仅供内部参考，请勿外传

证券研究报告

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES



如何理解本轮市场调整和后续走势？

分 析 师：段 超　执业编号：S0190516070004
谢智勇　执业编号：S0190525030002

2026 年 9 月 30 日

仅供内部参考，请勿外传

投资要点 INVESTMENT HIGHLIGHTS

引言：2026年9月下旬起，中国权益市场呈现出明显的缩量下跌特征，9月28日市场波动放大进一步加剧市场防御情绪。如何理解当前市场波动和展望后续走势，本篇报告将基于现实宏观条件和历史经验规律给予深入分析。

- **本轮波动的本质：“加息、地缘、 AI担忧、节前避险”的压力共振。**1）10Y美债和30Y美债收益率分别突破5.2%和5.5%关口，加息预期持续上行；2）特朗普拒绝伊朗重开霍尔木兹海峡的提议，外交突破预期落空；3）AI担忧复燃，OpenAI暂停前沿模型训练、甲骨文数据中心项目延期、美国S.5548 法案提案冲击；4）节前避险 + 季末调仓 + 杠杆降仓等因素影响，市场风险偏好处于季节性低位。
- **国庆节后市场走势需结合历史经验规律和现实环境来进行综合研判，这具体取决于我们对历史经验的归纳和后续宏观条件的路径推演：**
  - **节前：缩量调整，三重约束叠加驱动。**A股节前 10 个交易日多为调整，成交量同步收缩，但节前最后一日大概率修复，消费主题和防御题材相对占优；节前市场调整来源于跨季流动性收紧、杠杆资金主动收缩、机构季末调仓三重冲击的叠加影响。
  - **节中：高胜率修复，双重定价信号释放。**A股休市、港股通关闭期间，恒指上涨概率达80%以上，预期收益率领先全球其他股指；市场风格层面，科技成长胜率领先，但消费主题赔率占优；节中港股走强源自于南向资金节前卡位和内部定价影响力的双重催化。
  - **节后：AH溢价回升，三重作用机制传导。**节后A股大概率放量反弹，其中第1个交易日弹性最强，港股则先跌后修复；大中盘相对占优，行业上较大概率做“周期→金融→制造”的轮动接力；背后的作用机理包括节后头寸再平衡与A股流动性回补、假期信息计入后的AH比价修复、外部环境稳定下的内部政策预期提振。
  - **综合展望：节后市场修复的不确定性强于历史均线，整体或呈现“胜率略降、赔率压缩”走势。**节后资产修复面临的核心矛盾是：外部政经周期带来较强逆风，内部弱基本面制约修复弹性和广度；前期风险去化暂告段落，节后杠杆与估值有望由拖累转为企稳；中国式外交推进有望带来一定外部缓冲，但四季度资产定价核心在于政策预期，这取决于后续政策持续性和市场响应程度。
- **分化或是后续市场主线，资产定价把握关注结构性机遇和中长期逻辑主线。**在当前经济结构分化、供需矛盾突出、外部扰动加剧的宏观背景下，市场围绕短期总量数据做交易已趋于脱敏，结构分化或是后续市场主线，资产定价更应关注结构性机遇和中长期逻辑主线。核心在于把握确定性定价逻辑，关注结构上产业趋势明确、盈利加速修复和基本面需求景气旺盛的相关科技、外需板块机遇，包括AI产业链传导、高端制造价值链升级、全球新能源基建需求、煤化工全球缺口替代等Alpha机遇。
- 风险提示：1）全球地缘形势超预期变化；2）国内外经济政策不确定性；3）历史规律失效风险。

仅供内部参考，请勿外传

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

目 录 CONTENTS

引言 为什么近期市场出现明显调整

01 节前回调规律与驱动机制分析

02 节中修复规律与定价信号分析

03 节后传导规律与作用机理分析

04 长假规律总结与节后市场展望

仅供内部参考，请勿外传

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

引言

为什么近期市场出现明显调整



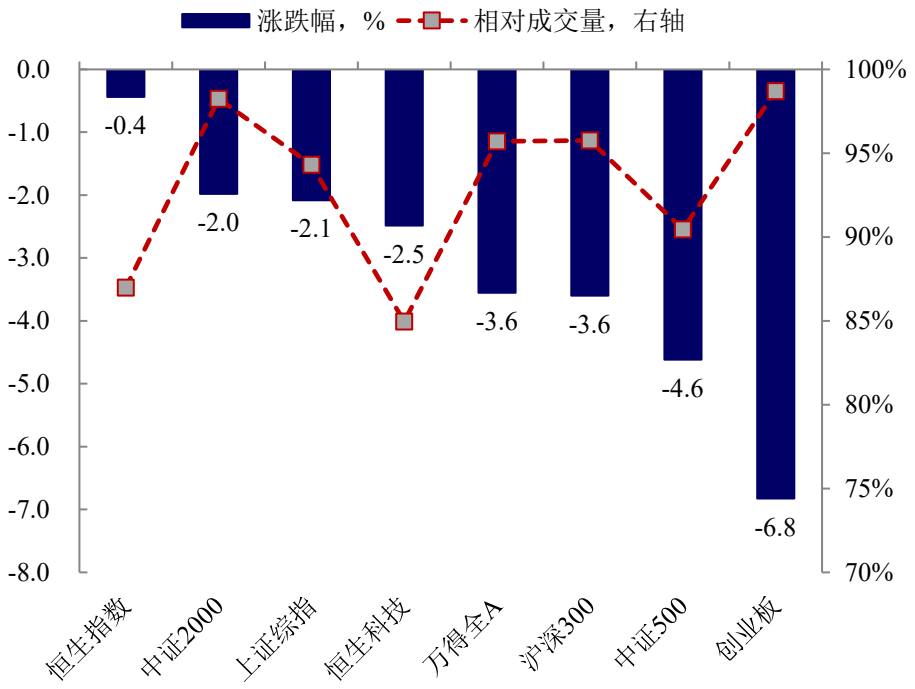
仅供内部参考，请勿外传

9月下旬A股缩量回调压力明显，波动放大加剧市场防御情绪

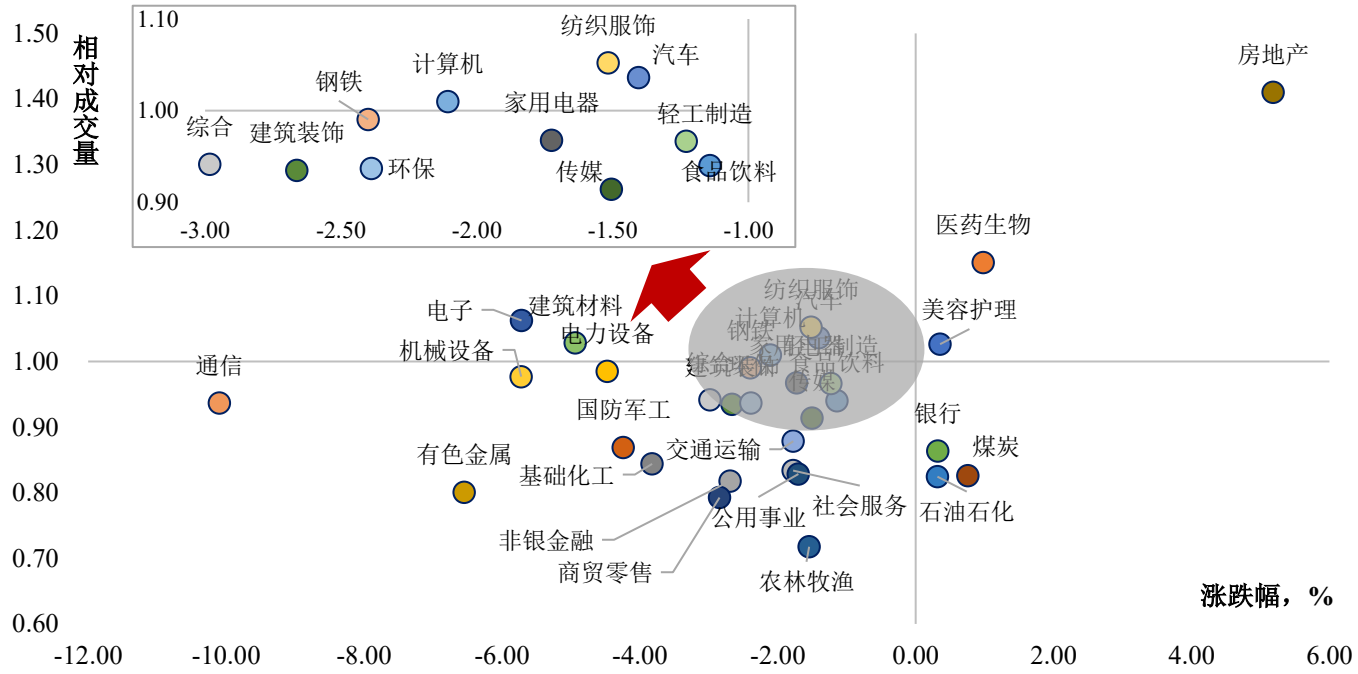
兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

2026年9月下旬起，中国权益市场呈现出明显的缩量下跌特征。9月21日至29日，上证综指下跌2.1个百分点，万得全A下跌3.6个百分点，成交量较上中旬也有明显缩量。9月28日，市场波动进一步加剧，单日上证综指下挫1.67%，创业板指重挫4.53%，全市场超4500只个股下跌。系列冲击下，市场防御情绪高涨，近期中小盘回调压力强于大盘，市场风格显著转向银行、石化、煤炭等红利资产、以及政策预期催化下的地产，电子、通信等科技成长板块明显承压。**如何理解当前市场调整和展望后续走势，本篇报告将基于现实宏观条件和历史经验规律给予深入分析。**

2026国庆节前市场表现：2026.09.21-2026.09.29



2026国庆节前市场表现：申万一级行业，2026.09.21-2026.09.29

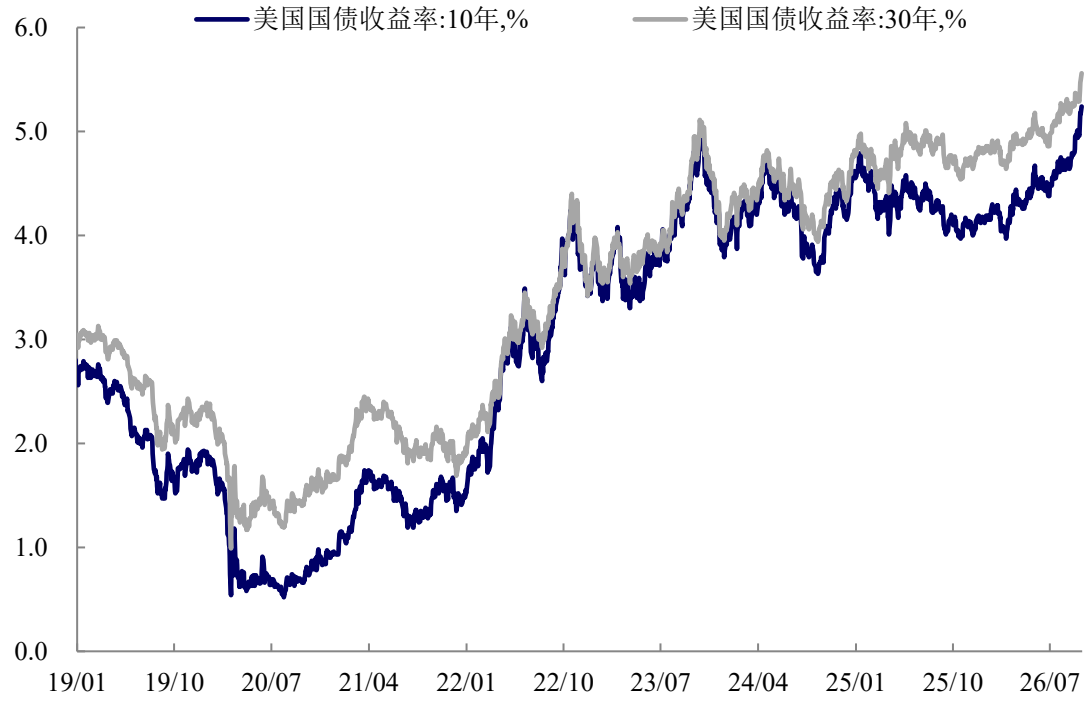


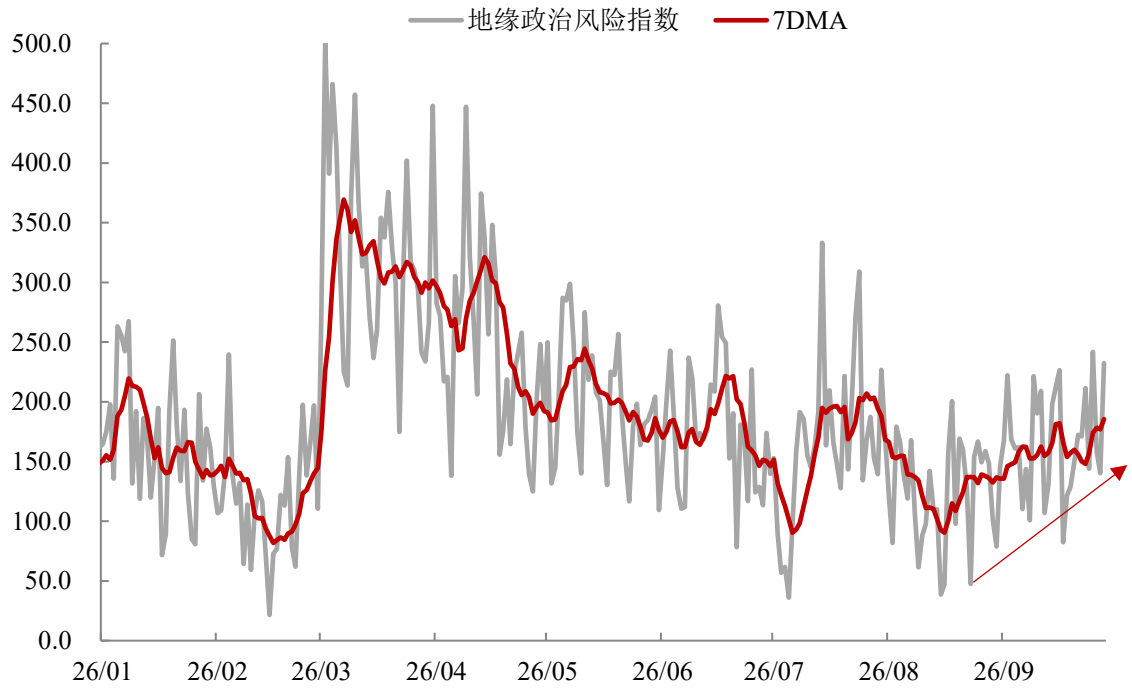
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

本轮波动的本质：“加息、地缘、AI担忧、节前避险”的压力共振

- 本轮A股调整的本质，是源自于多重宏观因素的共振：1）9月美债收益率和加息预期持续上行，28日10Y美债和30Y美债收益率分别突破5.2%和5.5%关口，美联储政府官员进一步放鹰；2）特朗普拒绝伊朗重开霍尔木兹海峡的提议，外交突破预期落空，全球地缘风险指数攀升；3）AI担忧复燃，OpenAI暂停前沿模型训练和甲骨文数据中心项目延期压制科技情绪，美国S.5548法案提案（对中国光模块的采购限制）则直接冲击国内科技情绪；4）历史规律来看，受节前避险 + 季末调仓 + 杠杆主动降仓等因素影响，9月下旬市场风险偏好处于季节性低位，而上述3个宏观因素的叠加进一步放大了这一季节性效应。





数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

如何展望后续市场走势：结合经验规律和现实环境的条件研判

- 历史经验来看，国庆假期往往是中国权益市场出现风格切换的关键节点，但是市场从不是简单的历史重复，而是基于现实环境的条件演化。站在当前节点，本轮调整的特殊之处在于，外生变量恰好卡在季节因子的放大位置，现实宏观环境将决定节后市场对历史规律的偏移程度。
- 因此，节后的市场走势，需要结合历史经验规律和现实宏观环境来进行综合研判，这具体取决于后续我们对历史经验的归纳结论、以及各项宏观条件的路径推演。基于此，本文后续将对国庆长假效应和内外宏观形势做出具体分析，并以此展望后续市场可能走势。

	流动性/分母端	基本面/预期
决定方向	**节中支配性力量** **外部政经周期** 美元周期&地缘扰动等 离岸接近决定性支配，在岸可对冲	**节后决定性因素** **四季度政策窗口** 货币/财政/产业政策 事件驱动，视内部基本面环境变化
决定幅度	**节前前提条件** **跨季流动性** 资金价格、杠杆强度等 高频可观测，决定缩量强度	**节后斜率变量** **财政支出节奏** 发债进度、实物工作量形成 低频滞后变量，决定节后接力能力

数据来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

仅供内部参考，请勿外传

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

01

节前回调规律与驱动机制分析



仅供内部参考，请勿外传

节前规律：胜率偏弱，但跌幅逐日修复，节前1天较大概率反弹

- 回顾2005-2025年国庆假期的前10个交易日表现，万得全A、上证综指、恒生指数的平均胜率分别为38%、38%、43%，均在50%以下。如果剔除2024年的影响，三大指数假期前10个交易日的赔率也降至1.0左右，预期收益率降至负值区间。
- 但随着假期临近，A股市场整体呈修复走势，胜率明显改善（港股相对偏弱），节前1天A股市场的胜率和赔率均有明显反弹。

