中航证券
AVIC SECURITIES

2026 年 09 月 26 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

温和修复行情可期

报告摘要

核心观点：

◆ 近期中美关系释放积极变化，经贸磋商持续推进并拓展至人工智能等新议题，贸易摩擦暂停期有望进一步延长；两国元首在不到半年内实现互访，双方亦就年内两国元首的互动安排保持着沟通。

◆ 中东局势焦灼，本周布油一度再冲上 100 美元大关，但随着媒体报道美国和伊朗研究分阶段重启霍尔木兹海峡的方案，国际油价有所回落，但仍在高位。另一方面，美国 9 月综合 PMI 大超市场预期，创近五年以来新高，市场对美联储加息预期升温，美债收益率全线上涨，并再度成为当下市场焦点。

◆ 对 AI 科技硬件产业链代表性环节指数的月度涨跌幅进行时间序列上的领先/滞后错位匹配，检验是否存在产业链位置对股价的传导效应。结果显示，各环节在同期（滞后 0 期）相关性最高，而领先或滞后阶数的相关性总体较弱，且未呈现稳定的沿产业链顺序的领先—滞后规律。这表明 AI 产业链不同环节股价更多表现为同期同涨同跌，产业链位置差异对股价行情的领先—滞后传导作用不明显。

◆ AI 链各环节股价对市场盈利预测及其变化均呈现约 3 个月的领先性，其中与盈利预测本身的相关性更高。这或显示，相比于产业链环节的位置差异，市场对盈利预期边际调整的前瞻性定价，才是驱动股价表现的核心因素。

◆ 科技硬件板块杠杆资金较年中已有明显回撤迹象，对比科技硬件板块细分方向融资余额较年中的降幅，以及融资余额在过去三年滚动

作者

董忠云 分析师
SAC 执业证书：S0640515120001
联系电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

庞晨 分析师
SAC 执业证书：S0640526040001
联系电话：
邮箱：pangc@avicsec.com

王警仪 分析师
SAC 执业证书：S0640525100001
联系电话：
邮箱：wangjybj@avicsec.com

杨子萌 分析师
SAC 执业证书：S0640526060001
联系电话：
邮箱：yangzm@avicsec.com

相关研究报告

中航策略周报：《A 股风险偏好迎来修复，科技成长或占优》

中航策略周报：《市场对美联储加息预期定价已较为充分，等待靴子落地》

中航策略周报：《逢低布局，静待修复》

中航策略周报：《九月转向：不确定性峰值已过，积极做多窗口开启》

中航策略周报：《蓄势待变——警惕月末扰动，静待 9 月反攻》

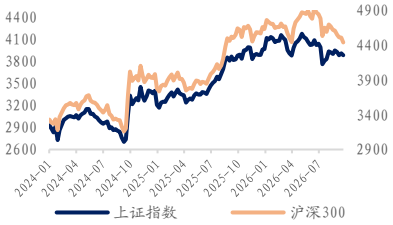
中航策略周报：《修复行情将迎来业绩密集期的检验》

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

区间内历史分位数较年中的变化，电子Ⅱ两个指标下降幅度均较多，或为杠杆资金出清程度相对充分的方向。

◆ 此外，我们认为下一轮修复行情中，“新登”、“老登”等多板块或均存在机会。观测各申万二级的年初至今累计涨跌幅，以及预测净利润增长率当前较年初变化，结果显示，普钢、生物制品、教育、造纸年初以来回落较多，且预期净利润增速较年初改善较多，后续可关注盈利预期兑现带来的修复机会。

市场走势：



投资建议：

◆ 往后看，全球地缘局势仍存在不确定性，长假前夕部分资金或倾向于观望。节后，随着资金陆续回归，同时美国中期选举临近背景下其政策重心或更多转向国内，A 股温和修复行情仍可期待，“新登”、“老登”等多个板块或均存在机会，科技成长风格或相对占优，AI 硬件与应用或有望共同演绎。



本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场整体下跌，上证指数（-0.60%）、深证成指（-2.37%）、沪深300（-1.51%）、科创50（-1.86%）、创业板指（-2.48%）、中证500（-2.25%）、中证1000（-1.53%），均表现较弱。行业风格上，消费风格表现较强，上涨 0.10%；成长风格表现较弱，下跌 1.76%。分行业来看，申万一级行业中房地产、煤炭、美容护理表现较强，分别上涨2.28%、2.10%、1.75%；有色金属、通信、电力设备表现较弱，分别下跌 4.16%、3.05%、2.50%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 19135.07 亿元，较上周增加 1034.77 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 21.47 倍，较上周下降 0.84%。

