仅供内部参考，请勿外传

第四季度市场重心倾向中下游

——2026 年第四季度 A 股策略

分析师： 仇华
证书编号： S0500519120001
Tel： (8621) 50295323
Email： qh3062@xcsc.com
地址： 上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

核心要点：

❑ 2026 年第四季度海外流动性收紧而国内货币政策坚持适度宽松

我们预判 2026 年第四季度宏观短周期逐步进入顶部区域；国际方面，主要关注美联储 9 月加息后，全球流动性收紧的影响。

国际方面，美、欧、日三大主流经济体于 9 月同步加息：欧洲央行 9 月 16 日加息 25BP，欧元区存款机制利率上调至 2.50%；美联储 9 月 17 日加息 25BP，联邦基金利率区间升至 3.75%－4.00%；日本央行 9 月 24 日加息 25BP，政策利率由 1.00%上调至 1.25%。随着全球货币政策边际收紧，市场整体流动性将趋向收缩，推动全球资产借贷成本趋势上行。国内方面，第四季度宏观政策的主要特征是坚持适度宽松的货币政策与房地产托底。

❑ 2026 年前三季度 A 股指数总体呈现窄幅震荡

A 股指数 2026 年前三季度总体呈现窄幅震荡态势，主要原因有：一是国内经济 K 型分化，AI 相关的人工智能领域持续保持较高景气度，而传统的投资、消费领域，相对疲弱；二是国际地缘冲突持续，除俄乌冲突持续外，中东地区冲突也迟迟没有落幕，导致国际油价持续高位运行；三是我国经济整体运行稳健，经济增速维持在两会确定的全年 GDP 增长目标范围内。

从湘财策略三维度模型视角，我们预判 2026 年第四季度多数时间保持“宏↑市↓基↑”格局。

❑ 库存周期维度，指引高景气行业方向

梳理 6、7、8 月营收增速边际变化持续向好的有 14 个二级行业，8 月都处于主动补库阶段。该 14 个行业主要以上中游行业为主，其中上游行业有：金属新材料、能源金属、小金属、农化制品、煤炭开采、化学制品；中游行业有：半导体、其他电子II、电子化学品II、电池、电网设备、环保设备II、计算机设备；唯一的下游行业是调味发酵品II。其中，中游行业主要集中于半导体、电池电网相关领域，并不包含传统的通用设备、专用设备等方向。

我们进一步细化对 8 月数据显示目前处于高景气度状况的二级行业行业，结合宏观短周期处于顶部的判断，以及行业受海外加息影响较小等因素，我们着重分析了电网设备和调味发酵品II两个行业。

❑ 投资建议

2026 年是“十五五”开局年份，我国继续维持积极财政政策和适度宽松的货币政策，为 2026 年国内经济稳健运行、A 股市场保持“慢牛”态势提供重要支撑。

国际方面，美联储完成 9 月加息后，其 10 月继续加息依然是高概率事件，将推动全球流动性趋向收紧；国内方面，我国重申保持适度宽松的货币政策，且推进拖累经济增速的房地产领域相关政策的加速落地。综合判断，我国经济发展稳健，2026 年顺利完成两会增长目标难度不大，而目前地产下行、居民消费意愿偏弱、固定资产投资持续负增长，内需修复力度弱于外需等状况，

仅供内部参考，请勿外传

短期难以全面扭转。

我们预期 2026 年第四季度三维度模型多数时间将保持“强弱强”格局，由于宏观短周期有见顶迹象，未来投资重心将向中、下游倾斜，我们建议：继续关注红利相关防守板块；库存周期处于主动补库阶段的电网设备和调味发酵品Ⅱ；而基本面维持高景气的 AI 赛道，需等待充分调整、内部分化之后，择优布局。

❑ 风险提示

国际方面：从长周期视角判断，中美战略竞争仍将持续；地缘冲突方面，俄乌战争、中东局势对全球能源与供应链的影响不确定性较大。美联储、日本央行、欧洲央行同步加息后，全球资本市场流动性收紧，国际资金回流发达经济体，可能导致依赖国际资金支撑的新兴经济体出现债务或汇率危机。

国内方面：中美在贸易领域冲突暂缓，但存在受其他因素影响而中断的风险；房地产领域投资进一步下滑，将继续拖累固定资产投资增速；宏观杠杆率已连续 5 个季度突破 300%，制约了短期政策持续宽松的空间。

产业方面：中美在人工智能领域的竞争进一步深化，美方可能持续升级对华芯片、算力基础设施及高端制造领域的出口管制，影响国内 AI 产业链自主可控进程；同时，AI 算力需求爆发对电力供应形成压力，若电网建设进度不及预期，可能制约数据中心等新兴产业落地节奏。

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

前言 2
1 2026 年第四季度国内外宏观环境展望 3
1.1 2026 年第四季度全球流动性收紧趋势渐成 3
1.2 2026 年第四季度国内宏观环境展望 4
2 2026 年第四季度 A 股市场投资机会分析 7
2.1 对 2026 年前三季度行情的回顾 7
2.2 对 2026 年第四季度行情展望 9
3 基本面的库存周期分析 12
3.1 库存周期状况 12
3.2 库存周期良好的二级行业细化 16
4 投资建议 19
5 风险提示 19

图表目录

图 1 湘财策略三维度框架（2026 年 9 月） 2
图 2 美国 10 年期国债收益率和有效联邦基金率状况（截至：2026 年 9 月 22 日） 3
图 3 美联储官员联邦基金利率预期点阵对比（截至：2026 年 9 月 22 日） 4
图 4 申万 31 个一级行业 2026 年以来累计涨跌幅状况（截至：2026 年 09 月 24 日） 7
图 5 近期上证指数运行状态（截至：2026 年 9 月 24 日） 9
图 6 我国宏观短周期状况（截至：2026 年 8 月） 10
图 7 中美宏观短周期以及上证指数对比（截至：2026 年 8 月） 11
图 8 我国工业企业利润同比状况（截至：2026 年 7 月） 12
图 9 库存周期与宏观短周期的关系示意图 13
图 10 电网设备行业库存周期位置图（截至：2026 年 8 月） 17
图 11 调味发酵品Ⅱ行业库存周期位置图（截至：2026 年 8 月） 18

表 1 关于 8、9 月份房地产行业政策的不完全梳理（截至：2026 年 9 月 26 日） 5
表 2 A 股重要指数 2026 年以来涨跌幅状况（截至：2026 年 09 月 24 日） 7
表 3 申万 124 个二级行业 2026 年以来累计涨跌幅前 10 和后 10 行业（扣除：林业II(申万)） 8
表 4 申万 259 个三级行业 2026 年以来累计涨跌幅前 10 和后 10 行业（扣除 16 个无数据行业） 8
表 5 三维度模型不同阶段对应的市场特征归纳 9
表 6 FedWatch 换算后续美联储调整联邦基金目标利率的概率（截至：2026 年 9 月 24 日） 11
表 7 申万二级行业 7 月份库存周期位置状况 14
表 8 申万二级行业所处周期位置近期变化状况（5、6、7 月份） 14
表 9 申万二级行业库存周期位置从 7 月向 8 月的迁移矩阵 15
表 10 连续 3 个月（6-7-8 月）营收增速持续向好的 14 个二级行业（单位：%） 15