历年国庆假期前A股/港股涨跌幅表现，%

	万得全A				上证综指				恒生指数			
年份	T-10	T-5	T-3	T-1	T-10	T-5	T-3	T-1	T-10	T-5	T-3	T-1
2005	-5.43	-0.01	1.45	-0.02	-4.73	0.32	1.97	0.01	2.97	1.88	1.57	-0.02
2006	3.51	2.24	3.05	1.07	1.82	1.57	2.32	0.89	1.77	-0.33	1.36	0.07
2007	3.22	1.73	2.12	2.60	4.52	1.79	2.33	2.64	9.01	5.03	2.69	0.29
2008	6.73	6.02	5.27	0.64	10.33	10.54	4.19	-0.16	-3.64	-3.34	-1.01	-1.33
2009	-8.08	-2.97	-2.28	1.03	-7.34	-2.23	-2.09	0.90	-2.09	-2.96	-0.33	-0.28
2010	-1.53	2.51	0.61	1.70	-1.21	2.59	1.05	1.72	3.23	1.73	0.08	-0.09
2011	-5.60	-3.53	-2.69	-0.22	-4.96	-3.04	-2.31	-0.26	-9.58	-0.43	-2.97	-2.32
2012	-1.92	2.91	2.71	1.58	-1.77	2.93	2.80	1.45	1.02	0.51	0.68	0.38
2013	-1.24	-1.53	-0.49	1.04	-3.59	-2.09	-1.08	0.68	-0.41	-2.19	-1.51	-1.50
2014	5.11	3.19	1.59	0.50	2.93	2.34	0.80	0.26	-4.98	-3.79	-3.51	-1.28
2015	-0.75	-1.91	-0.05	0.52	-3.16	-2.03	-1.28	0.48	-5.10	-2.14	-1.60	1.41
2016	0.71	-0.74	0.61	0.43	0.06	-0.96	0.22	0.21	0.46	-1.64	-1.17	-1.86
2017	-0.09	0.04	0.85	0.58	-0.14	-0.11	0.16	0.28	-0.91	-1.17	0.15	0.48
2018	3.66	2.47	0.87	0.97	5.02	3.37	1.45	1.06	2.87	1.13	1.05	0.26
2019	-4.88	-3.19	-2.24	-1.07	-4.14	-2.41	-1.70	-0.92	-3.81	-0.50	0.57	0.53
2020	-2.08	-2.39	0.00	-0.11	-2.01	-1.88	-0.04	-0.20	-5.12	-1.19	0.96	0.79
2021	-3.53	-2.36	-0.42	1.54	-2.58	-2.03	-0.41	0.90	-3.63	0.26	1.52	-0.36
2022	-4.25	-2.52	-3.28	-0.98	-3.26	-2.07	-2.25	-0.55	-8.20	-3.96	-3.57	0.33
2023	-0.28	1.44	0.18	0.30	-0.51	0.84	-0.16	0.10	-3.74	-1.60	-2.01	-1.36
2024	26.91	26.03	19.62	9.71	22.80	21.37	15.20	8.06	22.58	15.82	10.48	2.43
2025	1.49	2.36	0.77	0.62	0.54	1.59	0.76	0.52	1.58	2.66	1.40	0.87
胜率:2005-2025	38%	52%	67%	76%	38%	52%	57%	76%	43%	38%	57%	52%
赔率:2005-2025	2.1	2.2	1.7	3.2	2.0	2.4	2.2	3.0	1.2	1.9	1.0	0.7
期望收益率:2005-2025	0.2	0.7	0.8	2.2	0.1	0.8	0.8	2.1	-0.1	0.1	0.1	-0.1
胜率:剔除2024年	35%	50%	65%	75%	35%	50%	55%	75%	40%	35%	55%	50%
赔率:剔除2024年	1.1	1.2	0.9	2.1	1.2	1.5	1.3	1.9	0.7	1.0	0.6	0.5
期望收益率:剔除2024年	-0.2	0.1	0.3	1.3	-0.2	0.2	0.3	1.2	-0.3	-0.3	-0.1	-0.2

注：此处的T-10、T-5、T-3、T-1表示历年国庆假期开始前的前10个、前5个、前3个和前1个交易日，而非自然日；下同。

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

成交量视角：节前A股也呈现明显缩量特征，港股尚不明显

- 市场热度而言，2005-2025年国庆假期前的A股成交额明显弱于全月平均水平，且这一特征随着假期临近愈发明显。剔除2024年特异性影响外，A股近20年国庆节前10个交易日的平均相对成交量在95%左右，节前3天则下滑至85%左右。相对而言，港股成交量能在节前较为稳定，节前两周的相对成交量均能够稳定在1.0上下。

历年国庆假期前A股/港股相对成交量表现

	万得全A				上证综指				恒生指数			
年份	T-10	T-5	T-3	T-1	T-10	T-5	T-3	T-1	T-10	T-5	T-3	T-1
2005	0.88	0.67	0.67	0.67	0.88	0.67	0.66	0.67	1.00	1.01	1.04	1.17
2006	1.03	0.97	0.92	1.01	1.06	1.00	0.92	1.01	1.03	1.00	0.99	0.92
2007	0.88	0.78	0.71	0.71	0.90	0.82	0.78	0.73	1.05	1.09	1.07	1.09
2008	1.24	1.60	1.51	1.62	1.25	1.62	1.54	1.61	1.21	1.16	0.88	0.84
2009	0.95	0.71	0.61	0.60	0.96	0.70	0.61	0.59	1.01	0.94	0.86	0.79
2010	0.87	0.73	0.77	0.78	0.89	0.75	0.81	0.83	1.09	1.06	1.06	1.06
2011	1.05	1.01	0.97	0.95	1.04	1.01	0.97	0.95	1.14	1.28	1.23	1.43
2012	0.89	0.83	0.85	1.02	0.91	0.87	0.89	1.09	1.05	0.98	0.98	1.05
2013	0.93	0.88	0.83	0.68	0.92	0.84	0.79	0.63	0.99	0.98	1.05	1.16
2014	1.00	0.97	0.99	0.97	1.01	0.98	1.00	0.99	1.03	1.09	1.09	1.06
2015	0.89	0.79	0.72	0.65	0.84	0.72	0.66	0.58	0.94	0.89	0.92	1.04
2016	0.88	0.87	0.80	0.78	0.87	0.85	0.79	0.77	0.97	1.04	1.06	1.10
2017	0.88	0.79	0.76	0.78	0.86	0.76	0.71	0.73	0.99	0.89	0.85	0.90
2018	1.06	1.11	1.08	1.10	1.07	1.15	1.13	1.14	0.94	0.94	0.93	0.87
2019	0.88	0.82	0.79	0.65	0.87	0.79	0.77	0.63	1.05	1.09	1.06	0.95
2020	0.82	0.72	0.66	0.65	0.85	0.75	0.70	0.68	0.96	0.94	0.95	0.88
2021	0.92	0.86	0.81	0.75	0.92	0.88	0.84	0.79	0.99	0.99	0.94	0.82
2022	0.92	0.89	0.87	0.83	0.92	0.89	0.86	0.83	1.01	0.94	0.95	0.87
2023	0.95	0.95	0.94	0.96	0.96	0.93	0.91	0.91	0.86	0.79	0.77	0.80
2024	1.20	1.58	1.88	2.26	1.20	1.58	1.87	2.18	1.18	1.78	2.17	2.84
2025	0.98	0.90	0.86	0.85	0.99	0.93	0.89	0.90	1.01	0.92	0.92	0.88
2005-2025平均	0.96	0.93	0.90	0.92	0.96	0.93	0.91	0.92	1.02	1.04	1.04	1.07
剔除2024年后平均	0.95	0.89	0.86	0.85	0.95	0.90	0.86	0.85	1.02	1.00	0.98	0.98

注：此处相对成交量的计算公式为：区间平均成交额/对应年份9月成交额均值。

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

大小盘风格：节前大盘防御性占优，胜率和赔率表现更强

- 大小盘风格而言，国庆节前表现同上证综指/万得全A保持一致，均呈现方向偏弱，但跌幅逐日修复的规律，节前1天各大板块的胜率和赔率均有明显反弹。内部比较，节前沪深300的胜率和赔率相比于中小盘均有优势，节前1天沪深300历史胜率达75%，赔率也在2.0以上。

历年国庆假期前A股涨跌幅表现，%

	沪深300				中证500				中证2000				创业板			
年份	T-10	T-5	T-3	T-1	T-10	T-5	T-3	T-1	T-10	T-5	T-3	T-1	T-10	T-5	T-3	T-1
2005	-5.18	0.14	1.46	0.15	-5.24	0.11	1.46	-0.20								
2006	3.01	2.07	3.36	1.17	4.45	2.74	2.82	1.01								
2007	3.40	2.06	2.31	2.82	2.98	1.09	1.41	2.23								
2008	8.28	8.23	5.66	0.91	5.00	2.36	4.59	-0.10								
2009	-7.78	-1.81	-1.76	1.09	-10.06	-5.43	-3.85	0.85								
2010	-0.90	3.01	1.05	2.11	-2.70	2.36	-0.28	1.53					-9.59	-0.70	-0.86	1.70
2011	-5.58	-3.30	-2.14	-0.26	-8.49	-6.34	-5.20	-0.37					-9.57	-6.21	-4.78	-0.10
2012	-0.97	4.28	3.75	1.84	-4.14	1.78	1.76	1.87					-7.36	-0.22	1.07	1.87
2013	-3.93	-2.56	-0.82	0.59	0.72	-0.69	-0.42	1.31					12.07	3.15	3.39	3.34
2014	2.60	2.15	0.58	0.13	5.82	3.40	2.11	0.79	10.00	5.02	3.05	0.90	4.60	2.66	2.15	0.96
2015	-3.21	-1.84	-0.90	0.76	0.64	-1.62	0.25	0.33	-0.03	-2.18	0.35	-0.25	8.12	0.23	3.05	-0.76
2016	0.45	-0.68	0.39	0.27	0.80	-0.67	0.65	0.47	1.30	-0.99	0.70	0.62	0.25	-0.31	0.42	0.17
2017	0.14	-0.03	0.41	0.37	-0.28	0.48	1.27	0.54	-0.12	-0.15	1.25	0.94	-0.46	0.03	1.50	0.66
2018	6.25	3.89	1.75	1.04	1.68	1.42	0.17	0.95	-0.15	0.20	-0.61	0.96	1.44	1.71	0.39	0.78
2019	-3.62	-1.96	-1.46	-0.99	-5.89	-4.46	-2.87	-1.29	-7.07	-5.22	-3.49	-1.20	-5.06	-3.37	-2.70	-1.21
2020	-1.50	-1.40	0.38	-0.10	-2.54	-3.12	-0.71	-0.58	-4.00	-4.67	-0.93	-0.11	0.78	-0.97	1.35	0.44
2021	-1.03	0.27	-0.23	0.67	-5.99	-5.32	-0.93	1.33	-6.05	-6.39	-0.15	2.92	0.25	1.95	0.40	2.19
2022	-3.25	-1.33	-2.25	-0.58	-4.04	-2.98	-3.48	-1.00	-5.99	-4.38	-5.15	-1.46	-3.31	-0.65	-3.61	-1.89
2023	-1.18	0.46	-0.68	-0.30	-0.20	1.41	0.43	0.29	1.30	3.43	1.46	1.35	-0.40	1.84	-0.07	-0.12
2024	26.65	25.06	18.12	8.48	27.72	27.78	21.38	10.41	25.81	25.26	19.90	11.09	40.16	42.12	32.50	15.36
2025	2.59	2.68	1.03	0.45	3.08	3.23	0.97	0.84	-2.13	0.36	-0.40	0.32	4.90	3.97	0.07	0.00
胜率:2005-2025	43%	57%	62%	76%	48%	57%	62%	71%	33%	42%	50%	67%	56%	56%	69%	69%
赔率:2005-2025	1.9	2.7	2.4	3.2	1.2	1.2	1.4	2.8	3.0	2.0	2.5	3.2	1.6	3.6	1.8	3.1
期望收益率:2005-2025	0.2	1.1	1.1	2.2	0.0	0.2	0.5	1.7	0.3	0.3	0.7	1.8	0.5	1.6	0.9	1.8
胜率:剔除2024年	40%	55%	60%	75%	45%	55%	60%	70%	27%	36%	45%	64%	53%	53%	67%	67%
赔率:剔除2024年	1.1	1.6	1.4	2.2	0.6	0.5	0.7	1.7	1.3	0.7	0.8	1.5	0.8	1.1	0.6	1.5
期望收益率:剔除2024年	-0.2	0.4	0.5	1.4	-0.3	-0.2	0.0	0.9	-0.4	-0.4	-0.2	0.6	0.0	0.1	0.0	0.7

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

行业风格：节前当周消费主题和防御题材相对占优

- 从节前5个交易日的表现来看，胜率和赔率排名靠前的分别为食品饮料、医药生物、非银金融、电力设备、美容护理和银行。其中食品饮料较为明显受需求预期和消费场景提振，非银金融、银行则是明显的红利防御题材，一定程度表现出节前市场对防御需求的抬升。

历年国庆假期前A股表现:申万一级行业，2005-2025年，剔除2024年影响

申万一级行业	平均涨跌幅，%				胜率				赔率				预期收益率			
	T-10	T-5	T-3	T-1	T-10	T-5	T-3	T-1	T-10	T-5	T-3	T-1	T-10	T-5	T-3	T-1
食品饮料	0.93	1.49	1.17	0.57	55%	65%	65%	80%	1.37	2.04	1.92	1.15	0.30	0.98	0.89	0.72
医药生物	0.65	0.82	0.77	0.72	60%	65%	65%	80%	0.98	1.18	1.49	3.15	0.19	0.41	0.62	2.32
非银金融	-0.58	1.02	0.82	0.37	40%	40%	50%	55%	1.18	2.46	1.94	1.62	-0.13	0.39	0.47	0.44
电力设备	-1.51	0.73	0.77	0.41	30%	65%	50%	75%	0.81	1.06	3.06	1.16	-0.46	0.34	1.03	0.62
美容护理	0.60	0.67	1.10	0.75	45%	55%	70%	85%	1.75	1.35	1.13	0.71	0.24	0.29	0.49	0.46
银行	-0.06	0.62	1.08	0.80	35%	45%	60%	75%	1.82	1.78	1.92	2.09	-0.01	0.25	0.75	1.32
农林牧渔	-1.62	0.13	0.05	0.42	55%	55%	60%	75%	0.37	0.90	0.71	1.53	-0.24	0.05	0.02	0.90
煤炭	0.85	0.11	0.20	0.51	50%	50%	55%	70%	1.40	1.07	0.94	1.12	0.20	0.03	0.07	0.48
家用电器	-0.42	0.07	0.05	0.68	45%	60%	60%	70%	0.99	0.71	0.70	2.00	-0.11	0.03	0.02	1.10
房地产	-0.50	0.04	0.26	0.51	35%	50%	60%	60%	1.31	1.04	0.90	2.85	-0.19	0.02	0.14	1.31
商贸零售	-0.71	0.02	0.36	0.61	50%	40%	70%	65%	0.75	1.52	0.63	2.17	-0.12	0.01	0.14	1.06
传媒	-0.90	-0.01	0.37	0.91	45%	55%	60%	80%	0.76	0.81	0.93	1.37	-0.21	0.00	0.16	0.90
计算机	-0.75	-0.02	0.45	0.55	30%	60%	55%	80%	1.66	0.66	1.54	1.97	-0.20	-0.01	0.40	1.37
通信	-0.93	-0.12	-0.23	0.45	50%	55%	60%	70%	0.73	0.77	0.57	0.86	-0.14	-0.02	-0.06	0.30
社会服务	-0.64	-0.18	0.26	0.62	45%	45%	55%	75%	0.89	1.09	1.07	1.41	-0.15	-0.06	0.14	0.81
机械设备	-0.25	-0.16	-0.10	0.57	40%	45%	60%	60%	1.36	1.09	0.61	2.18	-0.06	-0.06	-0.03	0.91
汽车	-1.11	-0.24	-0.01	0.69	40%	50%	50%	65%	0.93	0.84	0.99	2.61	-0.23	-0.08	-0.01	1.35
建筑材料	-1.77	-0.46	0.40	1.00	35%	45%	55%	75%	1.03	0.98	1.12	2.26	-0.29	-0.11	0.17	1.45
石油石化	-1.88	-0.29	0.61	1.27	35%	40%	45%	80%	0.77	1.20	2.08	4.36	-0.38	-0.12	0.39	3.29
国防军工	-1.71	-0.63	0.13	0.67	35%	55%	55%	75%	0.83	0.53	0.94	2.20	-0.36	-0.16	0.06	1.40
基础化工	-2.15	-0.62	0.19	0.54	30%	40%	45%	70%	0.75	0.97	1.50	2.45	-0.48	-0.21	0.13	1.41
有色金属	-1.58	-0.91	-0.23	0.43	45%	55%	65%	70%	0.57	0.42	0.43	0.91	-0.29	-0.22	-0.07	0.34
电子	-1.43	-0.58	-0.89	0.27	35%	45%	50%	65%	0.96	0.69	0.33	0.86	-0.31	-0.24	-0.34	0.21
建筑装饰	-2.05	-0.81	0.16	0.59	20%	40%	50%	80%	1.30	0.90	1.20	1.99	-0.54	-0.24	0.10	1.39
环保	-3.47	-1.05	0.28	0.69	20%	45%	55%	80%	0.76	0.63	1.06	1.88	-0.65	-0.27	0.13	1.30
钢铁	-1.72	-0.91	-0.09	0.56	35%	45%	60%	65%	0.66	0.54	0.60	2.08	-0.42	-0.31	-0.04	1.00
综合	-2.38	-1.04	-0.11	0.55	35%	45%	45%	65%	0.49	0.50	1.08	1.87	-0.48	-0.32	-0.06	0.87
纺织服饰	-1.33	-0.86	0.05	0.59	25%	40%	50%	80%	1.45	0.60	1.08	2.80	-0.39	-0.36	0.04	2.04
交通运输	-2.40	-1.07	-0.40	0.55	30%	40%	45%	70%	0.59	0.57	0.80	2.04	-0.52	-0.37	-0.19	1.13
轻工制造	-1.69	-0.93	-0.27	0.56	25%	25%	40%	85%	1.25	1.32	1.11	1.41	-0.44	-0.42	-0.16	1.05
公用事业	-2.29	-1.25	-0.22	0.54	45%	40%	55%	70%	0.28	0.37	0.63	1.71	-0.42	-0.45	-0.10	0.90