正文：

近期中美关系释放积极变化，经贸磋商持续推进并拓展至人工智能等新议题，贸易摩擦暂停期有望进一步延长；两国元首在不到半年内实现互访，双方亦就年内两国元首的互动安排保持着沟通。当地时间 9 月 20 日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特和贸易代表格里尔在美国纽约举行经贸磋商。双方以两国元首重要共识为引领，秉持相互尊重、和平共处、合作共赢的原则，围绕落实历次经贸磋商共识、促进双边贸易投资等双方共同关心的重要经贸问题，进行了坦诚、深入、富有建设性的交流，并就人工智能有关问题举行对话。应美利坚合众国总统特朗普邀请，国家主席习近平于 9 月 23 日至 25 日对美国进行国事访问。**中美两国元首在不到半年时间里实现互访，在中美关系史上是前所未有的。**此外，9 月 24 日，外交部发言人郭嘉昆主持例行记者会。路透社记者提问，美国财长贝森特表示，中美两国已同意将贸易休战协议延长至明年 1 月 10 日，中方还没有发布消息，中方是否同意贸易休战延长？郭嘉昆表示：“关于中美经贸磋商的有关情况，建议你向中方的主管部门进行询问。”《纽约时报》记者提问，中美双方是否计划在10月于香港举行的亚太经合组织（APEC）财长会期间，举行进一步的经贸磋商？另外，中方是否将邀请美国总统特朗普出席 11 月在深圳举行的 APEC 峰会？郭嘉昆表示，关于你提到的中美经贸磋商相关的问题，建议向中方的主管部门询问。关于你提到的第二个问题，中美双方就年内两国元首的互动安排保持着沟通。

中东局势焦灼，本周布油一度再冲上 100 美元大关，但随着媒体报道美国和伊朗研究分阶段重启霍尔木兹海峡的方案，国际油价有所回落，但仍在高位。另一方面，美国 9 月综合 PMI 大超市场预期，创近五年以来新高，市场对美联储加息预期升温，美债收益率全线上涨，并再度成为当下市场焦点。

为考察 A 股科技硬件板块股价表现是否因 AI 产业链位置不同而呈现领先—滞后传导关系，我们选取AI产业链中5个代表性环节，按近似上游到下游顺序为：半导体材料与设备、芯片设计、先进封装、电路板、光模块（CPO）。样本期为2022年11月30日（ChatGPT发布）至2026年9月22日，其中2026年9月为截至9月22日的月内收益率。我们对各

环节指数月度涨跌幅进行时间序列上的领先/滞后错位匹配，检验是否存在产业链位置对股价的传导效应。结果显示，各环节在同期（滞后 0 期）相关性最高，而领先或滞后阶数的相关性总体较弱，且未呈现稳定的沿产业链顺序的领先—滞后规律。这表明 AI 产业链不同环节股价更多表现为同期同涨同跌，产业链位置差异对股价行情的领先—滞后传导作用不明显。

表1：A 股科技硬件股价不具备产业链传导特征

指数 1 指数 2	a 半导体材料设备 b 芯片设计	a 半导体材料设备 c 先进封装	a 半导体材料设备 d 电路板	a 半导体材料设备 e 光模块(CPO)	b 芯片设计 c 先进封装	b 芯片设计 d 电路板	b 芯片设计 e 光模块(CPO)	c 先进封装 d 电路板	c 先进封装 e 光模块(CPO)	d 电路板 e 光模块(CPO)
-6M	-0.25	-0.27	-0.30	-0.19	-0.28	-0.23	-0.17	-0.49	-0.30	0.09
-5M	0.11	0.17	0.03	-0.11	0.29	0.06	-0.06	0.03	-0.15	-0.15
-4M	0.31	0.43	0.48	0.25	0.30	0.47	0.31	0.49	0.27	0.24
-3M	-0.15	-0.18	0.03	0.05	-0.34	-0.19	-0.06	0.07	0.13	-0.01
-2M	-0.05	-0.05	-0.04	0.08	-0.04	-0.13	-0.04	-0.21	-0.01	-0.04
-1M	-0.31	-0.19	-0.37	-0.38	-0.09	-0.27	-0.32	-0.30	-0.34	-0.17
0M	0.86	0.89	0.70	0.56	0.87	0.78	0.66	0.77	0.56	0.75
+1M	0.00	-0.10	0.08	0.17	-0.29	-0.06	0.08	0.01	0.15	-0.01
+2M	0.06	-0.08	0.11	0.15	-0.11	0.07	0.07	-0.04	0.06	-0.10
+3M	-0.37	-0.17	-0.24	-0.20	-0.06	-0.23	-0.22	-0.21	-0.21	-0.17
+4M	0.22	0.29	0.25	-0.09	0.29	0.18	-0.13	0.28	-0.07	0.02
+5M	0.26	0.34	-0.01	0.13	0.16	-0.08	0.11	-0.03	0.21	0.08
+6M	-0.23	-0.36	0.05	0.01	-0.41	0.03	-0.09	0.07	0.03	0.07