人在草木间

仅供内部参考，请勿外传

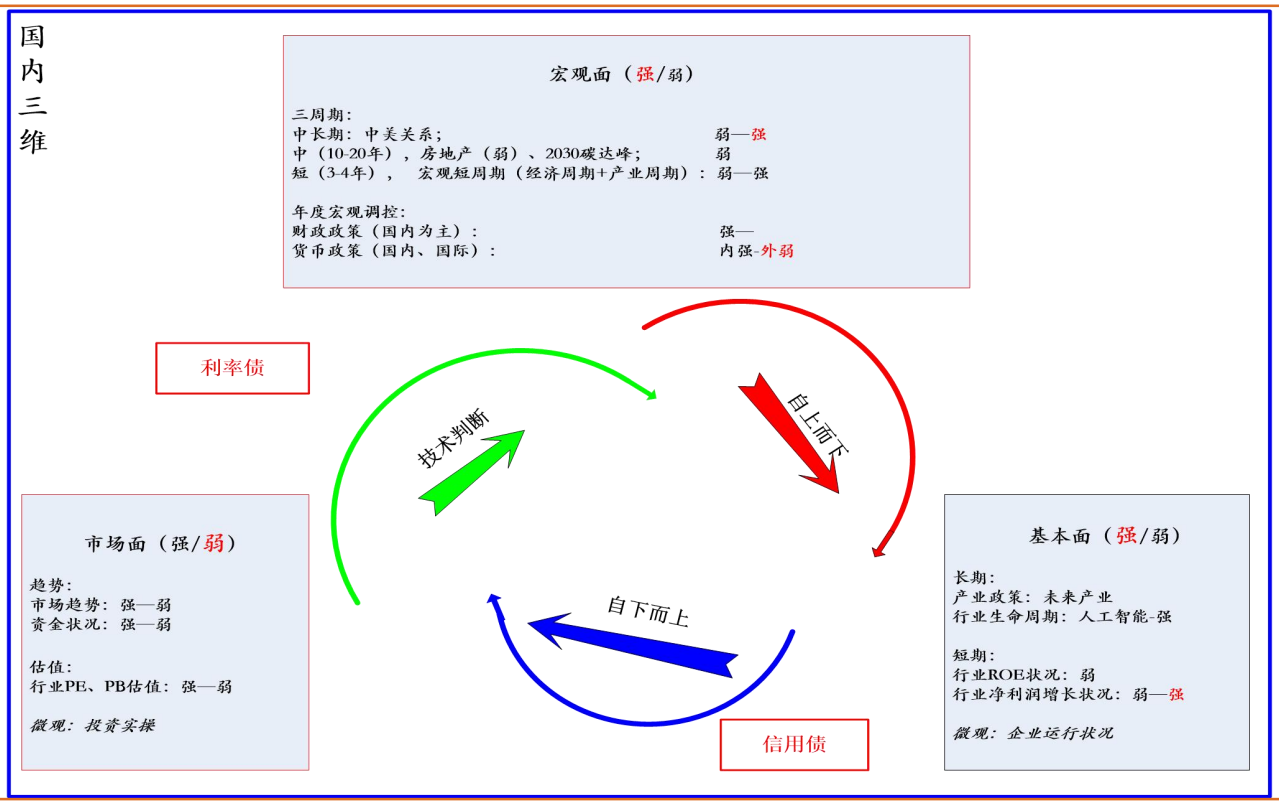
前言

我们的策略研究，总体是在湘财策略三维度框架下进行的。

湘财策略三维度框架借鉴了中国传统周期理论，将影响市场的各种因素分为宏观面、市场面、基本面三类，通过归纳三类因素的共性特征，结合资本市场的周期性规律，推演市场投资方向。宏观面，除分析国际、国内宏观因素外，还综合 PMI、PPI 与 CPI 剪刀差、10 年期国债收益率指标，构建宏观短周期综合指数；市场面，主要结合 A 股市场走势，分析直接影响市场的资金流动、估值等因素；基本面，除分析产业生命周期外，也参考工业企业利润等反应经济基本状况的指标。

此次撰写 2026 年第四季度策略报告，依然遵循三维度框架的研究脉络。

图 1 湘财策略三维度框架（2026 年 9 月）



资料来源：三维度模型框架参见《20221226 湘财证券-2023 年度 A 股策略：等待短周期拐点，看大安全、疫后恢复与产业升级》深度报告、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