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

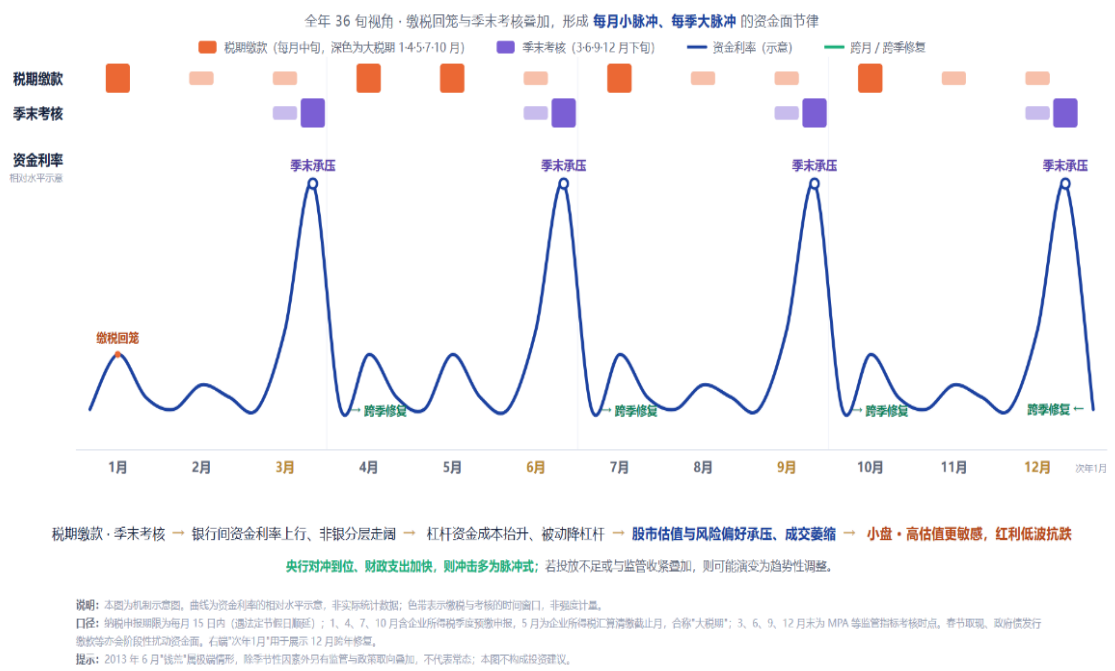
仅供内部参考，请勿外传

为何节前A股会呈现出明显的风格切换：三大驱动机制

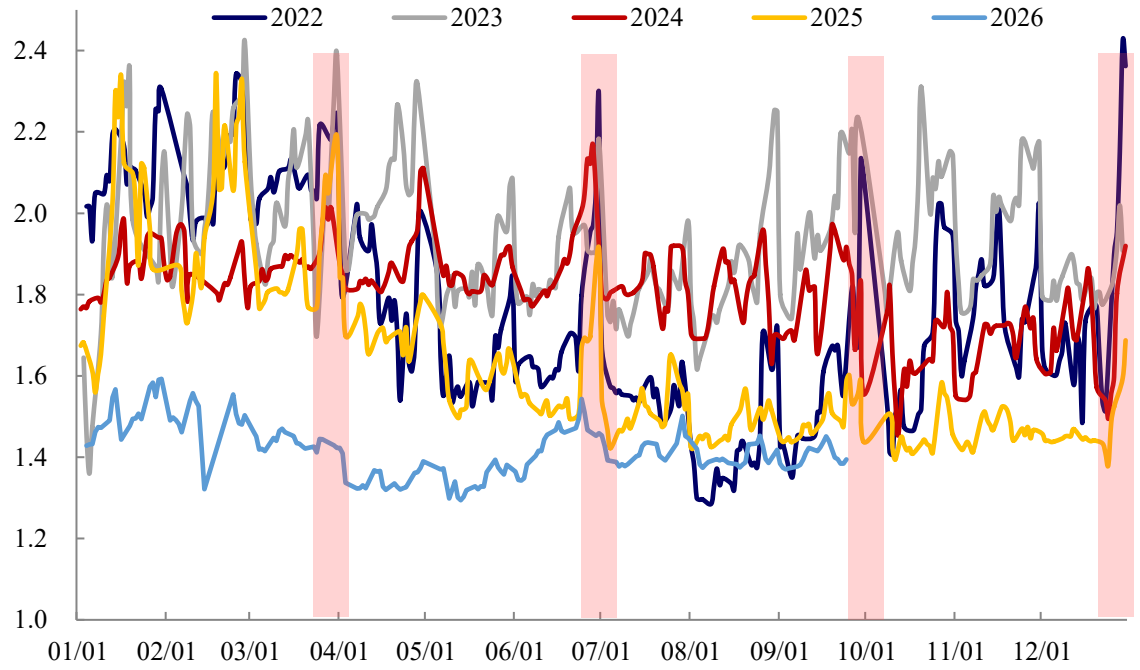
兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

- **驱动机制一：跨季流动性收紧冲击。**
- 一方面，国庆节前适逢三季度末，市场流动性面临“监管考核 + 银行惜出 + 财政发债 + 理财回表“等短时冲击，资金价格明显抬升，DR007通常在季度末显著上行，导致流动性季节性收紧；
- 另一方面，假期存在较长交易窗口真空期，风险厌恶型投资者更加偏好“持币过节”，以及部分资金节前撤资转移至其他市场，从而导致市场成交量和风险偏好下调。

资金流动性规律示意图



DR007，%

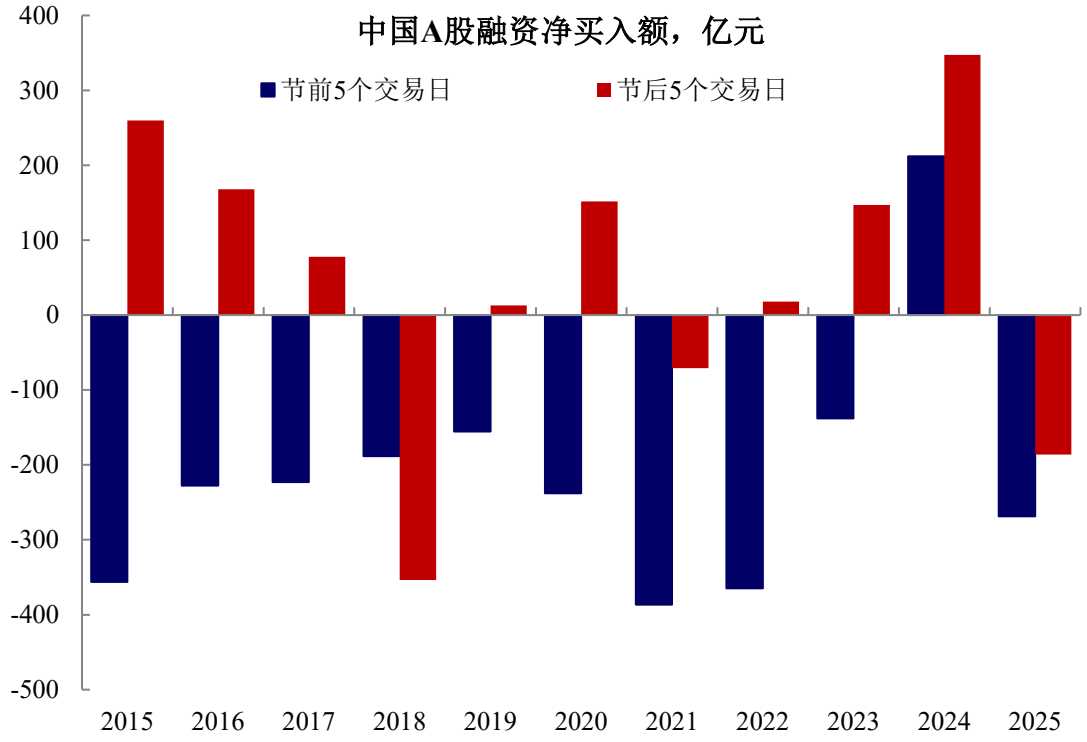


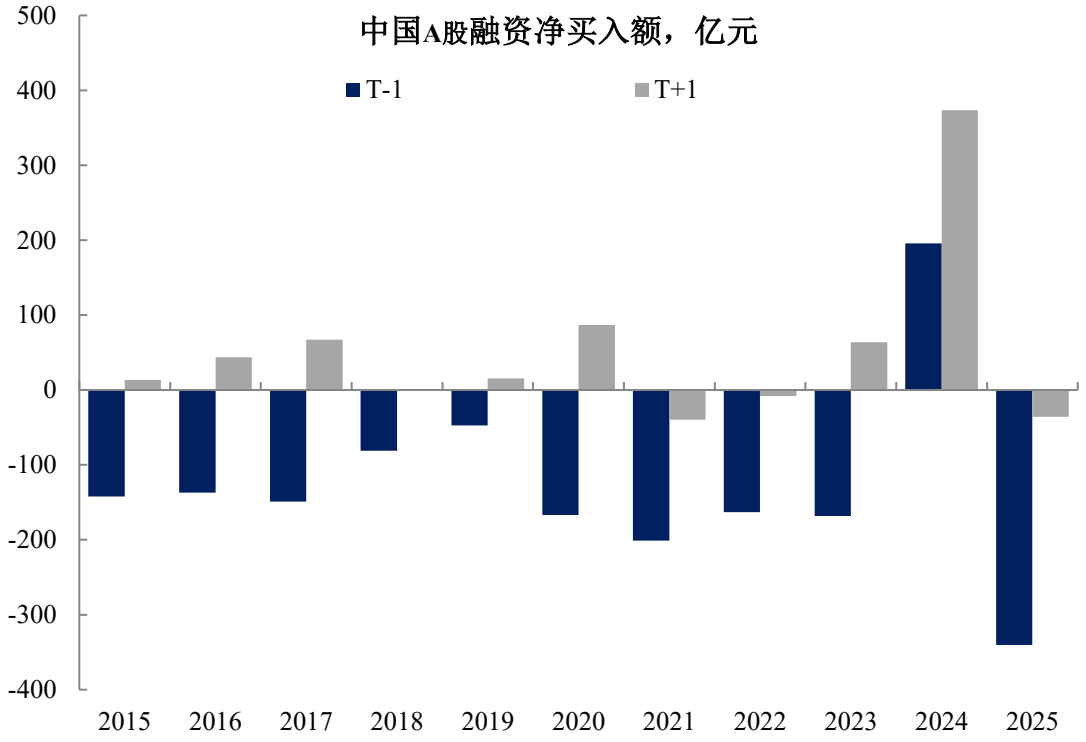
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院绘制

仅供内部参考，请勿外传

为何节前会呈现出显著的市场风格切换：三大驱动机制

- **驱动机制二：杠杆资金主动收缩冲击。**
- 历史表现来看，A股杠杆资金在国庆假期前会有明显的卖出行为。除了2024年，国庆节前当周和节前当日的A股融资净买入额均明显为负，节前日均净流出额在100亿元左右；
- 另一方面，假期较长交易真空、外部不确定性冲击和休市期间无法实时止损等因素影响下，投资者倾向于提前卖券还款、补充担保或降低仓位。而杠杆收缩会放大净值波动和担保压力，市场整体风险偏好和换手率下移，高贝塔和小盘成长承受额外抛压。





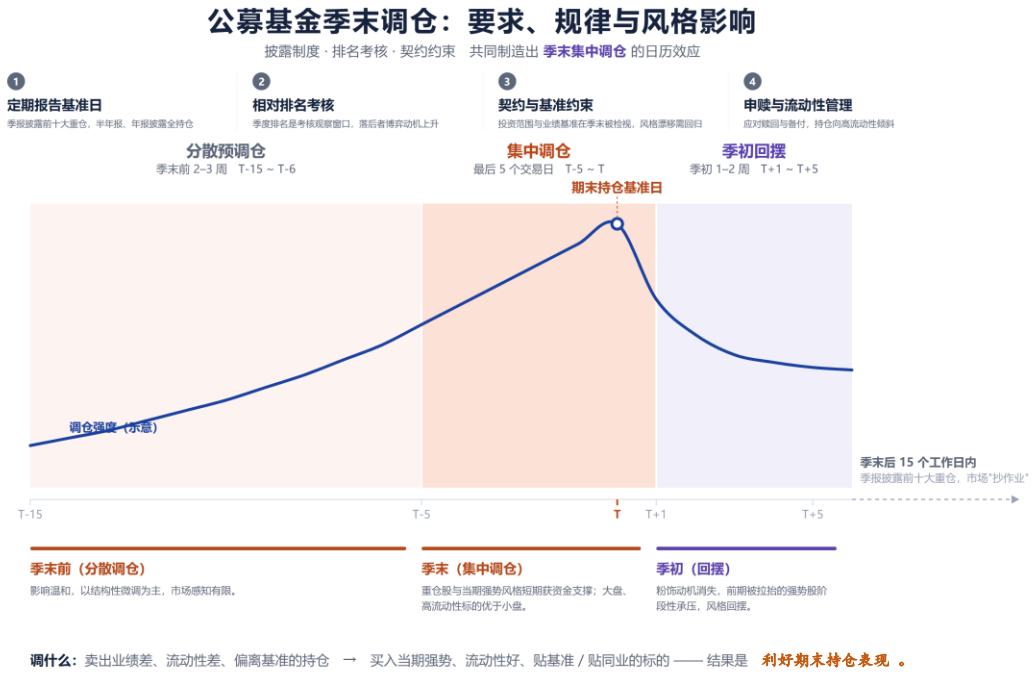
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

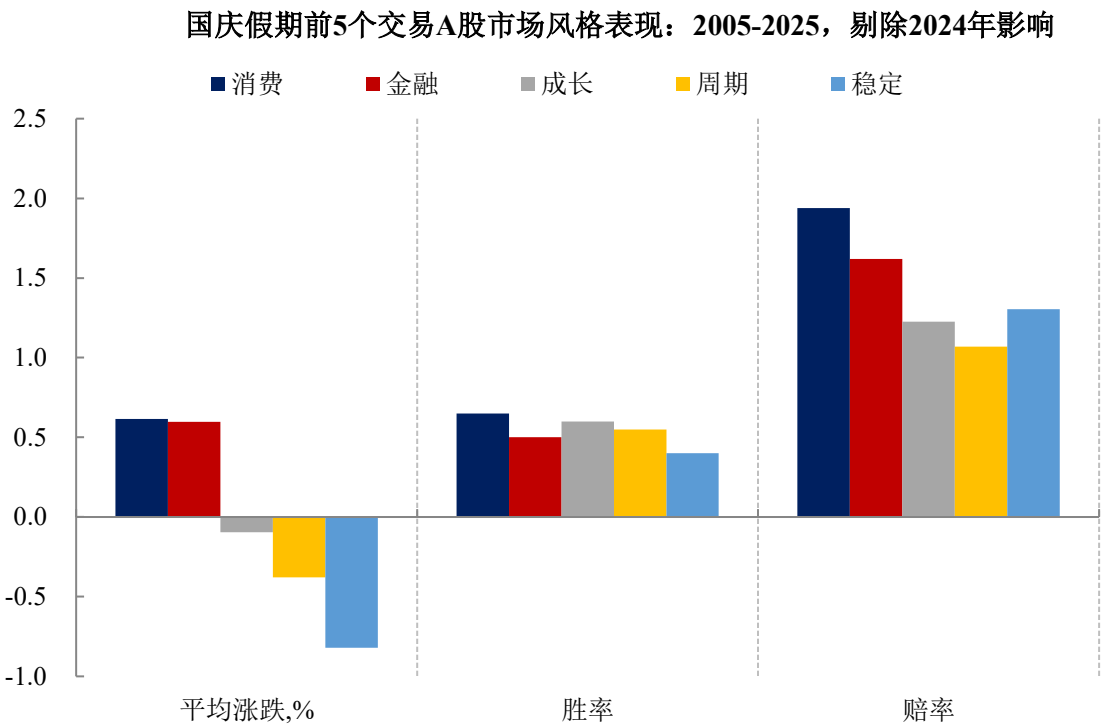
仅供内部参考，请勿外传

为何节前会呈现出显著的市场风格切换：三大驱动机制

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

- **驱动机制三：机构季末调仓冲击。**
- 三季度末是公募基金季度排名与调仓换股的关键窗口，为锁定收益、规避长假不确定性，机构往往对年内涨幅较大、持仓拥挤的成长与主题赛道进行止盈减仓，转而增配盈利确定性更高、估值更低的权重蓝筹与红利资产，直接引发市场风格再平衡；
- 从2005-2025年国庆假期前的市场风格表现来看，消费股和金融股表现明显领先，历史平均涨跌幅大于0，而成长、周期和稳定风格的历史同期表现为下跌。当然，稳定股同期表现最弱，呈现出的信号更像是节前通常是“轻度避险”，而非“系统性恐慌”。





数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院绘制

仅供内部参考，请勿外传

02

节中市场规律与定价信号分析



仅供内部参考，请勿外传

节中规律：港股胜率极高，赔率相对中性，预期收益率领先

- 2010年以来A股国庆长假休市期间，恒指上涨概率达80%以上（从2005年计概率也在75%以上），胜率显著高于同期美股、其他亚太地区和全球股市表现。赔率方面，剔除2024年影响，恒指表现也与其他指数表现并无二致。综合来看，假期期间港股预期收益率显著领先。
- 假期期间恒生科技胜率进一步提升，2015-2025年胜率在90%以上，科技成长风格更占优，唯一下跌年份为2018年受中美贸易摩擦影响。