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：样本期为 2022 年 11 月 30 日至 2026 年 9 月 22 日，表中相关性结果为指数 1 对指数 2 的月度涨跌幅进行领先-滞后错位匹配的相关性，如“-6M”为指数 1 的每个 T-6M 月度涨跌幅与指数 2 的每个 T+0M 月度涨跌幅的相关性统计，其中 T 为样本区间内的月份并随时间变化。）

AI 链各环节股价对市场盈利预测及其变化均呈现约 3 个月的领先性，其中与盈利预测本身的相关性更高。观察 5 个 AI 链环节指数月度股价和每个月一致预测净利润 2 年复合增长率的相关性，相关性从股价领先盈利预期 6 个月到领先 3 个月逐渐增加，当股价领先盈利预测 3 个月时，各个环节相关性达到最高，全部环节超过平均值，但领先 2 个月时相关性骤降，或表明股价对后续盈利预测调整的提前定价主要集中在领先 3 个月左右。股价领先盈利 2 个月至股价同步盈利时相关性有所增加，但股价滞后盈利时也存在相关性，一方面或由于最新盈利预测基于过去预测数据调整，另一方面也显示股价对于盈利的反映较为持续。**观察 AI 链股价与盈利预测变化的相关性，相关性峰值也出现在股价领先盈利预测变化 3 个月时。这或显示，相比于产业链环节的位置差异，市场对盈利预期边际调整的前瞻性定价，才是驱动股价表现的核心因素。**

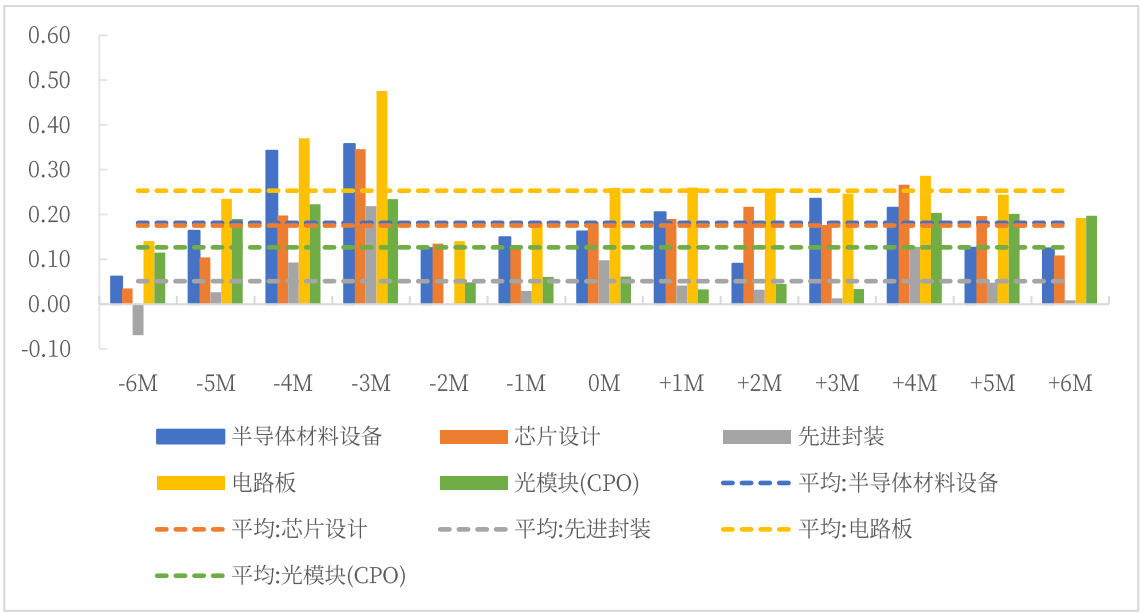
表2：A 股科技硬件股价与盈利预测相关

指数 1	a 半导体材料设备	b 芯片设计	c 先进封装	d 电路板	e 光模块(CPO)
-6M	0.06	0.03	-0.07	0.14	0.12
-5M	0.16	0.10	0.03	0.24	0.19