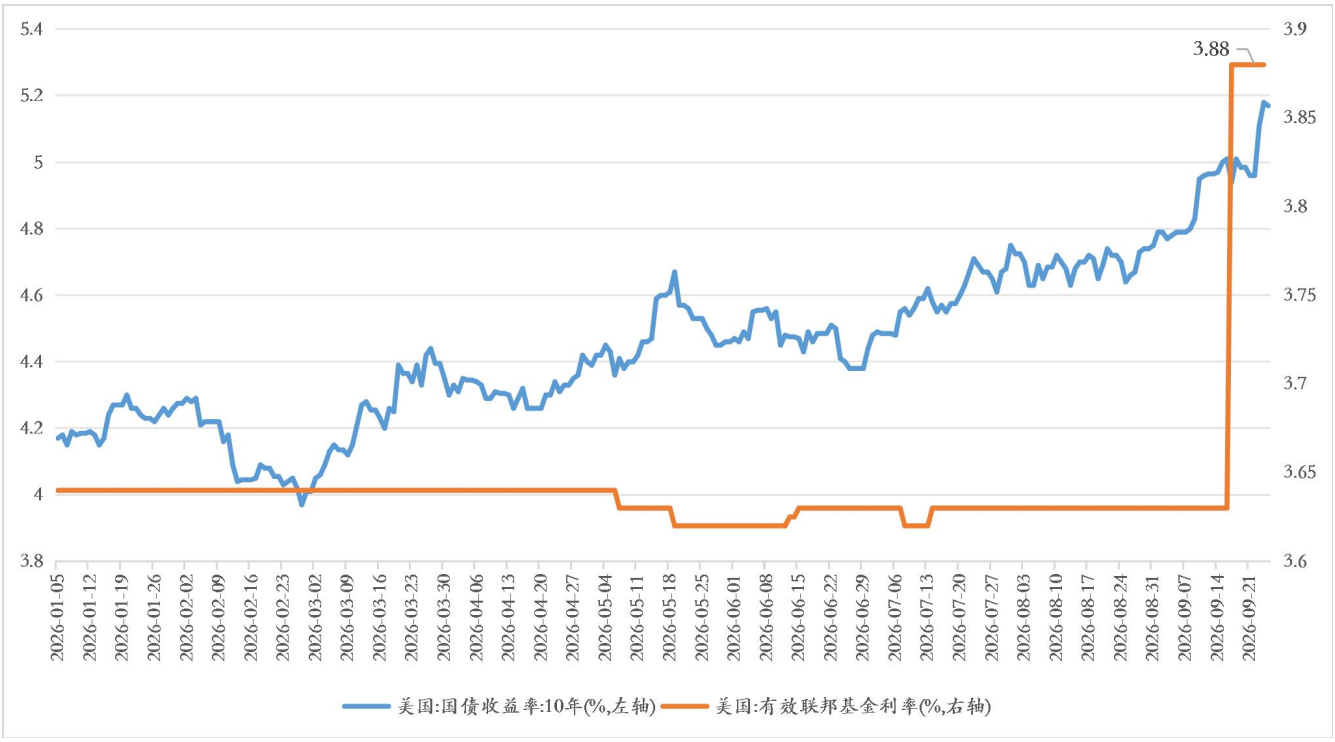
1 2026 年第四季度国内外宏观环境展望

我们预判 2026 年第四季度宏观短周期逐步进入顶部区域；国际方面，主要关注美联储 9 月加息后，全球流动性收紧的影响。

1.1 2026 年第四季度全球流动性收紧趋势渐成

国际方面，四季度最明显的特征是流动总收紧。美联储重启加息，紧缩信号明确。9 月 16 日美联储 12 票一致通过加息 25 个基点，9 月 17 日完成 2023 年 7 月以来首次加息；美国有效联邦基金利率也随之由 3.63%升至 3.88%，10 年期美国国债收益率也维持在 5%附近。

图 2 美国 10 年期国债收益率和有效联邦基金率状况（截至：2026 年 9 月 25 日）

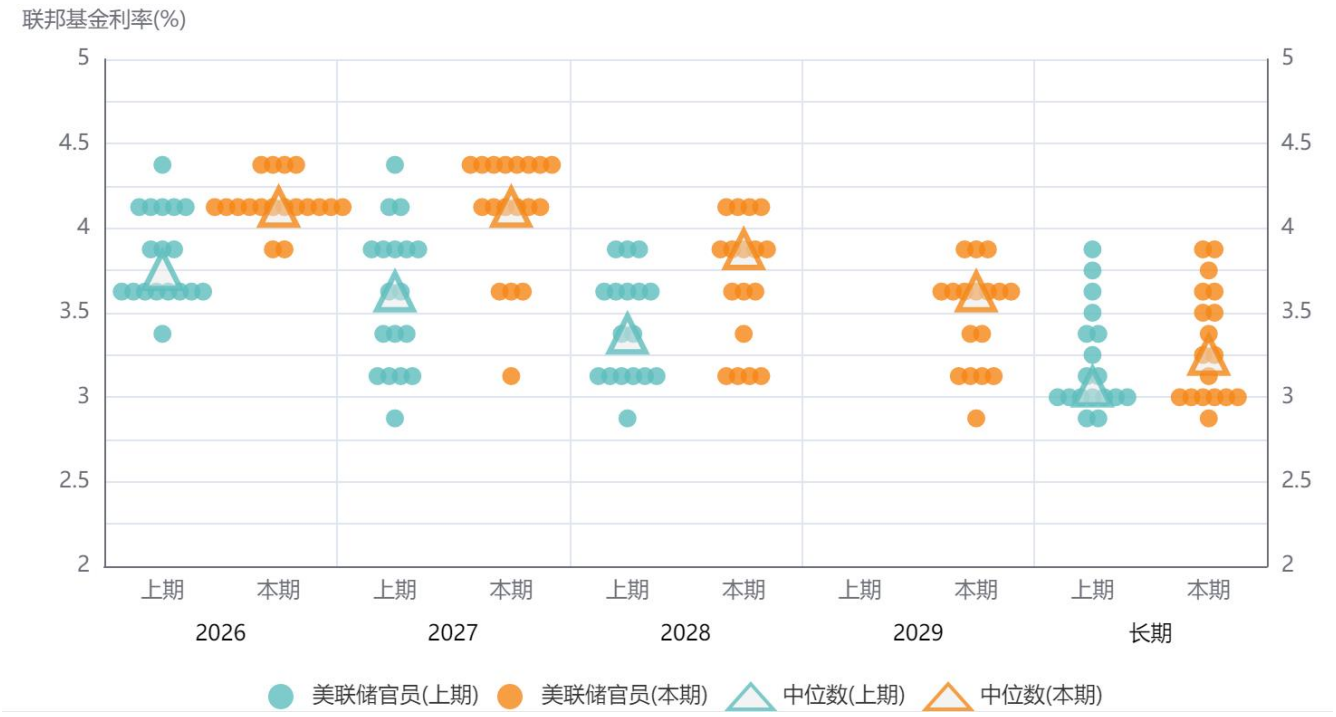


资料来源：Wind、湘财证券研究所

点阵图方面，2026 年末利率预测中值由 6 月的 3.8%上调至 4.1%，18 位提交预测的官员中有 16 位认为年内还应加息，其中 12 位预计再加 25 个基点、4 位预计加 50 个基点，无人预计年内降息，2026 年与 2027 年末政策利率预测中值均为 4.1%。

仅供内部参考，请勿外传

图 3 美联储官员联邦基金利率预期点阵对比（截至：2026 年 9 月 22 日）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

沃什在美联储议息会议后的发布会指出，当前整体金融条件尚不具备限制性，9 月加息本质是撤除一部分宽松，而非立刻进入紧缩区间。这标志美联储政策重心从前期防御性的防范通胀扩散，转向主动收紧、推动金融条件进入限制性区间以压制通胀。沃什的表态支撑了点阵利率路径上修，同时推升美联储后续加息概率，意味着终端利率存在进一步上行空间，高利率持续时间或将拉长。

综合来看，美、欧、日三大主流经济体于 9 月同步加息：欧洲央行 9 月 16 日加息 25BP，欧元区存款机制利率上调至 2.50%；美联储 9 月 17 日加息 25BP，联邦基金利率区间升至 3.75%－4.00%；日本央行 9 月 24 日加息 25BP，政策利率由 1.00%上调至 1.25%。随着全球货币政策边际收紧，市场整体流动性将趋向收缩，推动全球资产借贷成本趋势上行。

1.2 2026 年第四季度国内宏观环境展望

国内方面，第四季度宏观政策的主要特征是坚持适度宽松的货币政策与房地产托底。

在继续维持适度宽松的货币政策方面，中国人民银行货币政策委员会近日召开 2026 年第三季度例会，于 9 月 24 日发布消息：要继续实施适度宽松的货币政策，加大逆周期调节力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双

仅供内部参考，请勿外传

重功能，加强货币财政政策协同配合，促进经济稳定增长和物价合理回升。会议还提出，规范信贷市场经营行为，降低融资中间费用，促进社会综合融资成本低位运行。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率。坚持市场在汇率形成中的决定性作用，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，同时防范市场“羊群效应”和非理性预期的自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

在房地产领域，国内 8、9 月推出一揽子长效改革政策。8 月底多部门联合出台商品房销售制度与房地产信贷新规，推动新房优先现房销售、预售项目需主体封顶；实施开发贷主办银行制，按揭贷款最长年限，预售新房按揭延后至竣工备案后发放。同时依托保障房再贷款、城中村改造盘活存量；各地因城施策下调首付、优化公积金、发放购房补贴，托底刚需及改善住房需求。与海外主要经济体同步收紧的环境不同，国内坚持适度宽松货币政策，持续完善房地产发展新模式。