历年国庆假期期间全球股市涨跌幅表现，%							
年份	恒生指数	恒生科技	标普500	道琼斯	纳斯达克	MSCI亚太	MSCI全球
2005	-3.76		-2.68	-2.62	-2.85	-3.16	-2.55
2006	2.05		1.03	1.47	1.84	0.84	0.76
2007	2.54		2.02	1.23	2.92	1.72	2.01
2008	-5.35		-9.38	-7.34	-10.81	-8.03	-9.04
2009	2.57		0.79	0.77	0.07	0.47	1.17
2010	2.35		1.48	1.49	0.64	3.37	2.34
2011	0.65		2.12	1.74	2.65	-0.15	1.80
2012	0.83		1.41	1.29	0.64	0.13	1.62
2013	0.50		-0.32	-1.28	-0.03	-0.47	-0.23
2014	2.13		-1.89	-1.90	-2.41	-0.43	-1.89
2015	8.01	6.62	3.95	3.85	3.70	6.35	4.80
2016	2.38	2.60	-0.67	-0.37	-0.37	0.63	-0.55
2017	3.28	5.00	1.19	1.65	1.45	1.33	0.82
2018	-4.38	-6.56	-0.97	-0.04	-3.21	-3.44	-1.82
2019	-1.04	1.89	-1.27	-1.63	-0.54	-0.57	-1.22
2020	3.13	5.97	2.49	2.32	2.27	2.94	2.63
2021	0.51	1.16	2.14	2.69	1.42	-1.61	1.17
2022	3.00	2.60	1.51	1.99	0.73	2.76	1.74
2023	0.65	1.01	0.20	-0.77	1.74	-1.27	-0.41
2024	9.30	13.36	-1.15	-0.89	-1.46	0.78	-0.95
2025	-0.10	0.75	0.98	0.44	1.69	1.59	1.15
胜率:2010-2025	81%	91%	63%	56%	63%	56%	56%
赔率:2010-2025	1.5	0.6	1.7	2.0	1.3	1.9	2.0
期望收益率:2010-2025	1.1	0.5	0.7	0.7	0.4	0.7	0.7
胜率:剔除2024年	80%	90%	67%	60%	67%	53%	60%
赔率:剔除2024年	0.8	0.5	0.7	0.9	0.6	1.0	0.8
期望收益率:剔除2024年	0.5	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

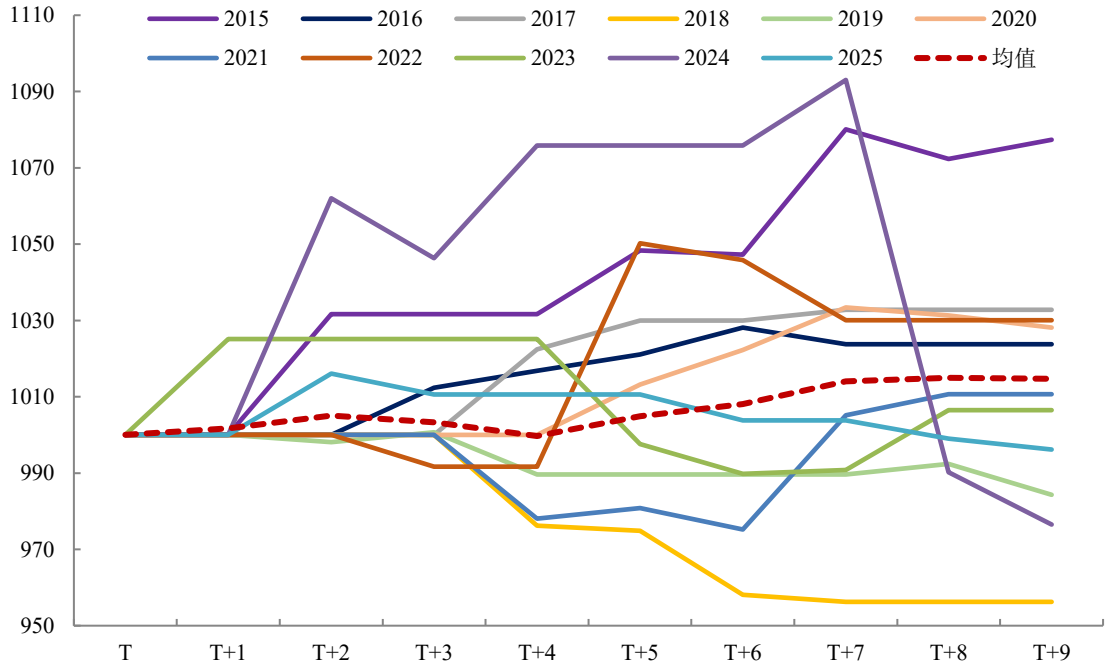
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

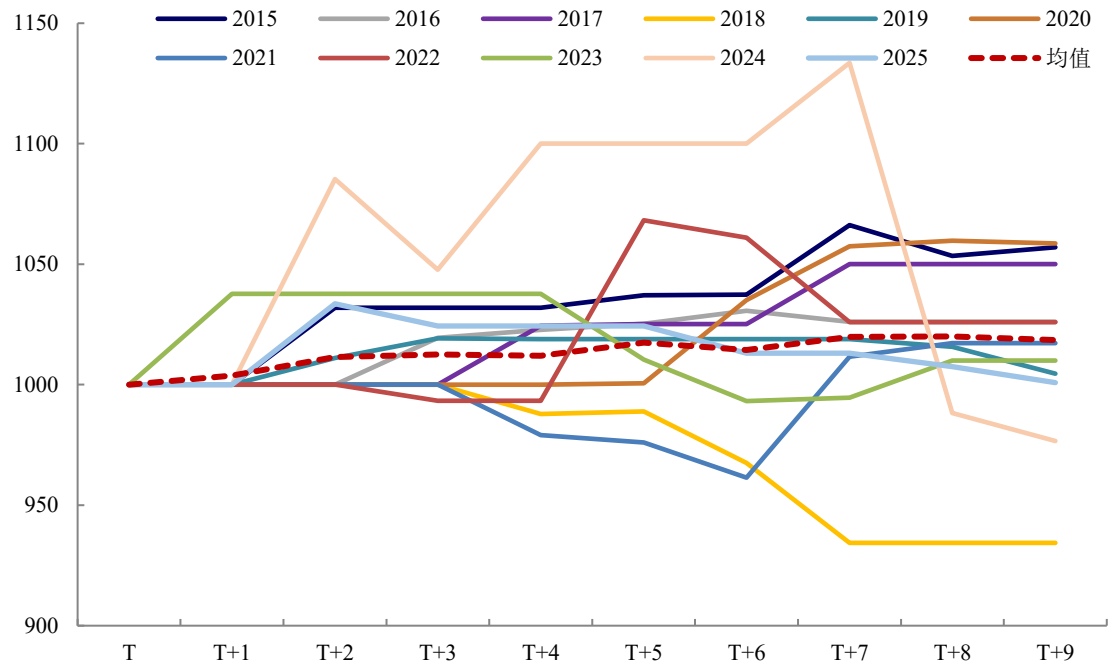
节中规律：整体呈现“N型”走势，恒科弹性大且趋势更稳定

- 进一步观测港股在国庆假期期间的走势规律，大体可以呈现为典型的“N型”震荡规律。以节前最后一个交易日为1000基准，恒生指数的均值线均显示：T+1至T+2伴随着风险偏好回暖初步上扬；T+3至T+4受到外部扰动承压回落；T+5至T+9随资金回流与情绪修复企稳反弹，整体历经“涨-跌-涨”。个别年份有一定分化，恒生科技弹性更大，但均线上涨趋势更加平稳。这印证了长假真空期后港股的情绪修复节奏，也为节前A股杠杆收敛及风格切向防御提供了跨市场注解。

历年国庆期间恒生指数走势，节前=1000



历年国庆期间恒生科技指数走势，节前=1000



注：上图的恒生指数均值为2010-2025年（剔除2024年），恒生科技指数均值为2015-2025年（剔除2024年）；此处的T为节前最后一个交易日，T+N为自然日而非交易日，与前文存在区别。

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

行业风格：节中港股科技主题胜率领先，但消费主题赔率占优

- 比较港股细分行业在国庆假期期间的历史表现，可以发现基本所有行业的历史胜率均在60%以上，多个行业超80%，剔除2024年后的期望收益率也均在零值之上。胜率层面，信息技术行业领先，历史胜率达87%，显示假期期间市场风偏和成长风格修复信号；赔率层面，日常消费、可选消费等假期受益板块，除了维持高胜率外，赔率明显领先其他行业。综合胜率和赔率下，消费板块期望收益率领先其他行业。

历年国庆假期期间港股涨跌幅表现:大类行业，%

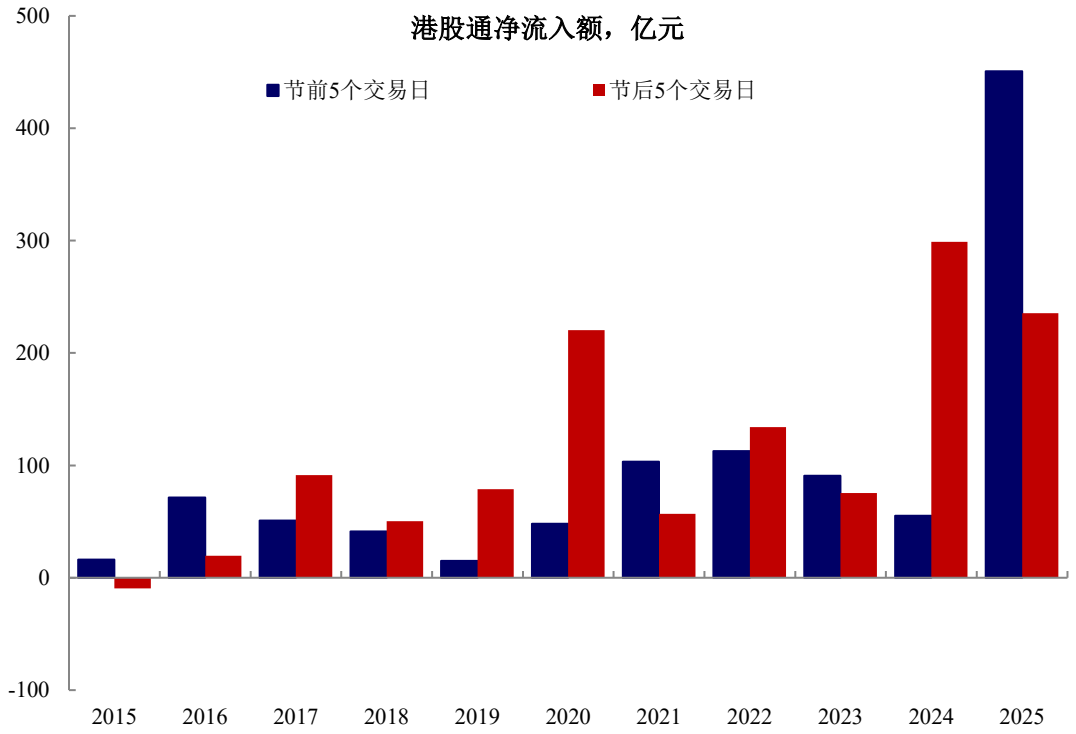
年份	能源	材料	工业	可选消费	日常消费	医疗保健	金融	信息技术	通讯服务	公用事业	房地产
2005	-5.48	-1.36	-3.02	-2.51	3.94	-1.46	-1.95	-0.83	-6.42	-0.77	-3.01
2006	-1.98	-0.12	0.67	1.57	0.76	1.19	1.91	1.39	4.14	-0.42	3.49
2007	-1.36	0.11	1.66	0.83	0.32	-2.54	1.98	0.87	1.97	5.24	0.26
2008	-9.07	-4.29	-5.95	-2.53	2.27	-1.13	-6.87	-3.79	-1.25	-2.97	-7.01
2009	4.96	3.71	2.45	3.33	1.09	4.05	3.69	3.55	3.17	1.00	3.02
2010	5.15	2.98	2.13	-0.40	1.22	-2.12	1.94	0.75	3.04	0.45	1.71
2011	-2.44	2.88	2.53	1.59	0.36	-3.83	1.64	1.24	-4.63	-1.65	3.95
2012	-0.33	1.29	1.35	0.30	1.63	2.28	1.30	0.73	0.24	0.03	0.75
2013	0.17	-0.07	2.46	3.18	1.58	2.12	0.38	2.75	-1.75	1.42	0.28
2014	0.97	0.85	3.04	2.88	1.09	2.60	2.10	3.48	2.83	2.87	2.93
2015	16.44	7.00	4.38	8.02	5.36	5.28	8.90	7.14	2.97	4.39	5.94
2016	6.70	1.82	1.93	1.40	3.31	3.42	2.73	1.78	2.52	0.29	-0.41
2017	1.75	2.73	1.85	3.20	0.62	2.89	4.37	4.31	0.19	1.37	4.46
2018	-3.64	-1.63	-2.84	-2.81	-1.93	-4.35	-4.28	-5.63	0.03	-3.25	-2.79
2019	-1.75	-1.16	-0.38	1.23	2.19	-0.07	-1.50	-1.15	0.20	0.18	1.12
2020	0.45	3.28	3.19	5.15	3.46	4.78	2.28	5.10	1.14	2.25	2.50
2021	5.95	1.03	0.90	0.82	-0.23	-2.80	0.92	1.57	0.68	-1.10	0.55
2022	3.99	3.39	1.34	2.57	3.31	0.44	1.34	2.18	1.37	-0.16	1.76
2023	-4.98	-2.39	-0.68	-0.42	1.92	-2.56	0.32	1.60	-1.08	-1.04	1.52
2024	10.06	8.15	10.49	10.35	5.48	13.36	14.47	11.27	7.55	6.43	11.61
2025	-0.05	7.55	0.39	-1.03	-1.64	3.52	-1.24	1.92	-1.21	0.32	-2.83
胜率:2010-2025	63%	75%	81%	75%	81%	63%	81%	88%	75%	69%	81%
赔率:2010-2025	2.3	2.7	2.1	2.9	1.9	1.6	1.4	1.0	0.9	1.3	1.5
期望收益率:2010-2025	1.1	1.8	1.5	1.9	1.4	0.6	1.0	0.7	0.4	0.6	1.0
胜率:剔除2024年	60%	73%	80%	73%	80%	60%	80%	87%	73%	67%	80%
赔率:剔除2024年	1.6	1.8	0.8	1.8	1.5	1.2	0.7	0.7	0.9	1.1	0.7
期望收益率:剔除2024年	0.6	1.1	0.5	1.0	1.0	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4

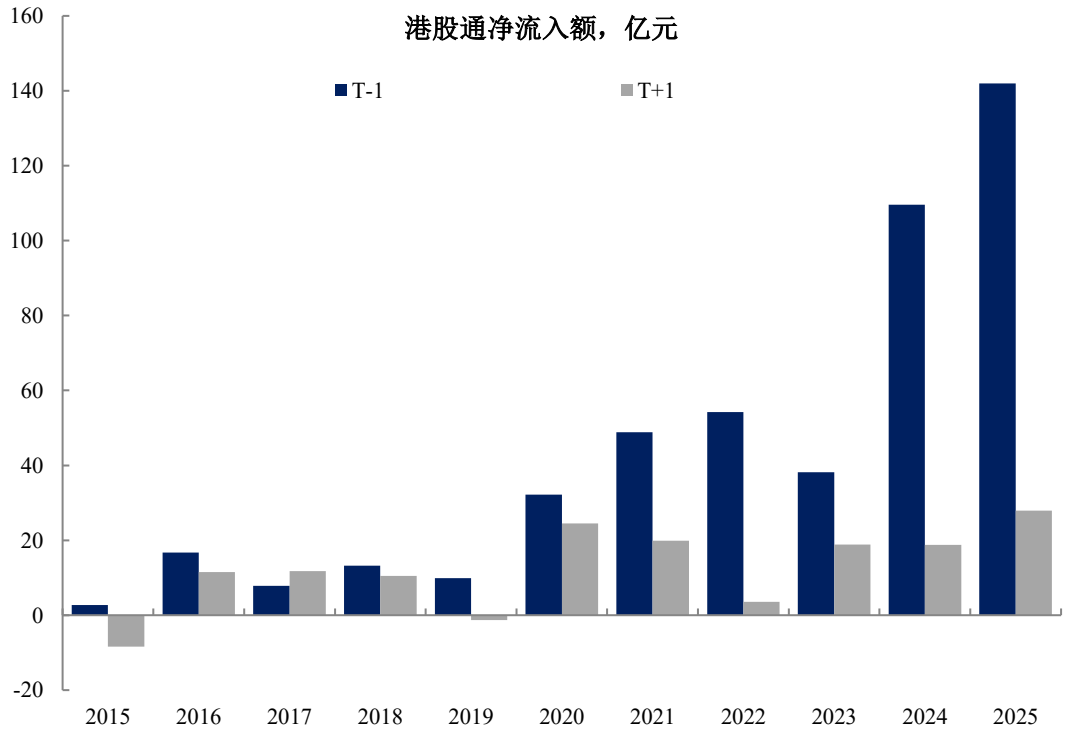
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

