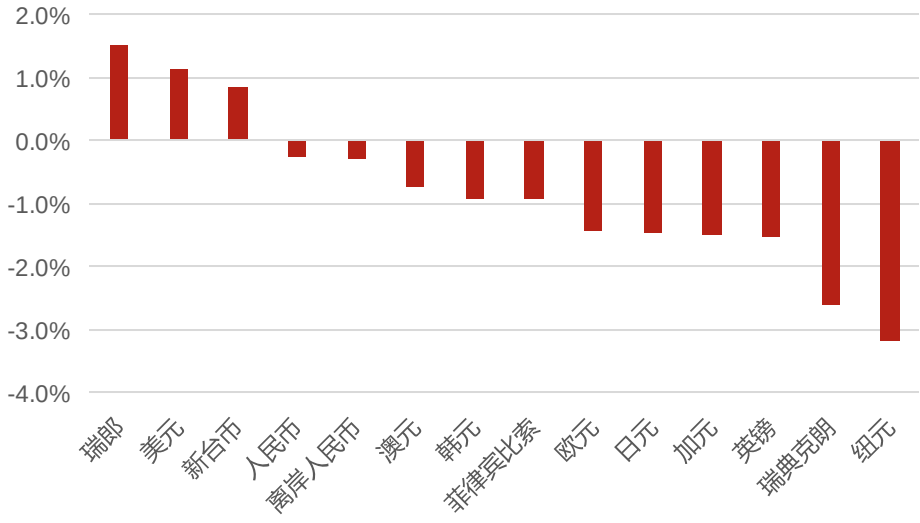
美元：加息支撑美元继续走强，油价决定美元上限

- **加息支撑美元，但不是新一轮长期美元牛市。**9月美联储重新加息后，美债短端利率快速抬升，美元重新获得利差支撑。只要市场尚未确认本轮加息结束，10月美元下方空间有限，预计美元指数主要运行在100–103。
- **油价决定本轮美元行情的上限。**本轮Fed重新转鹰本身就是油价上涨推动再通胀的结果：Brent维持90–110美元，最有利于“高通胀+继续加息”的强美元组合；油价跌破90美元，加息预期容易退潮；若油价进一步失控，则全球同步紧缩和滞胀风险上升，美元或超预期走强。因此加息托住美元下限，油价决定美元上限。

图：2Y利差vs美元指数



图：9月主要货币涨跌幅涨跌幅



资料来源：wind、中信建投证券；注：9月货币表现截至2026-9-22

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

10月需要重点跟踪四类变量：

一是三季度经济数据与财政支出、政府债发行节奏，决定政策加力预期与中国股债相对表现；

二是中美关系及地缘冲突、油价变化，决定人民币与中港风险溢价、通胀尾部风险。

三是二十届五中全会及四季度政策定调，决定国内风险偏好与政策预期；

四是美联储政策路径及美国就业、通胀数据，决定全球流动性定价与成长股估值；

若经济数据继续走弱而政策增量有限、美联储加息预期再度升温，需警惕成长股估值与人民币汇率同步承压；

反之，若五中全会释放明确的扩内需与科技加码信号、美联储加息靴子落地后转入宽松交易，科技成长、港股及人民币有望获得更强的风险偏好修复。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

周君芝

浙江大学经济学博士，现任中信建投证券首席宏观分析师。

曾获2023年wind第11届金牌分析师宏观第一；2023年21世纪金牌分析师宏观第四；2023年第11届choic最佳分析师宏观第三。

曾于2017-2020年连续四年荣获“新财富”宏观第一名（团队核心成员），2017-2020年连续四年荣获卖方分析师“水晶球”奖第一名（团队核心成员）。

陈怡

宏观分析师，香港科技大学经济学硕士，负责国内实体、通胀、大宗商品等研究。

蒋佳秀

宏观分析师，上海财经大学本科，北京大学硕士。主要覆盖海外宏观经济、政策和流动性。曾任法巴银行环球市场部和东北证券首经团队宏观研究员。

吴彬

宏观分析师，香港中文大学（深圳）经济学硕士，专注汇率和全球流动性研究。

谢雨心

宏观分析师，西南财经大学经济学博士，美国德州农工大学访问学者。负责地产、出口和制造业投资等研究。

付思雨

宏观分析师，香港中文大学硕士，主要研究方向为全球财政和国内债市流动性。

研究助理

杨振辉 yangzhenhui@csc.com.cn

评级说明

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

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

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

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

一般性声明

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

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

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

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

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

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

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

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

中信建投（国际）

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

中信建投证券
CHINA SECURITIES