表 1 关于 8、9 月份房地产行业政策的不完全梳理（截至：2026 年 9 月 26 日）

序号	发布时间	发布部门	政策文件/事项	核心内容	影响与要点
1	2026 年 8 月 28 日	住建部、自然资源部、金融监管总局	《关于完善商品住房销售制度的通知》	①新出让土地、未取得工程规划许可证项目优先现房销售；已拿规划证项目鼓励现房销售； ②预售项目必须主体结构封顶方可申领预售证； ③所有购房资金全额进入预售资金监管账户，按工程节点拨付； ④配套建立"交房即交证"机制。	从源头降低交付风险，预售制渐进转型，推动房地产新模式落地。
2	2026 年 8 月 28 日	中国人民银行、金融监管总局	《关于改革完善房地产信贷管理 推动加快构建房地产发展新模式的意见》	①开发贷实行主办银行制，以项目为核心，单个项目对应一家主办银行，资金封闭管理，从"看房企主体信用"转向"看项目现金流"，民企国企一视同仁； ②开发贷还本原则放在竣工备案之后； ③个人住房贷款最长年限由 30 年上调至 40 年； ④预售新房按揭贷款延后发放，项目竣工备案后放款，实现"拿房之后再还贷"。	重构房地产信贷基础制度，弱化房企主体信用风险，强化项目自偿性；降低居民月供压力，规避烂尾风险。
3	2026 年 8 月 28 日	中国证监会	房企股权与债券融资支持政策	①支持上市房企股权、债券融资，允许存量房企公司债滚动续发； ②支持商业地产 CMBS、不动产 ABS、保障性租赁住房 REITs 发行； ③支持并购融资，推动出险项目重组与风险市场化出清。	拓宽房企融资渠道，盘活存量资产，配合风险出清。
4	2026 年	北京市住	北京楼市优	①非京籍购房社保年限统一降至 1 年；	一线城市放松限购

仅供内部参考，请勿外传

	8、9 月	建委、人行营管部	化政策 + 现房销售实施细则	②提高公积金贷款额度； ③简化房屋赠与购房资格核验； ④9 月 24 日市住建委等四部门印发《本市贯彻落实〈关于完善商品住房销售制度的通知〉的实施意见》：8 月 28 日后新出让地块项目优先现房销售，预售须主体结构封顶并出具五方《主体结构分部工程验收记录》，预售资金全额全过程监管至联合验收后解监。	门槛，同步跟进中央销售制度改革。
5	2026 年 8 月 25 日	成都市住建局、公积金中心	"成都楼市十条"新政	①至 2026 年底，新建商品房公积金最低首付 15%； ②公积金贷款给予一年利息补贴（最高 2.5 万元）； ③绿色建筑一星房源公积金额度上浮 20%； ④支持拆旧建新、存量房源盘活、发放购房补贴。	强二线城市通过贴息+补贴+绿建激励组合拳去库存。

资料来源：住建部、央行、证监会、北京市住建委、成都市住建局官网、湘财证券研究所

综合而言，国内四季度宏观政策主线为：坚持适度宽松货币+地产制度改革托底。央行三季度货政例会明确延续适度宽松货币政策，加大逆周期调节，推动社会综合融资成本维持低位，稳定人民币汇率预期；地产端 8-9 月落地一揽子长效改革，重塑商品房预售、房地产信贷规则，叠加保障房再贷款、城中村改造及地方因城施策需求刺激，构建房地产发展新模式。在美欧日 9 月集中加息、全球流动性收紧的外部环境下，国内货币政策保持独立性，内外宏观周期形成明显分化。

一方面，国内流动性维持宽松，与海外紧缩周期错位，有利于 A 股整体估值修复，重点把握利率下行、融资成本降低带来的权益资产估值红利；汇率政策维稳，降低外资大幅波动冲击风险。

另一方面，地产链方向的政策以长效制度改革为主，并非强刺激，优先关注存量盘活、保交楼、城中村改造、保障性住房相关板块（建筑、建材、家居）；房企层面，优选现金流稳健、项目质量优质的国企开发商，谨慎博弈出险民企。

投机机会方面，货币结构性工具发力，资金向实体重点领域倾斜，除地产链外，持续关注受益于低融资成本的高成长制造业、红利资产。

仅供内部参考，请勿外传

2 2026 年第四季度 A 股市场投资机会分析

2.1 对 2026 年前三季度行情的回顾

据 Wind 数据，截至 2026 年 9 月 24 日，我们关注的 6 个主要指数，除科创综指累计涨幅 17.24%外，其他 5 个均处于窄幅震荡状态：上证指数下跌 2.03%、深证成指下跌 1.54%，创业板指上涨 2.68%、沪深 300 下跌 4.12%、万得全 A 下跌 0.94%。

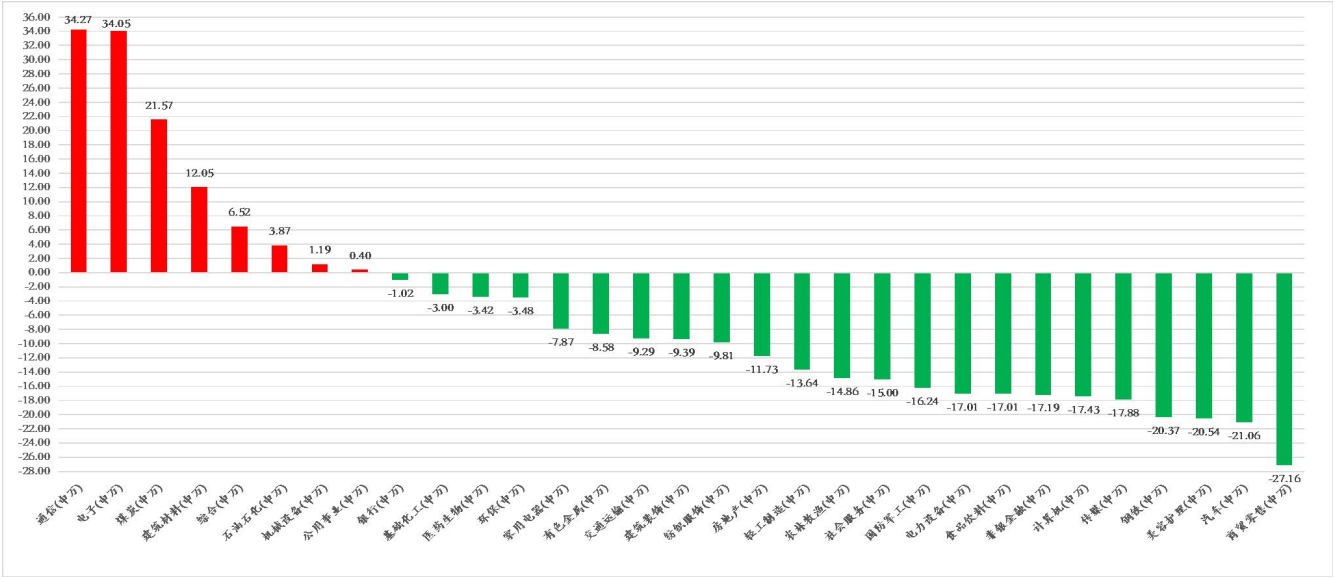
表 2 A 股重要指数 2026 年以来涨跌幅状况（截至：2026 年 09 月 24 日）