为何节中港股会呈现出典型的风偏修复：两大定价信号

- **定价信号一：南向资金的节前卡位。**
- 从资金跨市场配置的定价机制来看，理性投资者会在节前主动将仓位向港股流动性资产倾斜，本质是用“节前流动性溢价”换取“节中流动性补偿”——即便节中海外出现负面冲击，也能迅速调仓应对；若出现正面催化，则可直接享受估值修复；
- 从历史表现来看，这种流动性迁徙表现在假期前后表现明显，2015年-2025年，国庆假期前5个交易日港股通均呈现为净流入。这一特征在节前最后1个交易日表现的尤为显著，疫后以来节前最后1个交易日的港股通净流入额显著放量，也大幅超过节后第1个交易日的流入额。





注：右图的T-1、T+1分别表示节前最后一个交易日和节后第一个交易日。

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

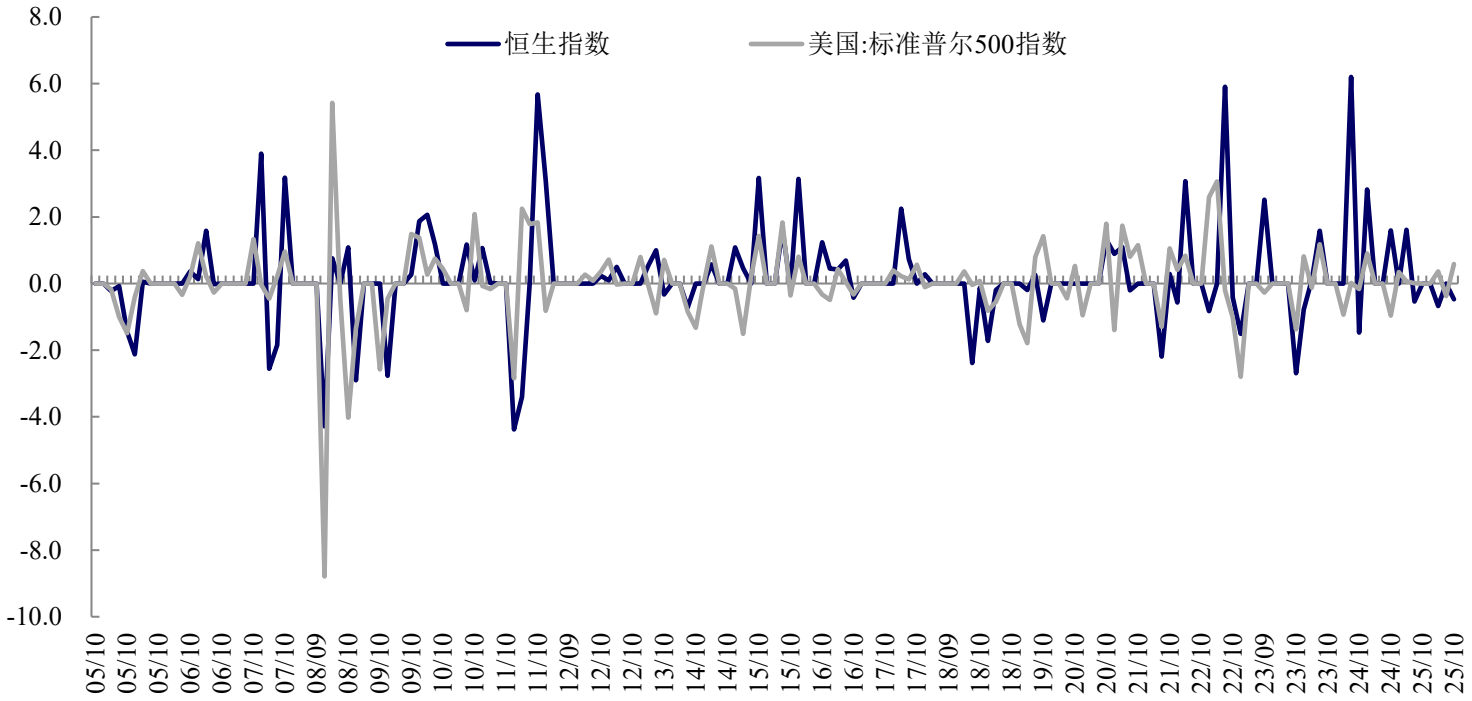
仅供内部参考，请勿外传

为何节中港股会呈现出典型的风偏修复：两大定价信号

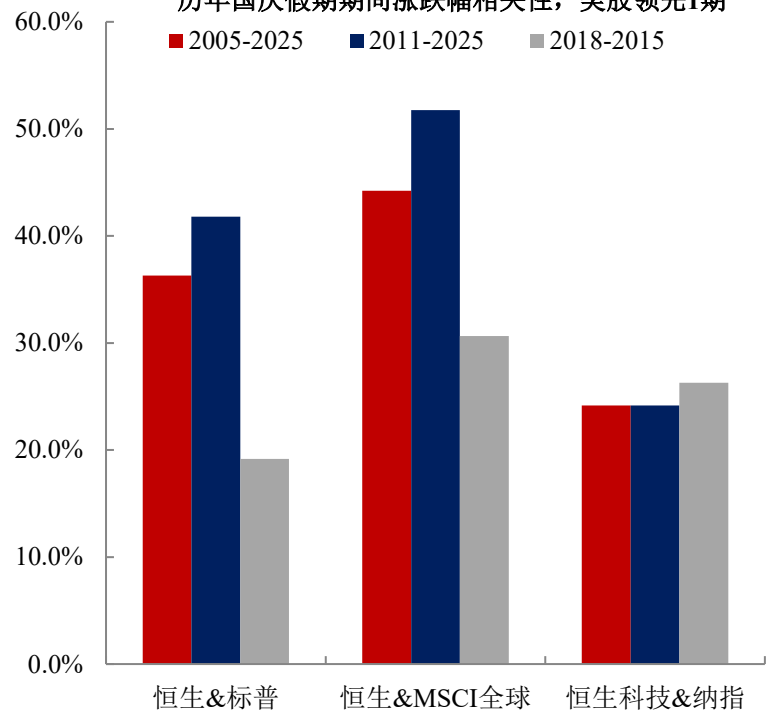
兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

- **定价信号二：内部定价影响力的抬升。**
- 从定价权的机制切换来看，国庆期间港股通关闭，内资对港股的“边际定价权”暂时让渡，港股定价逻辑从“内外资金共同博弈下的AH折溢价框架”切换为“离岸市场独立定价中国资产”。当外部环境相对平稳时，外部扰动对港股风险溢价的边际推升作用减弱，而是回归对中国经济预期等内生变量的定价，其估值锚从"全球比价下的折价资产"向"中国基本面预期的直接映射"靠拢；
- 从港股和美股/全球资产的假期收益率相关度时变性来看，近年来港股和外部资产的联动性趋于下滑，港股假期定价更多关注内部本身。

国庆假期期间涨跌幅表现：恒生指数 vs 标普500，%



历年国庆假期期间涨跌幅相关性，美股领先1期



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

03

节后市场规律与作用机理分析



仅供内部参考，请勿外传

节后规律：A股反弹，第1个交易日弹性最强，港股则先跌后修复

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

- 历史规律来看，国庆假期后A股与港股走势呈现明显分化。节后一个月内，万得全A、上证综指的上涨概率均在60%以上，每个周期赔率水平也基本稳定在1.0上下。恒生指数节后前5个交易日胜率跌破50%，此后逐步修复，但区间整体表现仍弱于A股。
- 修复动能来看，节后第1个交易日A股弹性最强，期望收益率处于高位；此时港股面临的回调压力最强，胜率和赔率均处于低位。

历年国庆假期后A股/港股涨跌幅表现，%

	万得全A				上证综指				恒生指数			
年份	T+1	T+5	T+10	T+20	T+1	T+5	T+10	T+20	T+1	T+5	T+10	T+20
2005	-1.35	-0.60	-0.08	-4.80	-1.44	-1.39	-1.24	-4.81	0.34	-2.44	-2.42	-1.76
2006	2.09	1.87	2.51	3.37	1.88	1.84	2.17	6.50	-1.27	0.48	1.17	4.73
2007	0.92	1.24	-0.74	-5.56	2.53	6.32	4.79	4.06	-0.22	3.62	5.87	9.47
2008	-4.62	-14.25	-18.00	-25.75	-5.23	-12.78	-15.83	-24.63	-4.97	-16.32	-17.69	-21.00
2009	4.91	7.65	10.91	15.68	4.76	7.21	9.79	13.51	0.03	2.36	3.34	-0.06
2010	2.94	6.47	10.96	15.44	3.13	8.43	12.35	16.24	0.26	4.23	3.34	7.22
2011	-0.61	2.96	-2.50	7.07	-0.61	3.06	-1.78	7.17	0.02	4.49	1.80	12.06
2012	-0.62	0.96	2.20	1.37	-0.56	0.90	2.02	1.48	-0.89	0.59	2.57	5.23
2013	1.51	3.69	3.67	-2.57	1.08	2.90	2.51	-1.15	0.89	1.06	2.02	0.94
2014	1.38	0.60	-0.55	2.49	0.80	-0.19	-1.02	2.83	-0.68	-1.60	-1.43	1.81
2015	4.15	9.94	11.11	20.70	2.97	6.87	8.78	13.33	-0.71	-0.34	2.10	2.39
2016	1.80	2.42	3.01	3.92	1.45	1.97	2.87	4.01	0.00	-2.59	-2.00	-5.07
2017	1.15	1.97	0.66	-0.02	0.76	1.24	0.89	0.68	-0.46	0.06	0.10	0.51
2018	-3.80	-9.06	-11.18	-5.62	-3.72	-7.60	-9.60	-5.13	-1.39	-2.90	-3.81	-0.32
2019	0.33	3.88	1.10	2.78	0.29	3.53	1.19	2.42	0.28	2.71	3.50	6.69
2020	2.49	4.75	3.58	5.03	1.68	3.55	2.93	3.17	-0.31	-0.14	2.45	6.21
2021	0.72	0.05	1.03	0.58	0.67	-0.28	0.75	-1.16	0.55	1.06	5.33	2.12
2022	-2.07	2.77	1.75	4.07	-1.66	1.57	0.48	1.53	-2.95	-6.50	-8.62	-8.90
2023	-0.28	-0.42	-4.67	-1.97	-0.44	-0.72	-4.10	-2.56	0.18	1.87	-1.79	1.02
2024	7.14	-1.57	0.06	2.43	4.59	-1.56	-2.05	-0.79	-9.41	-8.69	-11.35	-10.96
2025	1.31	-0.83	-1.83	-0.34	1.32	0.76	0.80	2.23	-0.29	-3.42	-3.90	-3.33
胜率:2005-2025	67%	73%	67%	67%	67%	67%	67%	67%	33%	47%	53%	67%
赔率:2005-2025	1.2	0.8	0.8	1.1	1.0	1.0	0.7	1.0	0.2	0.5	0.5	0.7
期望收益率:2005-2025	0.5	0.3	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	-0.6	-0.2	-0.2	0.1
胜率:剔除2024年	65%	75%	60%	60%	65%	70%	70%	70%	40%	55%	60%	65%
赔率:剔除2024年	1.0	0.7	0.9	1.2	0.9	0.9	0.7	0.9	0.2	0.5	0.5	0.8
期望收益率:剔除2024年	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.4	0.2	0.3	-0.5	-0.2	-0.1	0.2

注：此处的T+1、T+5、T+10、T+20表示历年国庆假期结束后的前1个、5个、10个、20个交易日，而非自然日；下同。

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

节后成交量：杠杆资金回归推动A股放量反弹，港股边际提升

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

- 节后A股成交量快速修复，同节前市场成交低迷形成明显对比。剔除2024年影响后，2005-2025年国庆假期后的A股相对成交量由节前的85%快速反弹至110%以上，并延续较长修复趋势，节后1个月内的相对成交量均稳定在120%左右，背后一项核心推动源自于杠杆资金的回归（见前文杠杆资金变化图）。港股层面，虽在节后面临一定回调压力，但成交量也大体是节前的105%，亦有边际提升。

历年国庆假期后A股/港股相对成交量表现

	万得全A				上证综指				恒生指数			
年份	T+1	T+5	T+10	T+20	T+1	T+5	T+10	T+20	T+1	T+5	T+10	T+20
2005	0.71	0.90	0.96	0.96	0.71	0.92	0.99	1.00	0.54	0.72	0.69	0.77
2006	1.43	1.37	1.25	1.26	1.43	1.36	1.24	1.28	0.98	1.14	1.28	1.47
2007	1.23	1.25	1.12	0.95	1.21	1.23	1.10	0.93	1.22	1.11	1.06	1.21
2008	0.70	0.61	0.60	0.59	0.67	0.59	0.58	0.56	0.78	1.11	1.18	1.21
2009	1.02	1.16	1.32	1.46	1.04	1.17	1.30	1.42	0.95	1.12	1.19	1.24
2010	1.60	2.18	2.29	2.23	1.68	2.29	2.43	2.31	0.96	1.16	1.23	1.17
2011	0.72	1.19	1.11	1.42	0.73	1.21	1.15	1.43	0.78	0.97	0.82	0.92
2012	0.89	1.21	1.16	1.15	0.89	1.16	1.11	1.12	0.83	0.99	1.12	1.14
2013	0.99	1.14	1.11	1.02	0.96	1.11	1.06	0.96	1.22	1.21	1.23	1.24
2014	1.05	1.12	1.06	1.05	1.04	1.09	1.05	1.10	0.86	0.83	0.78	0.76
2015	1.20	1.47	1.68	1.63	1.22	1.51	1.73	1.62	1.40	1.47	1.41	1.24
2016	1.30	1.28	1.34	1.40	1.35	1.32	1.40	1.50	1.00	1.00	0.93	0.91
2017	1.22	1.15	1.07	1.04	1.25	1.12	1.04	1.05	1.11	1.26	1.17	1.05
2018	1.03	1.07	1.01	1.14	1.15	1.15	1.07	1.22	1.08	1.15	1.06	1.06
2019	0.76	0.92	0.91	0.93	0.80	0.97	0.94	0.95	0.83	0.88	0.82	0.80
2020	1.13	1.30	1.21	1.18	1.13	1.25	1.17	1.17	1.07	1.11	1.05	1.04
2021	0.87	0.80	0.79	0.80	0.86	0.77	0.74	0.74	0.97	0.92	0.91	0.88
2022	0.98	1.05	1.08	1.19	1.04	1.05	1.05	1.15	1.08	1.17	1.09	1.23
2023	1.12	1.14	1.14	1.20	1.08	1.07	1.09	1.16	0.56	0.90	0.92	0.95
2024	2.15	1.44	1.25	1.23	2.27	1.51	1.27	1.21	2.05	1.41	1.05	0.80
2025	1.14	1.11	1.01	1.00	1.20	1.19	1.08	1.05	1.19	1.18	1.01	0.92
2005-2025平均	1.11	1.18	1.17	1.18	1.13	1.19	1.17	1.19	1.02	1.09	1.05	1.05
剔除2024年后平均	1.05	1.17	1.16	1.18	1.07	1.18	1.17	1.19	0.97	1.07	1.05	1.06

注：此处相对成交量的计算公式为：区间平均成交额/对应年份9月成交额均值。

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

节后大小盘风格：大中盘相对占优，但小盘性价比逐步提升

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

- 节后大致一个月的交易日内，大中盘综合表现仍优于小盘，沪深300、中证500的各个区间胜率均高于中证2000和创业板（剔除2024年影响），期望收益率也更高。但随着交易推进，小盘的赔率和期望收益率有明显提升，配置的性价比逐步凸显。

历年国庆假期后A股涨跌幅表现，%

	沪深300				中证500				中证2000				创业板			
年份	T+1	T+5	T+10	T+20	T+1	T+5	T+10	T+20	T+1	T+5	T+10	T+20	T+1	T+5	T+10	T+20
2005	-1.10	-1.37	-1.41	-4.25	-1.24	0.75	2.93	-3.95								
2006	2.34	1.97	2.63	6.06	1.85	1.62	2.39	-0.07								
2007	1.30	2.80	0.60	-1.93	0.10	-3.78	-5.31	-14.83								
2008	-5.12	-15.01	-18.29	-25.85	-3.84	-13.98	-19.18	-26.87								
2009	5.29	7.82	11.40	15.29	5.17	8.93	13.38	21.32								
2010	3.70	9.83	14.96	18.56	2.30	0.41	3.72	12.18					1.84	1.69	5.23	12.22
2011	-0.94	2.81	-2.85	7.07	-0.63	3.33	-4.80	7.11					-0.14	4.94	-3.52	11.52
2012	-1.01	0.50	1.72	0.60	-0.51	1.27	2.68	1.56					0.16	2.79	4.32	1.70
2013	1.36	2.64	2.59	-1.19	1.68	5.05	5.06	-3.74					1.44	1.88	2.42	-10.63
2014	1.12	-0.18	-0.72	2.54	1.57	1.02	-0.65	1.78	1.78	1.60	0.20	2.68	1.08	-0.11	-1.52	-1.59
2015	2.92	6.34	8.44	13.29	4.06	9.81	9.62	18.69	3.64	10.66	11.03	22.37	5.17	10.68	12.58	24.09
2016	1.25	1.62	2.29	3.10	1.89	2.23	2.33	2.13	2.29	4.00	4.94	6.77	2.72	2.06	1.45	-0.22
2017	1.19	2.20	2.36	4.07	1.14	1.61	-0.48	-2.67	1.10	1.97	-1.32	-4.61	1.22	3.17	0.71	-1.82
2018	-4.30	-7.80	-8.84	-4.32	-3.21	-10.89	-14.01	-7.56	-3.35	-10.20	-13.29	-6.29	-4.09	-10.13	-11.44	-4.47
2019	0.61	3.64	1.74	4.29	0.02	3.85	0.21	0.95	0.28	4.77	1.03	0.77	-0.67	3.18	1.04	4.45
2020	2.04	4.61	4.15	6.49	2.67	4.32	2.01	2.58	3.43	6.20	5.32	4.78	3.81	6.34	3.84	8.28
2021	1.31	0.97	1.27	0.05	-0.17	-1.34	-0.08	-0.42	1.01	-0.61	0.17	0.77	-0.04	-0.89	1.07	3.62
2022	-2.21	0.99	-1.63	-0.99	-1.37	4.54	4.25	7.34	-1.79	5.78	6.88	11.05	-2.30	6.35	4.64	7.09
2023	-0.13	-0.71	-4.85	-2.86	-0.57	-1.01	-4.69	-3.17	-0.30	0.03	-4.95	-0.29	-0.26	-0.36	-5.34	-1.78
2024	5.93	-1.41	-2.06	-1.82	7.18	-2.35	-0.68	3.23	8.67	-2.07	2.76	7.15	17.25	-0.90	1.62	0.50
2025	1.48	-0.74	-1.04	-0.29	1.84	-1.60	-3.83	-2.47	0.64	-0.16	-1.32	1.02	0.73	-6.56	-5.52	-2.22
胜率:2005-2025	67%	67%	53%	60%	60%	67%	47%	60%	75%	67%	67%	75%	60%	60%	67%	53%
赔率:2005-2025	1.1	0.9	1.0	1.4	1.7	0.7	0.8	1.1	1.4	1.3	0.8	1.7	2.8	1.4	0.6	2.5
期望收益率:2005-2025	0.4	0.3	0.1	0.4	0.7	0.1	0.0	0.1	0.8	0.6	0.2	1.0	1.4	0.5	0.1	1.0
胜率:剔除2024年	65%	70%	60%	60%	60%	70%	55%	50%	40%	40%	35%	40%	45%	50%	50%	40%
赔率:剔除2024年	0.9	0.8	0.9	1.3	1.4	0.6	0.7	1.2	1.0	1.2	0.8	1.7	1.6	1.2	0.7	2.8
期望收益率:剔除2024年	0.3	0.3	0.1	0.4	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.2	-0.1	-0.4	0.1	0.2	0.1	-0.2	0.5