-4M	0.34	0.20	0.09	0.37	0.22
-3M	0.36	0.35	0.22	0.48	0.23
-2M	0.13	0.14	0.00	0.14	0.05
-1M	0.15	0.12	0.03	0.18	0.06
0M	0.16	0.18	0.10	0.26	0.06
+1M	0.21	0.19	0.04	0.26	0.03
+2M	0.09	0.22	0.03	0.26	0.05
+3M	0.24	0.18	0.01	0.25	0.03
+4M	0.22	0.27	0.13	0.29	0.20
+5M	0.13	0.20	0.05	0.24	0.20
+6M	0.12	0.11	0.01	0.19	0.20

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：样本区间为 2022 年 11 月 30 日至 2026 年 9 月 22 日，表中相关性结果为指数涨跌幅对指数盈利预测进行领先-滞后错位匹配的相关性，如“-6M”为指数每个 T-6M 月度涨跌幅与每个 T+0M 的盈利预测的相关性统计，其中 T 为样本区间内的月份并随时间变化。）

图1 A 股科技硬件股价与盈利预测相关



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：样本区间为 2022 年 11 月 30 日至 2026 年 9 月 22 日，图中相关性结果为指数涨跌幅对指数盈利预测进行领先-滞后错位匹配的相关性，如“-6M”为指数每个 T-6M 月度涨跌幅与每个 T+0M 的盈利预测的相关性统计，其中 T 为样本区间内的月份并随时间变化。）

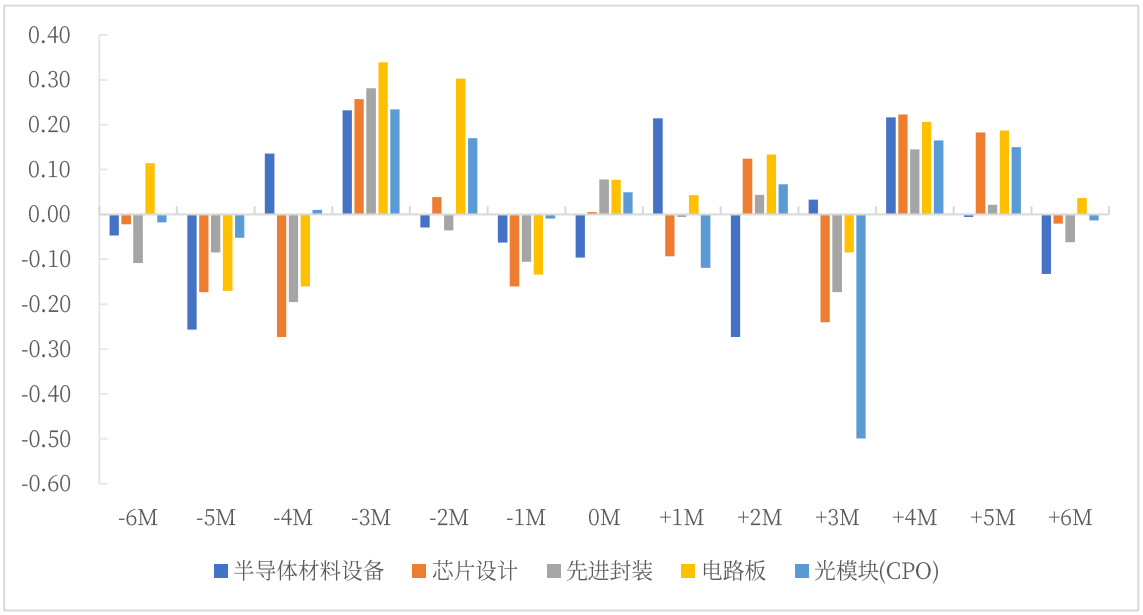
表3：A 股科技硬件股价与盈利预测变化相关性

指数 1	半导体材料设备	芯片设计	先进封装	电路板	光模块(CPO)
-6M	-0.05	-0.02	-0.11	0.11	-0.02
-5M	-0.26	-0.17	-0.09	-0.17	-0.05
-4M	0.14	-0.27	-0.20	-0.16	0.01
-3M	0.23	0.26	0.28	0.34	0.23
-2M	-0.03	0.04	-0.04	0.30	0.17
-1M	-0.06	-0.16	-0.11	-0.13	-0.01
0M	-0.10	0.00	0.08	0.08	0.05