代码	名称	2026 年累计（%）
000001.SH	上证指数	-2.03
399001.SZ	深证成指	-1.54
399006.SZ	创业板指	2.68
000300.SH	沪深 300	-4.12
000680.SH	科创综指	17.24
881001.WI	万得全 A	-0.94

资料来源：Wind、湘财证券研究所

A 股指数 2026 年前三季度总体呈现窄幅震荡态势，主要原因有：一是国内经济 K 型分化，AI 相关的人工智能领域持续保持较高景气度，而传统的投资、消费领域，相对疲弱；二是国际地缘冲突持续，除俄乌冲突持续外，中东地区冲突也迟迟没有落幕，导致国际油价持续高位运行；三是我国经济整体运行稳健，经济增速维持在两会确定的全年 GDP 增长目标范围内。

图 4 申万 31 个一级行业 2026 年以来累计涨跌幅状况（截至：2026 年 09 月 24 日）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

就 31 个申万一级行业的涨跌幅状况来看，2026 年以来总体表现跌多涨少，通信、电子等 AI 相关领域累计涨幅居前，而商贸零售、汽车等传统消费领域跌幅居前。

表 3 申万 124 个二级行业 2026 年以来累计涨跌幅前 10 和后 10 行业（扣除：林业II(申万)）

涨跌幅排名序号	2026 年以来涨跌幅前 10 行业和具体涨幅(%)		2026 年以来涨跌幅后 10 行业和具体涨幅（%）	
	名称	周涨跌幅(%)	名称	年涨跌幅(%)
1	玻璃玻纤(申万)	81.59	航空机场(申万)	-35.12
2	元件(申万)	71.01	航天装备Ⅱ(申万)	-34.88
3	电子化学品Ⅱ(申万)	60.21	能源金属(申万)	-32.97
4	通信设备(申万)	43.68	电机Ⅱ(申万)	-32.22
5	半导体(申万)	41.82	商用车(申万)	-32.18
6	非金属材料Ⅱ(申万)	38.58	乘用车(申万)	-29.04
7	医疗服务(申万)	37.39	光伏设备(申万)	-28.02
8	照明设备Ⅱ(申万)	25.19	一般零售(申万)	-27.70
9	煤炭开采(申万)	24.45	酒店餐饮(申万)	-26.03
10	航运港口(申万)	18.45	专业连锁Ⅱ(申万)	-24.86

资料来源：Wind、湘财证券研究所

就 2026 年前三季度申万二级行业、三级行业的涨跌幅状况来看，累计涨幅居前的行业与一级行业总体保持一致，也是通信、电子等 AI 相关领域累计涨幅居前，而跌幅居前行业则有所分化。

表 4 申万 259 个三级行业 2026 年以来累计涨跌幅前 10 和后 10 行业（扣除 16 个无数据行业）

涨跌幅排名序号	2026 年以来涨跌幅前 10 行业和具体涨幅(%)		2026 年以来涨跌幅后 10 行业和具体涨幅（%）	
	名称	周涨跌幅(%)	名称	年涨跌幅(%)
1	通信线缆及配套(申万)	123.70	航空运输(申万)	-37.63
2	玻纤制造(申万)	112.56	综合乘用车(申万)	-37.45
3	被动元件(申万)	109.61	商用载货车(申万)	-37.12
4	半导体设备(申万)	88.54	旅游综合(申万)	-35.75
5	半导体材料(申万)	76.78	航天装备Ⅲ(申万)	-34.88
6	分立器件(申万)	73.94	印刷(申万)	-33.83
7	印制电路板(申万)	63.40	光伏电池组件(申万)	-32.60
8	激光设备(申万)	62.17	电机Ⅲ(申万)	-32.22
9	电子化学品Ⅲ(申万)	60.21	超市(申万)	-30.51
10	医疗研发外包(申万)	58.33	产业地产(申万)	-29.80

资料来源：Wind、湘财证券研究所

以上证指数为例，从我们跟踪市场的动量模型结论来看（具体动量模型详见：《20260514 湘财证券-策略研究-动量模型_强者恒强》）：2026 年上证指数，适合交易的时间主要在 1、2 月、4、5 月和 8 月初，其他时间均属于不可交易阶段。

仅供内部参考，请勿外传

图 5　近期上证指数运行状态（截至：2026 年 9 月 24 日）



资料来源：通达信、湘财证券研究所

2.2 对 2026 年第四季度行情展望

从湘财策略三维度模型视角，我们预判 2026 年第四季度多数时间保持“宏↑市↓基↑”格局。

表 5 三维度模型不同阶段对应的市场特征归纳

三维度状态	市场意义	应对原则	传统配置方向	风险控制	备注
宏↑市↑基↑	黄金共振大牛市	重仓配置 全面进攻	顺周期行业、高景气赛道、 核心资产	适度分散，长期持有， 放大收益	
宏↑市↑基↓	政策流动性牛市	中高仓位 政策主题	政策支持行业、金融地产、 题材主线	紧盯流动性拐点， 防范政策退出风险	
宏↑市↓基↑	盈利防御慢牛	中仓位 坚守价值	消费、医药、 低估值蓝筹	聚焦盈利确定性， 规避高波动题材	不稳定
宏↑市↓基↓	政策托底磨底市	低仓位 谨慎布局	防御型蓝筹、高股息标的， 轻仓试错	严控仓位，分批布局， 不盲目抄底	
宏↓市↑基↑	成长独立赛道牛	中仓位 聚焦赛道	高景气成长赛道、 细分行业龙头	规避宏观敏感板块， 聚焦赛道阿尔法	少见
宏↓市↓基↑	盈利独立防御市	中低仓位 聚焦绩优	绩优白马、盈利确定性龙头 、防御性成长	忽略宏观波动， 坚守盈利主线，控制回撤	
宏↓市↑基↓	题材炒作震荡市	中低仓位 快进快出	短期热点题材、 小盘弹性标的	快进快出，严格止损， 不恋战持仓	少见
宏↓市↓基↓	系统性恐慌熊市	空仓防御 现金为王	现金、货币基金、 逆回购	绝对防御，空仓观望， 等待市场拐点信号	