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

节后行业风格：较大概率做“周期→金融→制造”的轮动接力

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

- 节后第一周，农林牧渔、有色金属、能源石化上涨概率和平均涨跌幅靠前；节后第二周，银行、非银等金融板块维持高胜率，平均涨跌幅提升；节后一个月，市场定价逐步回归基本面，机械设备、汽车、电力设备、家电、计算机、电子等出海和高端制造明显反弹。相对而言，节前表现强势的食品酒饮等消费板块有所承压。

历年国庆假期后A股表现:申万一级行业，2005-2025年，剔除2024年影响

申万一级行业	平均涨跌幅,%				胜率				赔率				期望收益率			
	T+1	T+5	T+10	T+20	T+1	T+5	T+10	T+20	T+1	T+5	T+10	T+20	T+1	T+5	T+10	T+20
农林牧渔	1.82	2.71	1.17	2.06	80%	80%	60%	55%	2.21	1.20	1.07	1.45	1.57	0.76	0.24	0.35
有色金属	0.76	2.09	0.28	0.97	50%	80%	45%	50%	1.82	0.58	1.33	1.23	0.41	0.26	0.05	0.11
石油石化	0.56	1.93	0.87	1.29	65%	70%	55%	60%	0.97	1.04	1.10	0.91	0.28	0.43	0.16	0.14
机械设备	0.73	1.93	1.48	2.53	60%	75%	65%	60%	1.59	0.83	0.89	1.24	0.55	0.37	0.23	0.34
美容护理	0.95	1.86	1.89	1.85	65%	75%	70%	60%	1.82	0.96	0.88	1.22	0.83	0.47	0.32	0.33
基础化工	0.63	1.85	0.44	1.33	60%	70%	65%	60%	1.26	1.07	0.64	1.02	0.36	0.45	0.06	0.21
汽车	0.59	1.72	0.71	2.79	55%	75%	60%	70%	1.44	0.71	0.84	0.76	0.34	0.28	0.11	0.23
电力设备	0.73	1.70	0.34	2.06	60%	70%	60%	55%	1.36	0.95	0.76	1.51	0.42	0.37	0.05	0.38
银行	0.48	1.63	2.60	3.12	65%	75%	70%	80%	0.86	0.77	1.32	0.70	0.21	0.33	0.62	0.36
非银金融	0.92	1.56	2.50	2.76	65%	65%	80%	65%	1.45	1.04	0.62	1.08	0.59	0.32	0.30	0.35
纺织服饰	0.78	1.45	0.54	0.64	60%	75%	70%	65%	1.72	0.62	0.52	0.65	0.63	0.22	0.07	0.07
建筑装饰	0.57	1.45	1.27	1.98	60%	80%	70%	60%	1.30	0.57	0.74	1.26	0.38	0.26	0.22	0.35
建筑材料	0.49	1.41	-0.42	0.00	60%	80%	60%	60%	1.10	0.52	0.56	0.67	0.26	0.21	-0.06	0.00
钢铁	0.37	1.37	0.07	0.31	55%	70%	55%	55%	1.19	0.80	0.84	0.88	0.20	0.26	0.01	0.03
煤炭	0.72	1.26	0.00	-0.39	60%	55%	50%	40%	1.18	1.24	1.00	1.40	0.31	0.23	0.00	-0.04
环保	0.77	1.20	0.34	1.23	65%	70%	70%	60%	1.37	0.69	0.48	0.91	0.54	0.18	0.04	0.15
交通运输	0.51	1.08	0.35	1.21	65%	80%	60%	65%	1.00	0.43	0.77	0.75	0.30	0.15	0.06	0.14
家用电器	0.61	1.05	0.64	3.33	65%	65%	55%	65%	1.06	0.91	1.02	1.22	0.34	0.24	0.11	0.44
公用事业	0.70	1.01	0.34	1.30	65%	65%	60%	65%	1.30	0.84	0.77	0.81	0.49	0.20	0.06	0.18
医药生物	0.68	0.98	0.32	1.43	65%	70%	60%	65%	1.24	0.72	0.76	0.80	0.46	0.20	0.06	0.17
通信	1.00	0.96	-0.09	0.87	65%	70%	55%	50%	1.46	0.70	0.79	1.31	0.60	0.19	-0.02	0.15
国防军工	0.25	0.82	-0.93	-0.04	55%	70%	45%	40%	1.03	0.64	0.85	1.49	0.12	0.15	-0.17	-0.01
计算机	0.83	0.79	-0.11	1.22	60%	70%	50%	50%	1.39	0.60	0.96	1.34	0.43	0.12	-0.02	0.17
轻工制造	0.41	0.65	-0.42	0.03	60%	75%	60%	60%	1.05	0.45	0.57	0.67	0.23	0.09	-0.06	0.00
综合	0.86	0.62	-0.28	0.60	70%	65%	45%	60%	1.08	0.71	1.11	0.77	0.46	0.11	-0.05	0.06
商贸零售	0.19	0.60	-0.67	-0.69	50%	70%	55%	55%	1.21	0.58	0.63	0.66	0.11	0.10	-0.11	-0.09
房地产	0.29	0.48	0.15	0.84	50%	55%	50%	40%	1.29	1.04	1.06	1.91	0.15	0.12	0.03	0.16
电子	0.44	0.41	-0.71	1.68	60%	60%	55%	60%	0.97	0.80	0.62	0.99	0.18	0.08	-0.11	0.19
传媒	0.24	0.38	-0.73	0.38	60%	60%	65%	55%	0.86	0.79	0.40	0.89	0.12	0.08	-0.09	0.04
食品饮料	0.18	-0.10	-0.62	0.12	55%	60%	65%	60%	0.97	0.63	0.42	0.69	0.09	-0.02	-0.08	0.01
社会服务	-0.76	-1.08	-2.08	-1.38	45%	50%	50%	45%	0.61	0.62	0.46	0.85	-0.27	-0.19	-0.27	-0.17

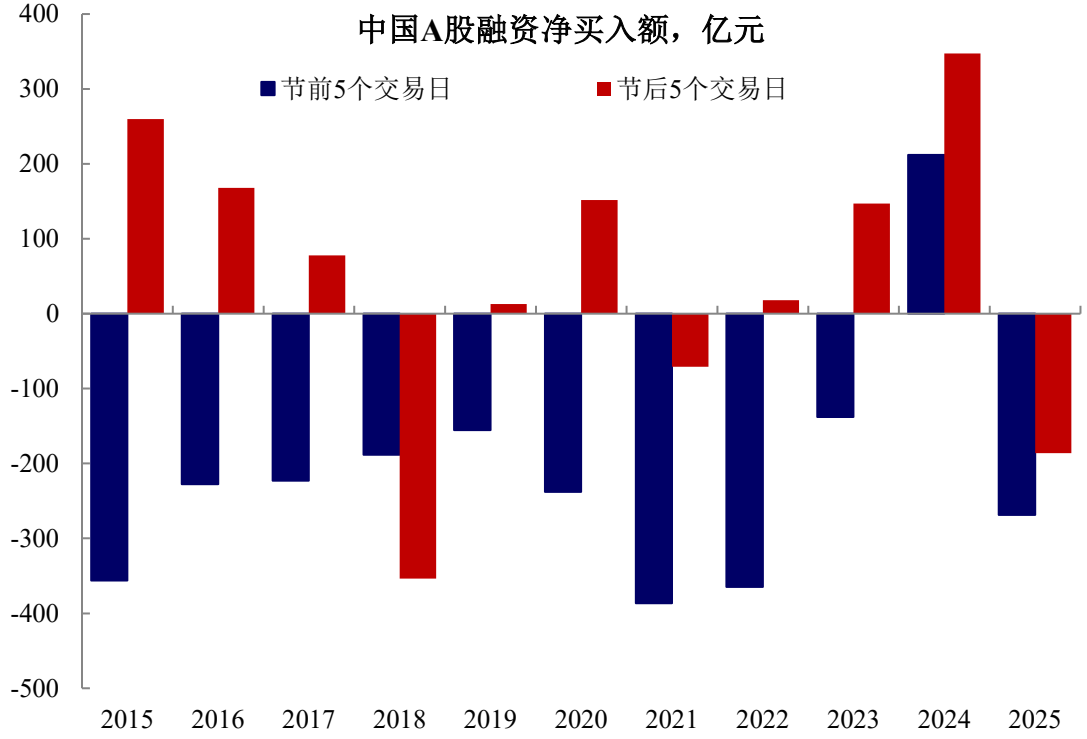
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

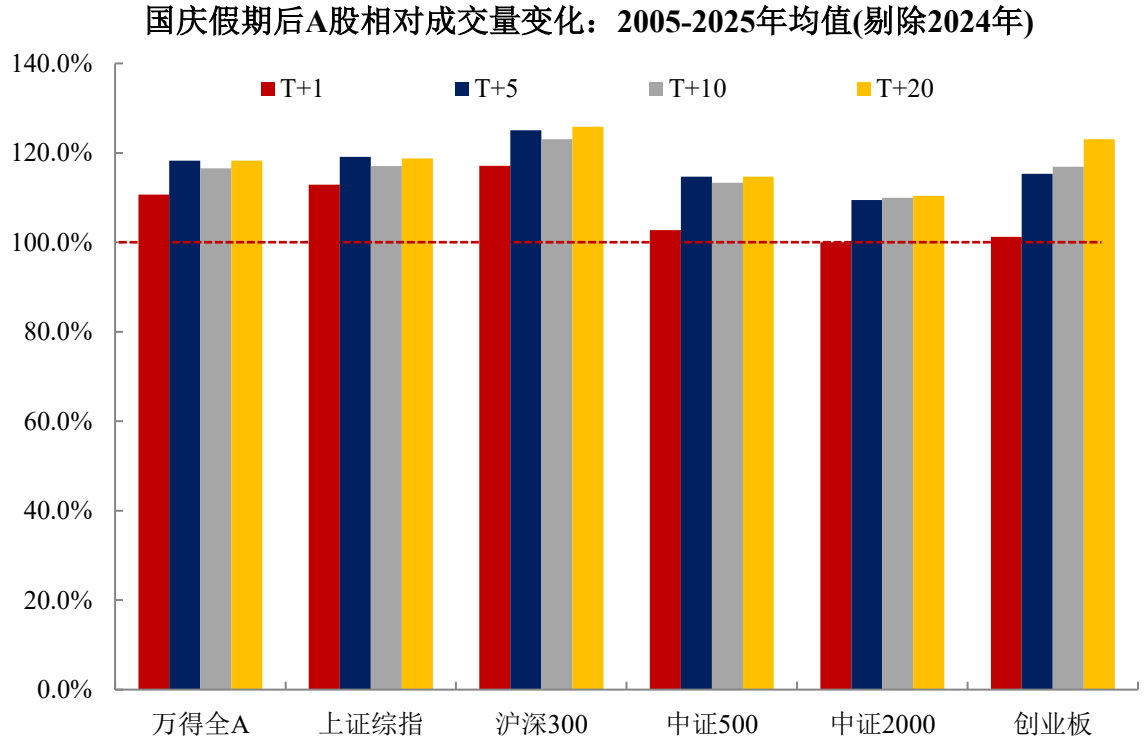
仅供内部参考，请勿外传

为何节后港股向A股传导后分化：三大作用机理

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

- **作用机理一：节后头寸再平衡与A股流动性回补。**
- 这是节前三重驱动机制的镜像，节前调仓（利息成本、 尾部风险、 考核结算） 在节后全部消失， 于是同一批资金反向操作。融资盘重新建仓放大风险偏好，机构资金从防御底仓向弹性赛道回补，节前流出的流动性集中回流A股，形成“缩→扩”的脉冲式再平衡；
- 节后A股融资资金的流向直观刻画了这一流动性规律，节后前5个交易日的A股融资净买入额明显反弹，推动杠杆资金再次入市。这一行为不仅释放市场风险偏好的修复，也有力推动了市场成交热度的回暖，A股节后成交量较节前明显改善。





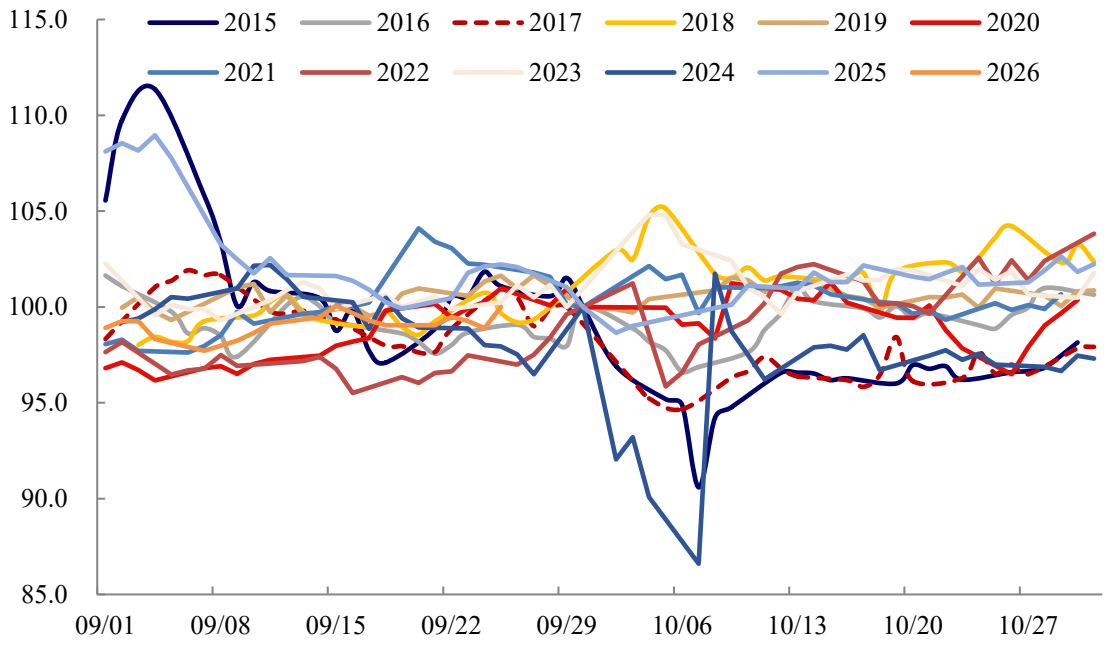
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

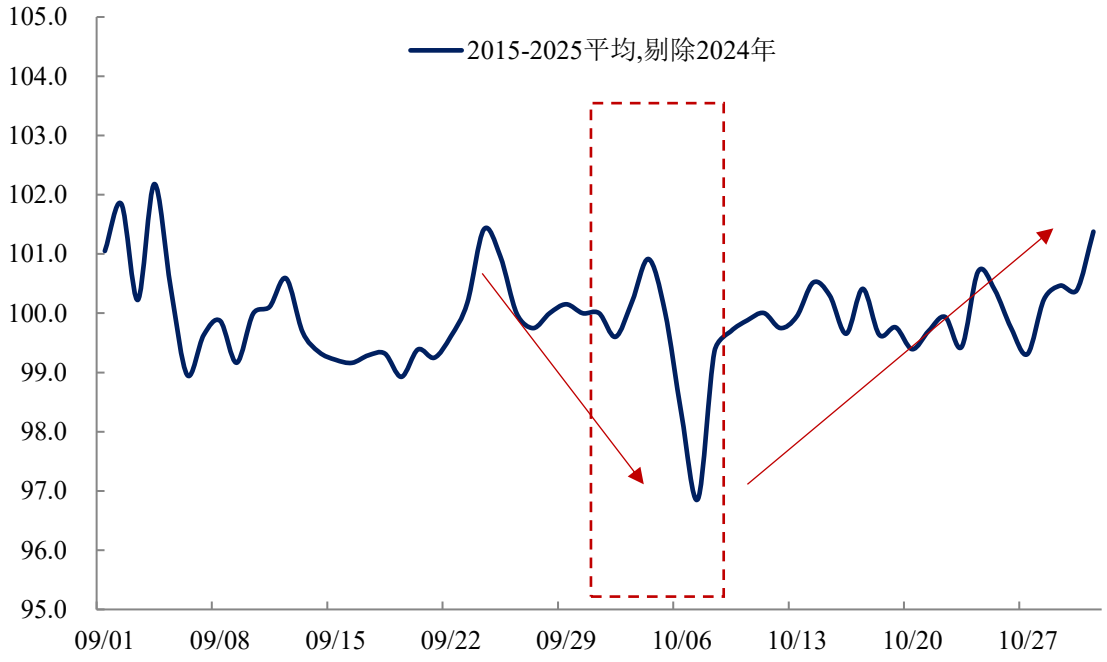
为何节后港股向A股传导后分化：三大作用机理

- **作用机理二：假期信息计入后的AH比价修复。**
- 从跨市场定价联动来看，节中港股已率先完成对中国内生变量的定价，节后A股开盘面临“定价缺口”的弥合需求。此前为规避长假不确定性而撤出A股的杠杆与机构资金，在确认港股节中平稳修复后，加速返场做多，推动A股风险溢价快速压缩；
- 假期前后AH溢价指数的走势直观展示了AH比价修复的趋势，这也直接解释了为何在节后前几个交易日A股反弹而港股承压的分化趋势。在节前和假期间，港股流动性溢价驱动AH溢价指数回落，港股占优；而假期结束后，前期港股溢价消失，AH溢价快速反弹至节前水平。