+1M	0.21	-0.09	-0.01	0.04	-0.12
+2M	-0.27	0.12	0.04	0.13	0.07
+3M	0.03	-0.24	-0.17	-0.08	-0.50
+4M	0.22	0.22	0.14	0.21	0.17
+5M	-0.01	0.18	0.02	0.19	0.15
+6M	-0.13	-0.02	-0.06	0.04	-0.01

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：样本区间为 2022 年 11 月 30 日至 2026 年 9 月 22 日，表中相关性结果为指数涨跌幅对指数盈利预测进行领先-滞后错位匹配的相关性，如“-6M”为指数每个 T-6M 月度涨跌幅与每个 T+0M 的盈利预测的相关性统计，其中 T 为样本区间内的月份并随时间变化。）

图2 A 股科技硬件股价与盈利预测变化相关性



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：样本区间为 2022 年 11 月 30 日至 2026 年 9 月 22 日，图中相关性结果为指数涨跌幅对指数盈利预测进行领先-滞后错位匹配的相关性，如“-6M”为指数每个 T-6M 月度涨跌幅与每个 T+0M 的盈利预测的相关性统计，其中 T 为样本区间内的月份并随时间变化。）

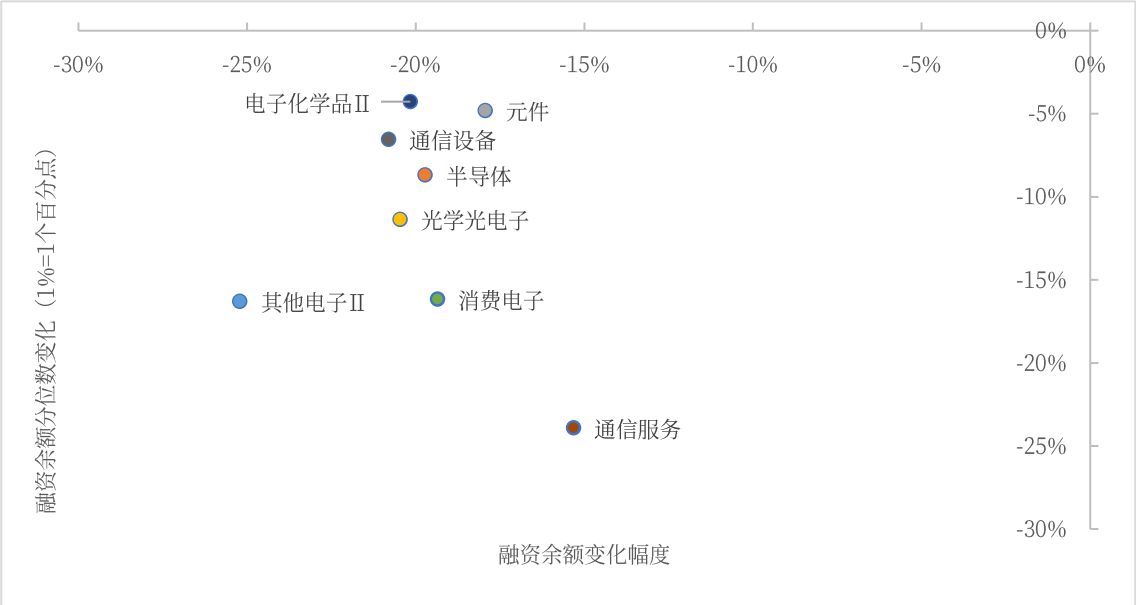
科技硬件板块杠杆资金较年中已有明显回撤迹象，**我们通过对比科技硬件板块细分方向融资余额较年中的降幅，以及融资余额在过去三年滚动区间内历史分位数较年中的变化，寻找杠杆资金出清程度相对充分的方向。**

电子和通信两个申万一级行业为更具代表性的科技硬件行业，选取二者下的全部 8 个二级行业作为个代表性细分行业。截至 9 月 22 日，各行业融资余额较 6 月末均明显回落。其中，其他电子Ⅱ降幅最大，达 25.2%；通信设备、光学光电子和电子化学品Ⅱ分别下降 20.8%、20.5%和 20.2%。

从各行业融资余额近三年滚动历史分位数来看，截至 9 月 22 日，较年中历史分位数回落较多的行业为通信服务、其他电子Ⅱ、消费电子，历史分位数分别较年中下降26.9pcts、16.3pcts、16.2pcts；通信服务当前历史分位数已降至60.7%，为 8 个行业中分位数回落最