资料来源：三维度模型框架参见《20221226 湘财证券-2023 年度 A 股策略：等待短周期拐点，看大安全、疫后恢复与产业升级》深度报告、湘财证券研究所

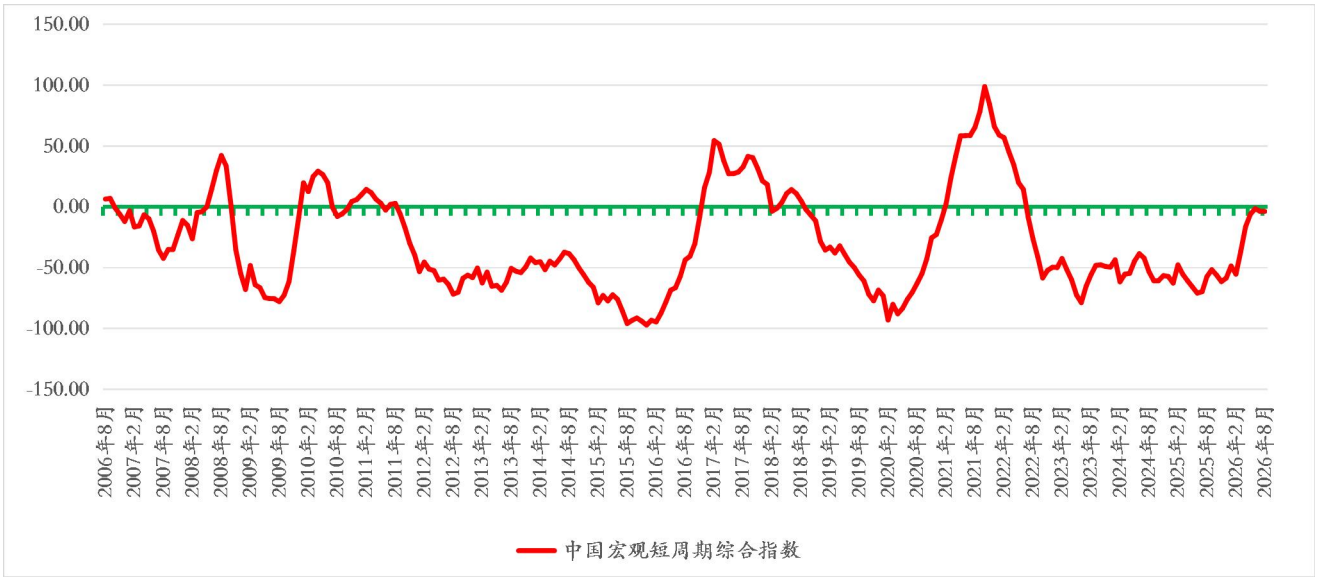
仅供内部参考，请勿外传

2.2.1 宏观面，2026 年底四季度，短周期有见顶迹象

宏观面上，与年初的预测对比，2026 年宏观中周期没有出现预期的转强，主要是房地产相关增速继续下滑；不过，“十五五”规划落地，新质生产力依然是重要发展方向。

宏观短周期方面，我们综合 PMI、PPI 与 CPI 剪刀差、10 年期国债收益率指标，构建宏观短周期综合指数。由于目前宏观短周期综合指数在 7 月份出现增速拐头，8 月份反弹乏力等现象，初步判断宏观短周期已呈现见顶迹象。

图 6 我国宏观短周期状况（截至：2026 年 8 月）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

从宏观短周期与我国上证指数的历史对比，我们发现宏观短周期的具体位置与 A 股市场走势息息相关：短周期处于顶部区域，左侧，资金偏好周期板块受益；右侧，资金偏好转向中下游行业。在短周期处于底部区域时，左侧，市场持续回落，除红利等少数板块，盈利难度较大；右侧，则多数行业会受益于上行行情。就 2026 年第四季度，宏观短周期有见顶迹象，预判资金偏好将转向中下游。

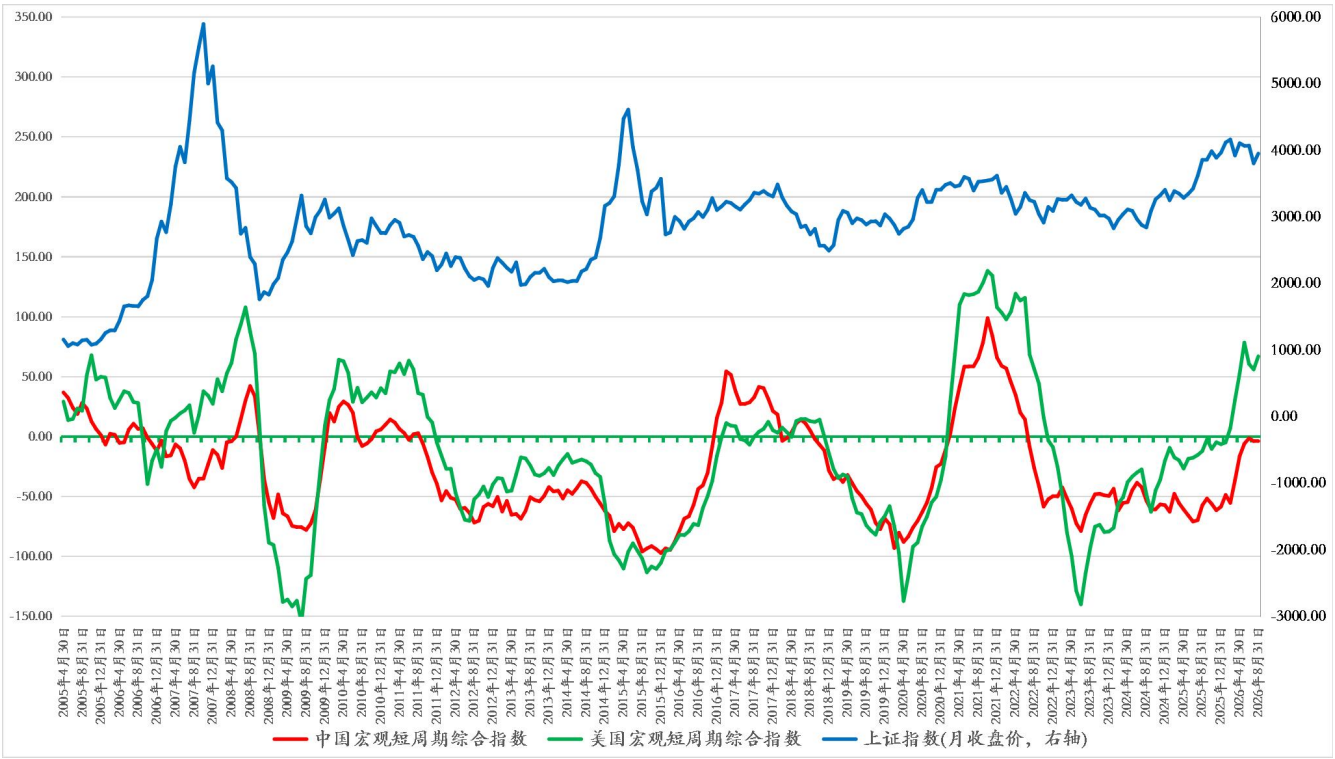
不过，由于近期习近平出访美国，有望进一步缓和中美贸易冲突压力，或将延长宏观短周期在顶部的时间。

进一步对比中国何美国的宏观短周期，我们发现中美宏观短周期总体趋势相近，但美国的周期性更明显，且美国宏观短周期在顶部停留的时间相对较长。

就中国宏观短周期与上证指数的对比来看，短周期的顶部，多出现在上证指数自阶段顶部回落过程中。

仅供内部参考，请勿外传

图 7 中美宏观短周期以及上证指数对比（截至：2026 年 8 月）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2.2.2 市场面，2026 年四季度或相对低迷