AH股溢价指数，假期前1个交易日=100



AH股溢价指数，假期前1个交易日=100

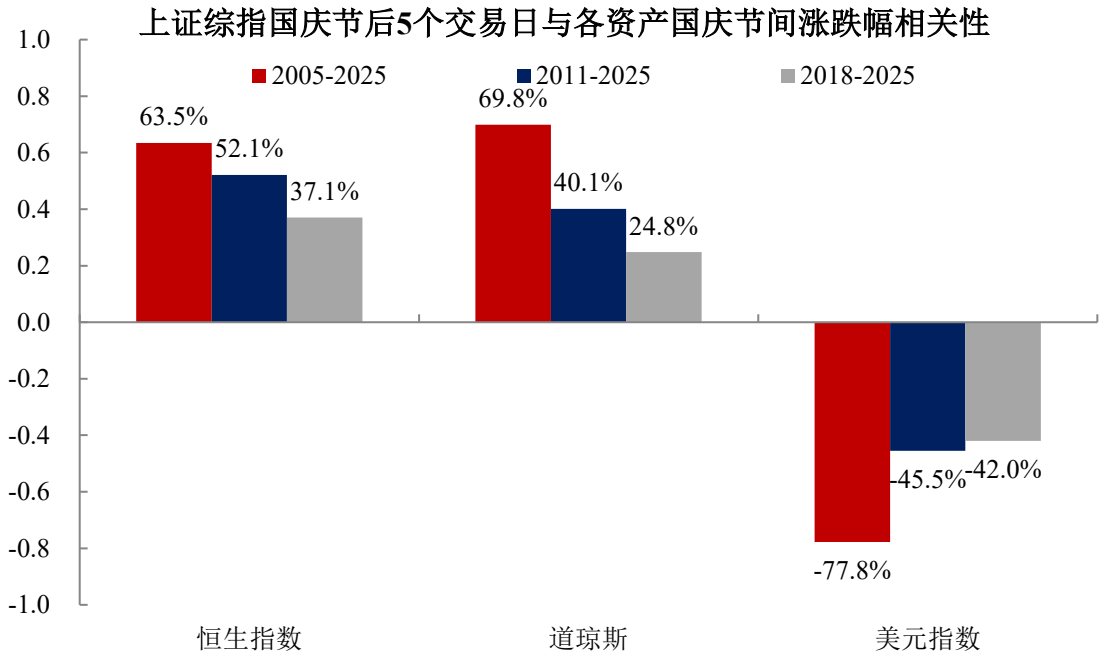


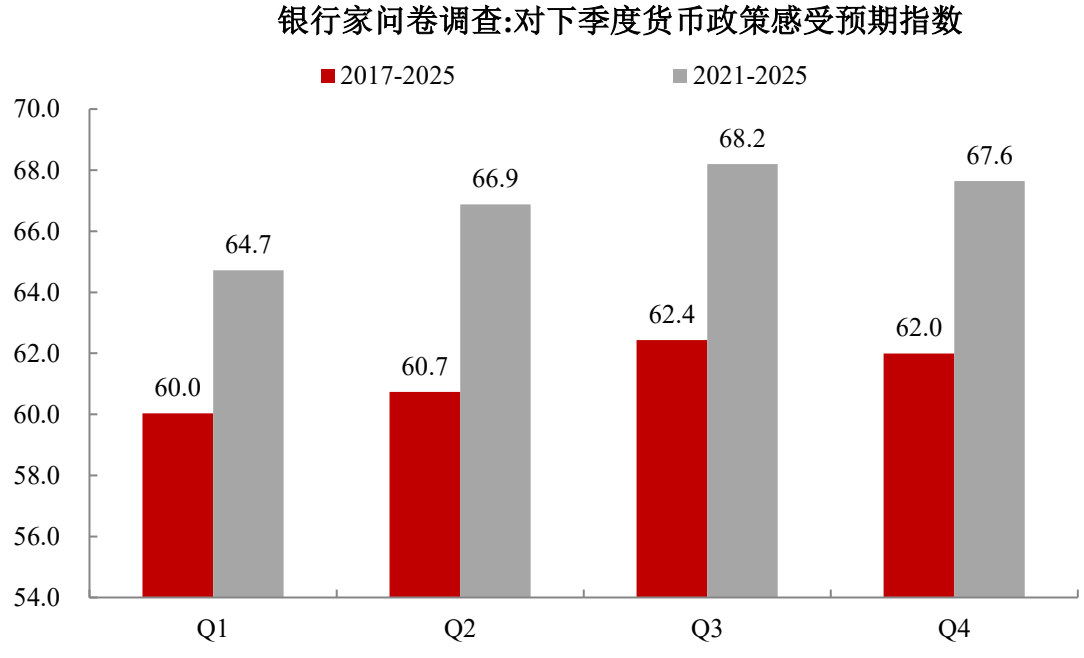
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

为何节后港股向A股传导后分化：三大作用机理

- **作用机理三：外部环境相对稳定下，政策预期是节后的定价核心。**
- 从跨市场联动的定价机制来看，节后A股与港股的相关性高于美股，说明假期后A股的市场联动性更多来自“同资产跨市场传导”。与美股不同，美元指数与A股关联性更强，背后呈现的核心机制在于全球宏观环境变化引致的预期传导，而非直接的“全球风险偏好外溢”影响。
- 从预期定价的时序机制来看，节后进入四季度，市场定价重心从“年内业绩兑现”转向“次年政策部署与信用周期展望”。长假期间积累的消费数据，叠加年末中央经济工作会议等政策预期，共同构成市场预期重新锚定的触发条件。根据中国人民银行调查问卷，市场对于四季度的政策预期往往处于全年峰值水平，这也直接催化了节后市场风险偏好的加速修复。





数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

04

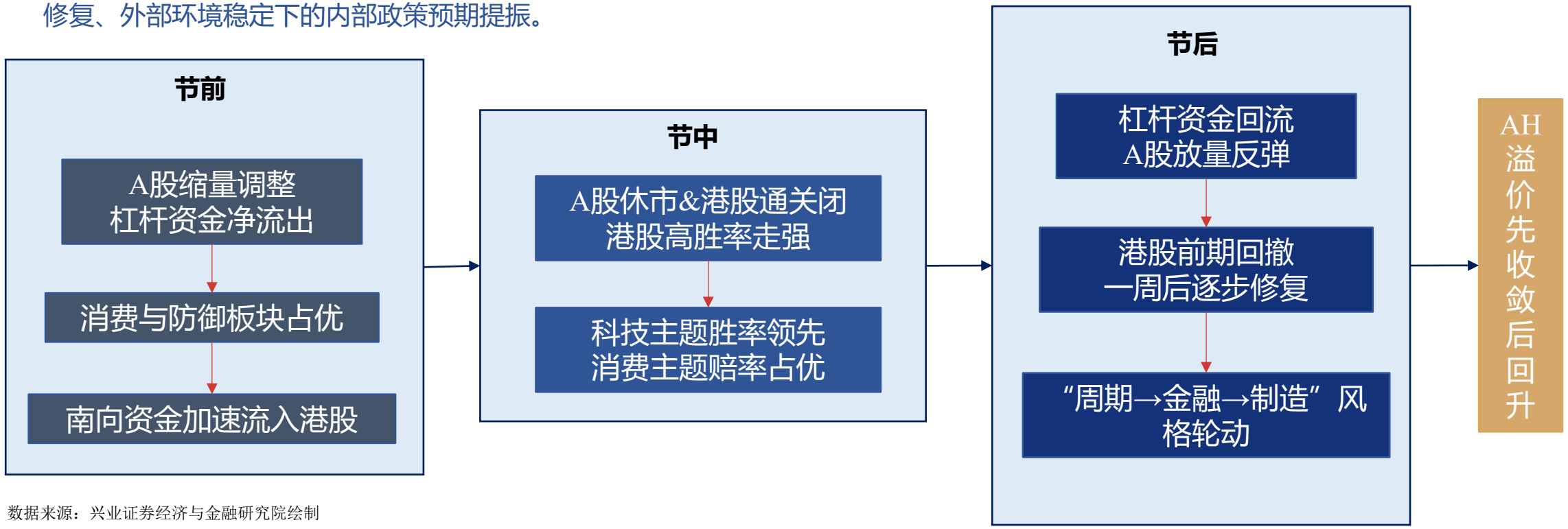
长假规律总结与节后市场展望



仅供内部参考，请勿外传

国庆效应归纳：交易中断下的资金跨期迁徙和AH溢价调整

- **节前：缩量调整，三重约束叠加驱动。**A股节前 10 个交易日多为调整，成交量同步收缩，但节前最后一日大概率修复，消费主题和防御题材相对占优；节前市场调整来源于跨季流动性收紧、杠杆资金主动收缩、机构季末调仓三重冲击的叠加影响。
- **节中：高胜率修复，双重定价信号释放。**A股休市、港股通关闭期间，恒指上涨概率达80%以上，预期收益率领先全球其他股指；市场风格层面，科技成长胜率领先，但消费主题赔率占优；节中港股走强源自于南向资金节前卡位和内部定价影响力的双重催化。
- **节后：AH溢价回升，三重作用机制传导。**节后A股大概率放量反弹，其中第1个交易日弹性最强，港股则先跌后修复；大中盘相对占优，行业上较大概率做“周期→金融→制造”的轮动接力；背后的作用机理包括节后头寸再平衡与A股流动性回补、假期信息计入后的AH比价修复、外部环境稳定下的内部政策预期提振。



数据来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

仅供内部参考，请勿外传

当然，市场从不是简单的历史重复，而是基于现实环境的条件演化

- 历史复盘提炼出的节前三重机制、以及“港股N型修复—跨市场传导—政策预期主导”的节后链条，本质上是市场在不同约束条件下的行为模板，但每一年驱动因素的强度、节奏和叠加方式都在变化。因此，运用长假效应框架时，核心不是机械套用"节前切防御、节后买弹性"的结论，而是逐层评估当年每个驱动机制的触发条件是否满足、力度是否充分。
- 本质而言，日历本身不含信息，国庆这个时点只是适逢多个宏观状态集中兑现的一个窗口。而对于同一张日历，有些年份有效、有些年份无效、有效年份效应显著，差异的根源是来自宏观状态，即国庆效应放大当期宏观状态的符号，而不独立于宏观状态存在。

国庆长假规律失效年份：外生环境变化是核心解释

年份	节后窗口表现	触发因素	宏观机制
2008	节后 5 日上证 -12.8%， 万得全A-14.3%， 同期恒指 -16.3%	全球金融危机，节中危机加剧	外生冲击
2016	节后 20日 上证4.1%， 万得全A3.9%， 同期恒指 -5.1%	国内楼市调控→股市资金切换，恒指受“内房利空+美债加息"压制	内外因背离
2018	节后 5 日上证 -7.6%， 万得全A-9.1%， 同期恒指 -2.90%	中美贸易摩擦加剧	外生冲击
2022	节后20日上证1.5%， 万得全A4.1%， 同期恒指 -8.9%	美联储加息、 全球风险资产承压	内外因背离
2023	节后 5 日上证 -0.7% ，万得全A-0.4%， 同期恒指 1.9%	巴以冲突爆发、 欧盟对华电动车反补贴调查	外生冲击
2024	节后 5 日上证 -1.6% ，万得全A -1.6%， 同期恒指-8.7%	节前政策催化的极致上涨、 严禁信贷资金违规入市	内生透支 +监管

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

如前所述，节后效应强度是由内外宏观条件决定的函数

对于同一张日历，有些年份有效、有些年份无效，差异的根源是来自宏观状态，即国庆效应放大当期宏观状态的符号。

- 在决定方向上：节中离岸市场的定价主导权交予外部政经周期（如美元周期与地缘扰动），其波动直接设定风险偏好的基准；节后A股开盘则转入四季度政策窗口（货币、财政及产业政策的事件驱动），重塑内生预期。
- 在决定幅度上：节前跨季流动性（资金价格与杠杆强度）作为高频可观测变量，决定了避险导致的缩量强度；节后财政支出节奏（发债进度与实物工作量）作为低频滞后变量，决定了行情修复后的资金接力能力。

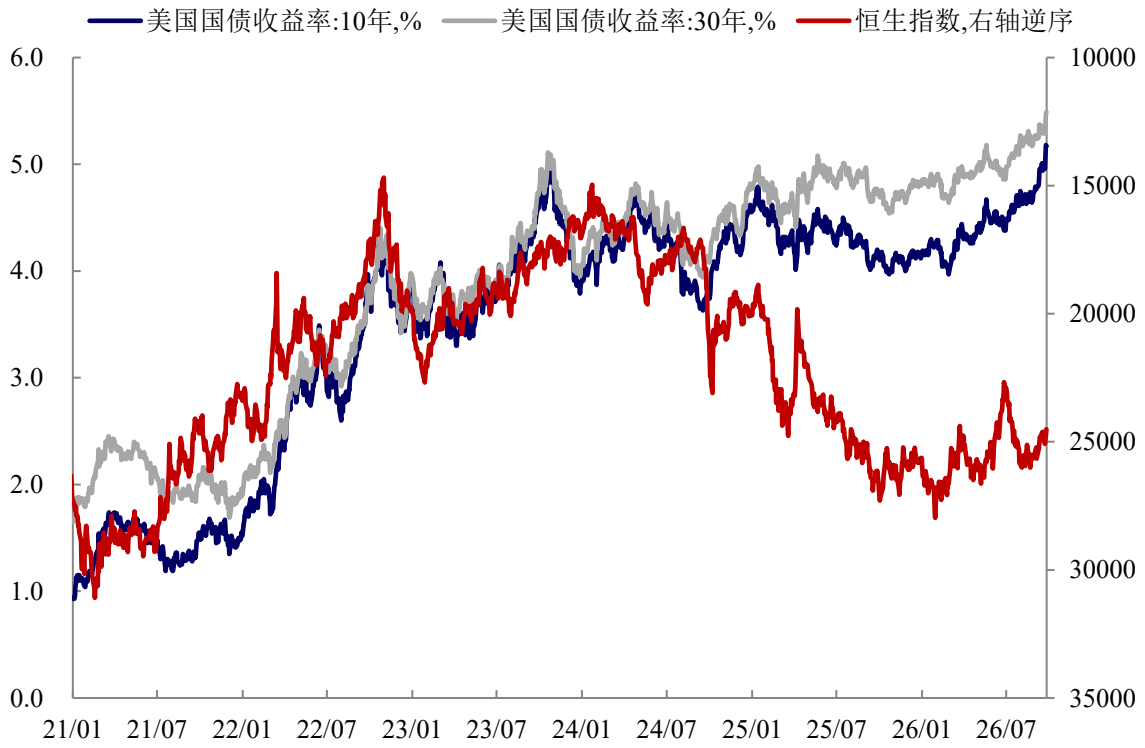
	流动性/分母端	基本面/预期
决定方向	**节中支配性力量** **外部政经周期** 美元周期&地缘扰动等 离岸接近决定性支配，在岸可对冲	**节后决定性因素** **四季度政策窗口** 货币/财政/产业政策 事件驱动，视内部基本面环境变化
决定幅度	**节前前提条件** **跨季流动性** 资金价格、杠杆强度等 高频可观测，决定缩量强度	**节后斜率变量** **财政支出节奏** 发债进度、实物工作量形成 低频滞后变量，决定节后接力能力

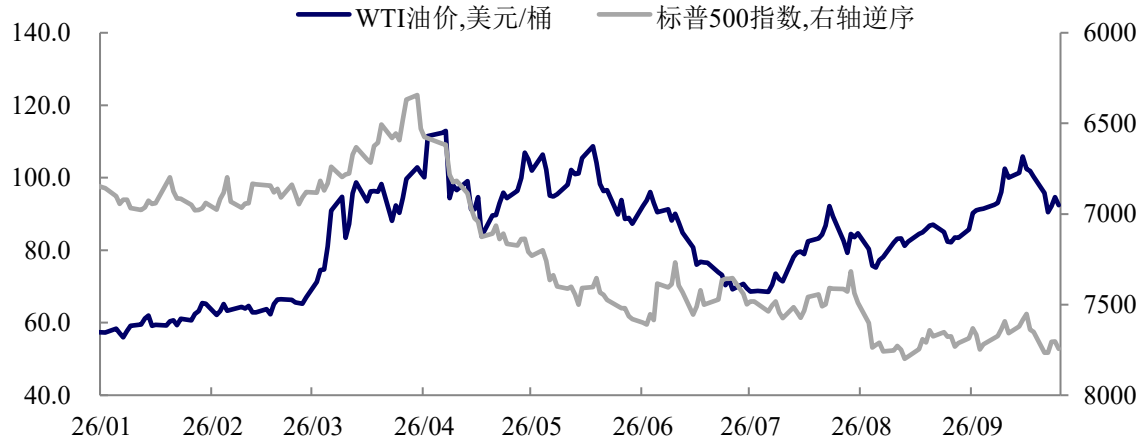
数据来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