多、当前历史位置最低的方向。结合融资余额较年中降幅和分位数变动两个指标来看，**其他电子Ⅱ两个指标下降幅度均较多**，杠杆资金出清或较为明显，融资交易拥挤度缓解较为明显，建议关注。

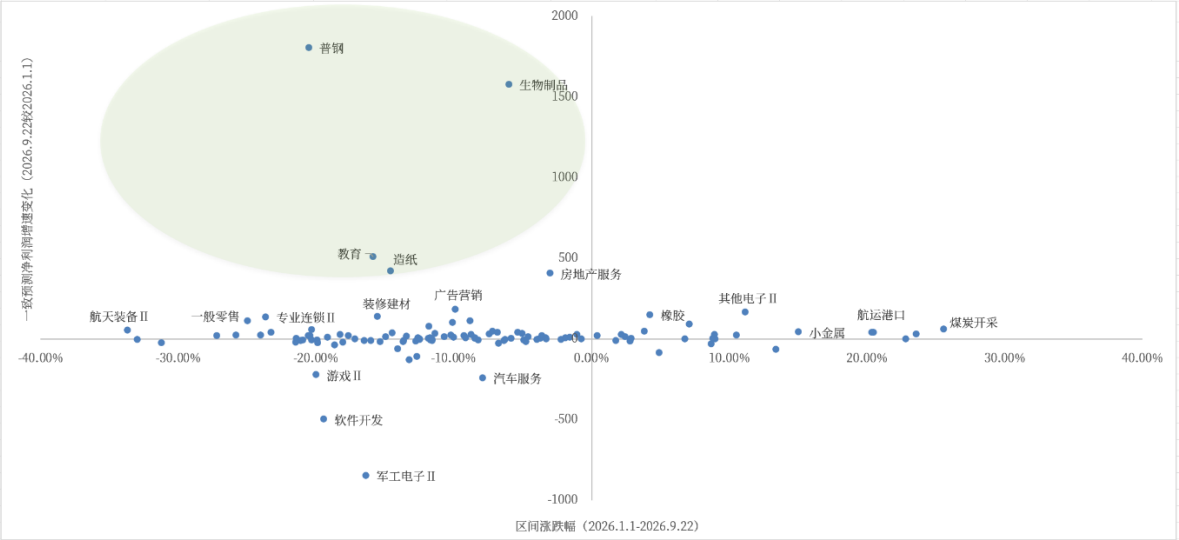
图3 当前科技板块资金局部出清



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：融资余额变化幅度为 9 月 22 日融资余额较 6 月 30 日融资余额降幅，融资余额分位数变化为 9 月 22 日行业滚动三年历史分位数较 6 月 30 日分位数差值）

此外，我们认为下一轮修复行情中，“新登”、“老登”等多板块或均存在机会。因此，通过各申万二级的年初至今累计涨跌幅，以及预测净利润增长率当前较年初变化，来寻找目前或处于相对低估的行业。截至 9 月 22 日，结果显示，普钢、生物制品、教育、造纸年初以来回落较多，且预期净利润增速较年初改善较多，后续可关注盈利预期兑现带来的修复机会。

图4 年初至今累计涨跌幅 x 预测净利润增长率变化



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：区间涨跌幅为 2026 年 1 月 1 日至 9 月 22 日累计涨跌幅，预测净利润增速变化为 9 月 22 日一致预测净利润增速较 1 月 1 日一致预测净利润增速之差）

投资建议：

往后看，全球地缘局势仍存在不确定性，长假前夕部分资金或倾向于观望。节后，随着资金陆续回归，同时美国中期选举临近背景下其政策重心或更多转向国内，A 股温和修复行情仍可期待，“新登”、“老登”等多个板块或均存在机会，科技成长风格或相对占优，AI 硬件与应用或有望共同演绎。

风险提示：

1.国内政策推行不及预期；

2.地缘政治事件超预期；

3.海外流动性超预期收紧。

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹，18611188969，chenyd@avicsec.com，S0640125020003
李裕淇，18674857775，liyuq@avicsec.com，S0640119010012
李友琳，18665808487，liyoul@avicsec.com，S0640521050001
李若熙，17611619787，lirx@avicsec.com，S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。**本报告仅供中航证券客户使用，未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任，包括但不限于立即停止未经授权的转载行为，通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。**

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558
传　真：010-59562637