市场面上，2026 年 A 股市场走势，受海外因素的影响更多。上半年，中东冲突在 3 月份升级后，全球资本市场风险偏好一度下降；下半年，7 月市场再次走弱，整体走势与 3 月份类似，内在原因则是中东冲突的再次爆发与国内经济走弱的叠加。而 9 月 A 股市场走出相对横盘整理形态，则更多是受 9 月美、日、欧洲加息，推动全球流动性收紧的影响。

从国际视角，由于美联储 10 月进行第二次加息的概率在 60%以上，国际资金流动性在第四季度继续收紧或是大概率事件，预期将推动 10 月份全球资本市场风险偏好进一步上升。

表 6 FedWatch 换算后续美联储调整联邦基金目标利率的概率（截至：2026 年 9 月 24 日）

MEETING DATE	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026-10-28	64.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026-12-09	41.7%	50.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2027-01-27	23.6%	46.0%	26.9%	0.0%	0.0%
2027-03-17	11.4%	32.4%	38.5%	16.3%	0.0%
2027-04-28	6.7%	22.5%	35.6%	26.8%	7.7%

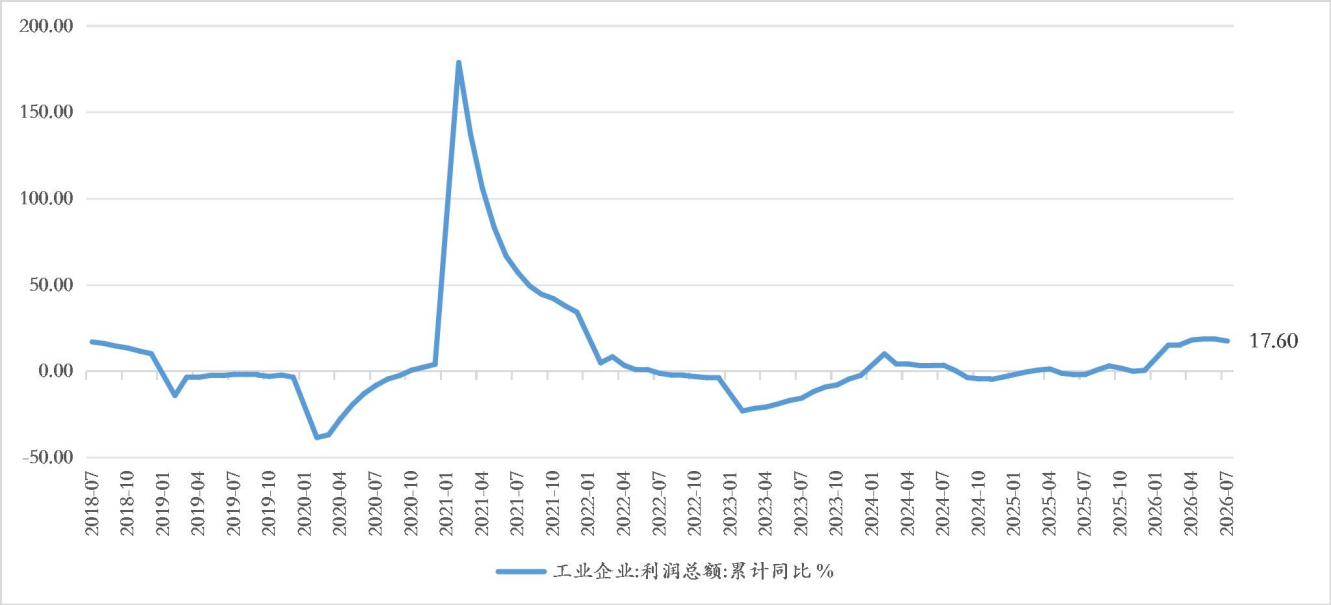
资料来源：Wind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.2.3 基本面，是结构性行情的主要源泉

基本面，长维度来看，人工智能依然是高景气方向；短维度来看，工业企业利润同比累计增速维持高位，是持续回暖的主要支撑。我国工业企业利润 2026 年前 7 个月累计同比维持在 17.6%的高位，且 8 月 PPI 有所反弹，预计将继续支撑 8 月的工业企业利润的进一步上行。

图 8 我国工业企业利润同比状况（截至：2026 年 7 月）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

3 基本面的库存周期分析

我们将通过对申万二级行业的库存周期的研究，探讨基本面研究如何指引投资方向。

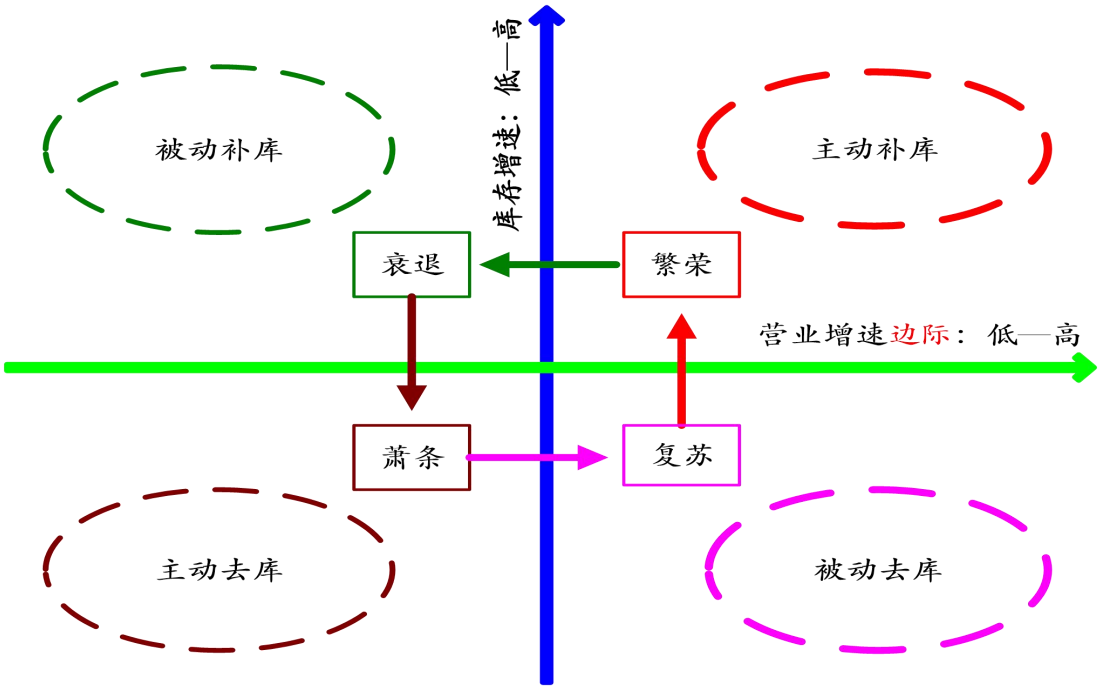
3.1 库存周期状况

库存周期（基钦周期）是由经济学家约瑟夫·基钦于 1923 年提出的经济短周期理论，指企业库存水平因供需调整滞后形成的周期性波动，平均持续 3-5 年，呈现"被动去库存→主动补库存→被动补库存→主动去库存"的循环阶段。其核心机制为生产决策与需求变化的时间差，导致库存增速出现波动。