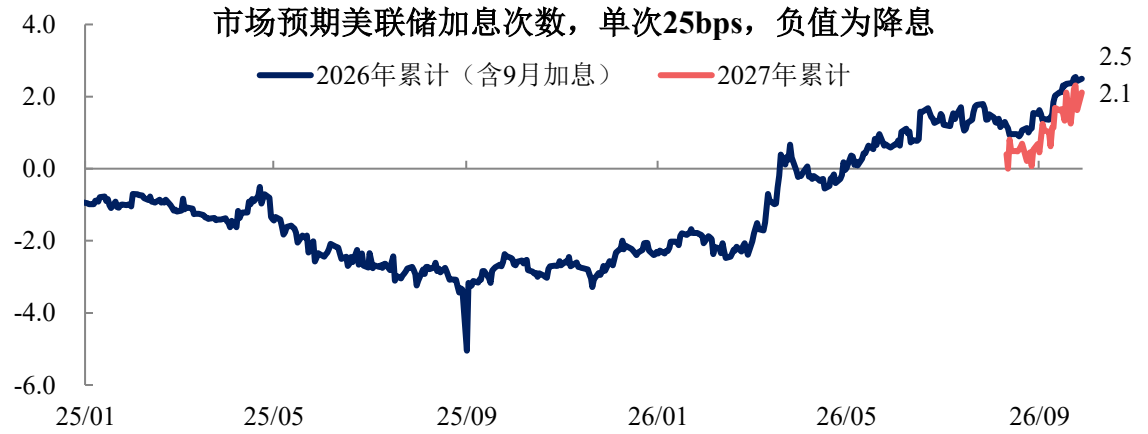
仅供内部参考，请勿外传

展望来看，美元周期和地缘反复对节后修复带来外部逆风

- 从长假效应来看，节中离岸定价受外部政经周期支配，而当前地缘扰动升级与美元流动性危机交织影响，全球避险偏好持续承压，将对港股节中修复斜率形成制约，进而通过跨市场传导削弱A股节后补涨动能。
- 此外，外部不确定性叠加前期避险情绪，导致杠杆与机构资金返场谨慎，节后流动性回补与风险溢价压缩的剧烈程度受限，成长性和高贝塔资产预期差收敛放缓，节后市场可能青睐能够兑现盈利和现金流的企业。







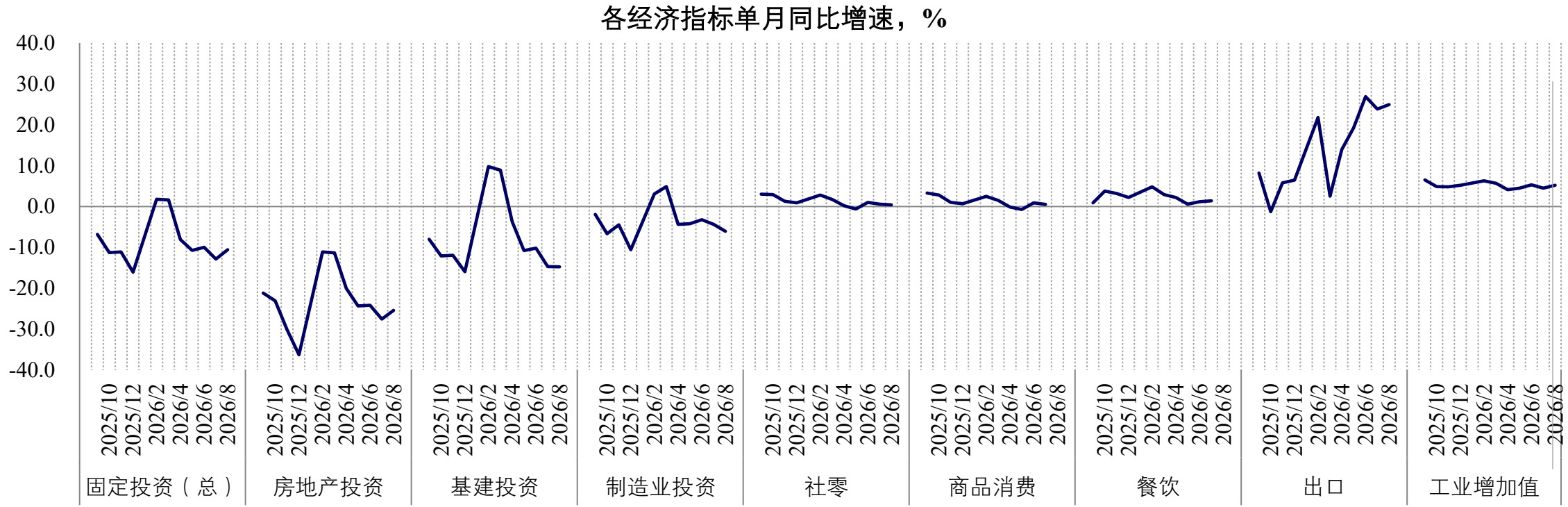
数据来源：wind，BloomBerg，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

内部而言，弱基本面制约修复广度，内部催化依赖政策预期响应

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

- 节后头寸再平衡与流动性回补的力度，取决于资金对经济盈利端和政策端的双重预期，而当前弱基本面表现将一定程度制约节后修复的广度和幅度。2026年8月经济数据显示内需动能持续下行，供需矛盾和结构分化压力进一步放大。
- 但政策加码预期有望对节后修复形成积极催化。节后进入四季度政策部署与信用周期展望的关键窗口，弱基本面反而强化了逆周期调节的出台概率——宽货币、财政发力、产业扶持等工具箱打开，**9月29日一揽子货币财政组合拳已密集落地**。正如前文所言，政策定价往往是节后市场修复的决定性因素，若节中港股已率先对政策预期有所反应，节后A股将沿政策主线展开定价。



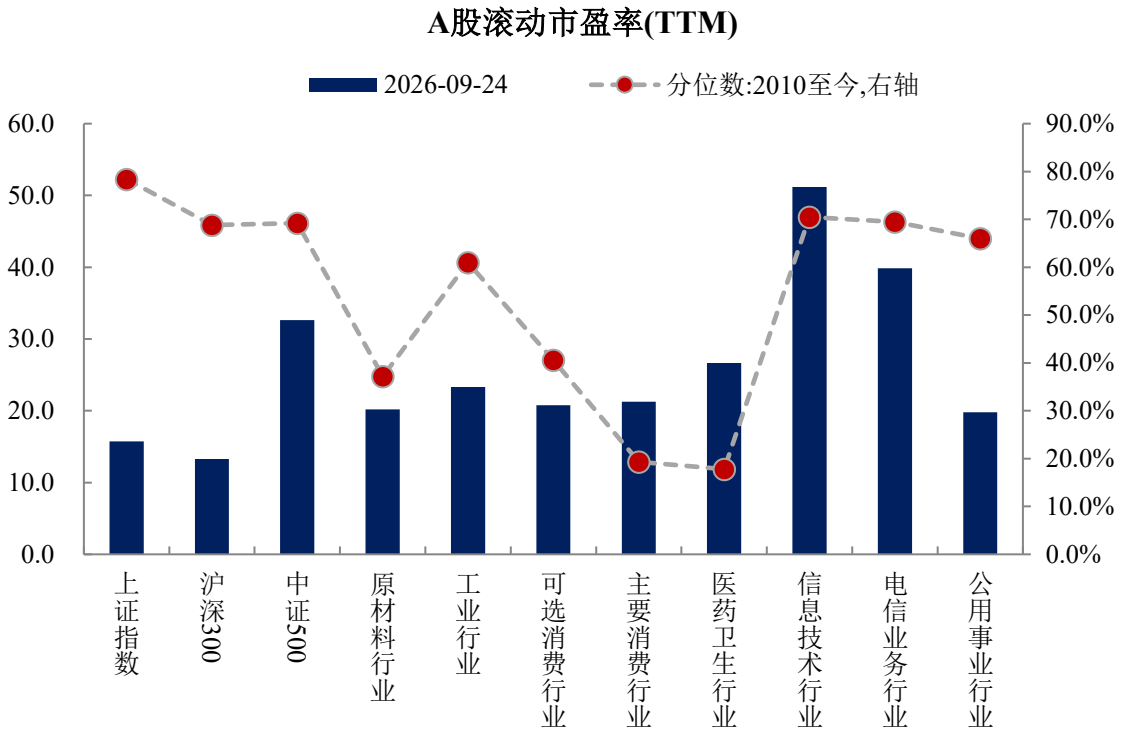
注：1）餐饮、商品消费、工业增加值2023年均为两年复合同比增速；2）工业增加值1-2月均使用累计同比增速计算，商品消费1-2月使用当月同比增速计算。3）此处基建投资为广义口径，包含电力投资。

数据来源：wind，CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

市场而言，前期风险释放暂告段落，节后杠杆与估值有望成企稳项

- 在历经7月全球共振去杠杆后，当前A股融资余额占流动市值比率已由高点的2.83%降至2.55%左右，当前杠杆比率整体企稳，表明风险去化暂告段落，节后资金回补的掣肘减弱。同样在前期回调之后，当前A股估值水平已从高位回落，沪深300滚动市盈率分位数降至70%以下。分母端压力缓解下，分子端盈利也在追赶，2026年H1 全A 盈利同比接近20%增长。
- 结合股债性价比视角来看，当前万得全A的股债利差大约在3.0%左右，处于2011年以来的60%上下分位。在 10 年期国债下行至1.70关口下，股票相对吸引力有所改善。上述三重因素叠加下，节后修复过程中，前期杠杆与估值的拖累较大概率由拖累转为企稳项。







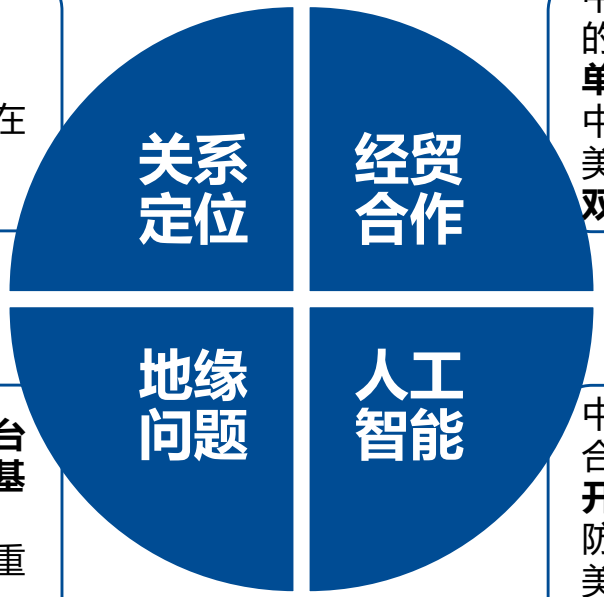
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

潜在积极信号，中国式外交有望为人民币资产修复提供外部缓冲

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

- 9月23日至25日，习近平总书记顺利完成对美国事访问。中美元首半年内实现互访，双方就经贸合作、人工智能、全球地缘等问题进行部署安排，进一步推进中美建设性战略稳定关系，为全球资本市场提供了更加稳定的政策预期。
- 中美元首顺利互访和在部分关键议题上达成的共识，有望压缩关税与科技管制尾部风险，弱化美元加息周期和地缘扰动下的外溢冲击，并通过降低“政策不确定性溢价”为节后修复提供外部缓冲。**但相对而言，在美元周期与地缘反复未消背景下，中国式外交更多降低外部逆风斜率，而非替代国内基本面与政策催化决定修复广度。**



中美建设性战略稳定关系：
合作为主、竞争有度、分歧可控、和平可期；
在务实合作中互利共赢，在良性竞争中彼此成就，在求同存异中妥处分歧，在累积互信中构筑和平。

中方：双方经贸团队举行新一轮磋商，达成了一份新的联合安排；中美经贸关系的稳定既需要**拉长合作清单，也需要压缩问题清单；**坚持互利共赢导向，推动中美经贸关系持续稳定向好发展。
美方：两国经贸团队举行新一轮磋商取得新的成果，**双方要继续对话，达成更好的协议。**

希望美方坚持反对“台独”的正确立场，慎重处理台湾问题，为中美战略合作和两国关系发展奠定坚实基础。
两国元首还就中东局势、乌克兰危机、朝鲜半岛等重大国际和地区问题交换了意见。

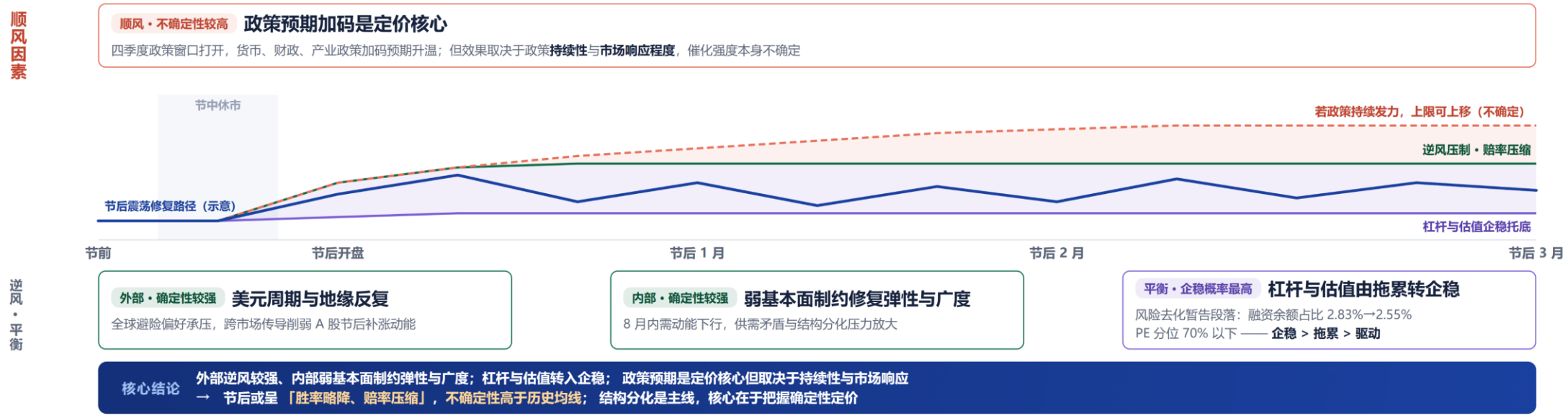
中方：中美都是人工智能大国，双方有竞争，更可以合作，**应该各展所长而不是相互设防。**双方可以**继续开展人工智能对话**，就其风险和收益进行交流，共同防范人工智能被滥用恶用。
美方：人工智能关乎人类未来，**美中应就此保持对话，加强合作。**

数据来源：中国外交部，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

综合展望，外生扰动压缩节后赔率，核心把握结构分化和确定性定价逻辑

- 综合四大宏观条件分析结果，节后资产修复面临的核心矛盾是：外部政经周期带来较强逆风，内部弱基本面制约修复弹性和广度；前期风险去化暂告段落，节后杠杆与估值有望由拖累转为企稳；中国式外交推进有望带来一定外部缓冲，但四季度资产定价核心在于政策预期，这取决于后续政策持续性和市场响应程度。**整体而言，节后市场修复的不确定性强于历史均线，整体或呈现“胜率略降、赔率压缩”走势。**
- 进一步对市场展望而言，在当前经济结构分化、供需矛盾突出、外部扰动加剧的宏观背景下，市场围绕短期总量数据做交易已趋于脱敏，结构分化或是后续市场主线，**资产定价更应关注结构性机遇和中长期逻辑主线，而核心在于把握确定性定价逻辑**，包括宏观上全球信用体系和供应链体系重构下的人民币升值机遇和中国资产确定性，以及结构上产业趋势明确、盈利加速修复和基本面需求景气旺盛的相关科技、外需板块机遇，包括AI产业链传导、高端制造价值链升级、全球新能源基建需求、煤化工全球缺口替代等Alpha机遇。（详见《20260915-政策关注存量提速，资产关注确定性定价》）。



数据来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

仅供内部参考，请勿外传

风险提示 RISKS

- **全球地缘形势超预期变化：**中东局势与霍尔木兹海峡若恶化，将推升油价并传导至核心通胀、压制风险偏好；长假含 7 个海外交易日，此类冲击无法事前对冲；
- **国内外经济政策不确定性：**国内降准降息时点、财政支出能否在四季度形成实物工作量均待确认；海外美联储本轮加息性质尚存分歧，定性不同则分母端影响相反；
- **历史规律失效风险：**节后胜率、赔率和期望收益率系多年统计口径，不代表单一年份；学习效应削弱可交易性，结论可能对窗口与分位口径敏感。

仅供内部参考，请勿外传

联系我们 CONTACT US

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

最新研报

调研地图

“兴证研究”小程序

线上会议

热门合集

电脑端请访问 http://research.xyzq.cn/

扫描上方二维码进入“兴证研究”小程序，查看更多报告及活动

上 海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

北 京

地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

深 圳

地址：深圳福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

评级说明 RATING DEFINITIONS

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

仅供内部参考，请勿外传

免责声明 DISCLAIMER

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录www.xyzq.com.cn内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

仅供内部参考，请勿外传

兴业证券
INDUSTRIAL SECURITIES

THANKS

研究发现价值 研究创造价值