由于企业营业增速的正负变化相对较慢，我们采取更敏锐的营业增速边际变化，再与企业产成品库存增速进行组合，定位库存周期阶段。

仅供内部参考，请勿外传

图 9 库存周期与宏观短周期的关系示意图



资料来源：《涛动周期论》、湘财证券研究所

由于库存周期与宏观短周期的之间，存在对应关系：被动去库存对应需求复苏期；主动补库存反映经济扩张繁荣期；被动补库存预示需求回落的衰退期；主动去库存则表明经济收缩的萧条期。

目前，就我们关注的宏观短周期综合指数来看，已处于上行区域接近见顶的中后期。根据传统库存周期与宏观周期的位置关系，现阶段应该更多关注滞后行业。

3.1.1 七月二级行业库存周期状况以及近期变化

我们根据7月份的规模以上工业企业产成品存货同比数据和Wind一致预测的营业收入增速，分析申万二级行业在7月份的库存变化。

仅供内部参考，请勿外传

表 7 申万二级行业 7 月份库存周期位置状况

库存周期阶段	行业数量	具体申万二级行业
被动去库（第四象限）	6	煤炭开采、玻璃玻纤、化学制药、冶钢原料、电力、非白酒
主动补库（第一象限）	37	**金属新材料、工业金属、贵金属、小金属、普钢、焦炭Ⅱ、化学制品、农化制品** **计算机设备、元件、通信设备、电子化学品Ⅱ、半导体、光学光电子** **环保设备Ⅱ、自动化设备、航海装备Ⅱ、摩托车及其他、其他电源设备Ⅱ、电网设备、风电设备、地面兵装Ⅱ** **黑色家电、家电零部件Ⅱ、厨卫电器、商用车、消费电子、造纸、农产品加工、调味发酵品Ⅱ、食品加工、服装家纺、纺织制造、包装印刷**
被动补库（第二象限）	24	塑料、橡胶、化学原料、炼化及贸易、饲料 通用设备、专用设备、工程机械、汽车零部件、航天装备Ⅱ、航空装备Ⅱ、电机Ⅱ、照明设备Ⅱ、轨交设备Ⅱ、光伏设备、军工电子Ⅱ、医疗器械 白色家电、汽车服务、小家电、乘用车、休闲食品、家居用品、照明设备Ⅱ
主动去库（第三象限）	8	化学纤维、装修建材、水泥 饮料乳品、中药Ⅱ、白酒Ⅱ、燃气Ⅱ、生物制品
其他	49	——（缺规模以上工业企业产成品存货同比数据）

资料来源：Wind、湘财证券研究所

对近期 75 个二级行业的库存位置进行汇总，我们发现：被动去库好主动补库阶段的行业，趋向减少；而被动补库和主动去库阶段的行业趋向增多。这与我们宏观短周期的结论保持一致：此轮短周期趋向见顶。

表 8 申万二级行业所处周期位置近期变化状况（5、6、7 月份）

库存周期阶段	5 月	6 月	7 月
被动去库（第四象限）	11	3	6
主动补库（第一象限）	52	27	37
被动补库（第二象限）	12	36	24
主动去库（第三象限）	0	9	8
合计	75	75	75

资料来源：Wind、湘财证券研究所

3.1.2 八月二级行业库存周期状况以及近期变化

我们对八月的行业库存周期的分析，主要是在营业收入增速数据基础上的推演，而统计局的 8 月库存相关数据需要到 9 月底才能公布。

由于存货数据滞后营收数据 1-2 个月，我们对 8 月库存周期变化进行预判，

仅供内部参考，请勿外传

具体方法如下：

主动补库：营收增速边际变化<0，预判转向：被动补库，反之维持；

被动补库：营收增速边际变化<0，预判转向：主动去库，反之维持；

主动去库：营收增速边际变化>0，预判转向：被动去库，反之维持；

被动去库：营收增速边际变化>0，预判转向：主动补库，反之维持。

表 9 申万二级行业库存周期位置从 7 月向 8 月的迁移矩阵

库存周期阶段	主动补库	被动补库	主动去库	被动去库	7 月合计
主动补库（第一象限）	23	14	0	0	37
被动补库（第二象限）	0	10	14	0	24
主动去库（第三象限）	0	0	7	1	8
被动去库（第四象限）	5	0	0	1	6
8 月合计	28	24	21	2	75

资料来源：Wind、湘财证券研究所

对二级行业库存周期的研究，行业数量的变化，与宏观短周期变化方向趋同；而具体行业的变化，对于探寻投资方向则更有效。

表 10 连续 3 个月（6-7-8 月）营收增速持续向好的 14 个二级行业（单位：%）

申万二级行业	6 月营收增速边际变化	7 月营收增速边际变化	8 月营收增速边际变化	6 月库存周期阶段	7 月库存周期阶段	8 月库存周期阶段预判
金属新材料	1.02	1.83	8.87	主动补库	主动补库	主动补库
能源金属	0.76	4.10	4.50	主动补库	主动补库	主动补库
小金属	0.85	0.00	2.21	主动补库	主动补库	主动补库
农化制品	0.10	0.33	1.80	主动补库	主动补库	主动补库
煤炭开采	0.75	0.77	1.64	*被动去库*	*被动去库*	主动补库
化学制品	0.13	0.28	0.62	主动补库	主动补库	主动补库
半导体	0.33	0.70	28.80	主动补库	主动补库	主动补库
其他电子Ⅱ	1.07	14.49	13.59	主动补库	主动补库	主动补库
电子化学品Ⅱ	1.53	0.81	4.04	主动补库	主动补库	主动补库
电池	0.13	3.17	2.73	主动补库	主动补库	主动补库
电网设备	0.09	0.43	1.78	主动补库	主动补库	主动补库
环保设备Ⅱ	1.40	1.03	0.59	主动补库	主动补库	主动补库
计算机设备	0.29	1.43	0.35	主动补库	主动补库	主动补库
调味发酵品Ⅱ	0.02	0.08	0.11	主动补库	主动补库	主动补库

资料来源：Wind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

梳理6、7、8月营收增速边际变化持续向好的有14个二级行业，8月都处于主动补库阶段。该14个行业主要以上中游行业为主，其中上游行业有：金属新材料、能源金属、小金属、农化制品、煤炭开采、化学制品；中游行业有：半导体、其他电子Ⅱ、电子化学品Ⅱ、电池、电网设备、环保设备Ⅱ、计算机设备；唯一的下游行业是调味发酵品Ⅱ。其中，中游行业主要集中于半导体、电池电网相关领域，并不包含传统的通用设备、专用设备等方向。

3.2 库存周期良好的二级行业细化

我们进一步细化对8月数据显示目前处于高景气度状况的二级行业行业，结合宏观短周期处于顶部的判断，以及行业受海外加息影响较小等因素，我们着重分析了电网设备和调味发酵品Ⅱ两个行业。

3.2.1 电网设备行业投资机会分析

电网设备行业是指为电力系统的发电、输电、变电、配电、用电各环节提供核心装备与系统解决方案的制造业总称，涵盖一次设备（变压器、开关设备、电抗器、电容器、避雷器、线缆等）和二次设备（继电保护、调度自动化、智能电表、通信设备等）两大类别。电网设备是新型电力系统的物理基石，其技术水平、制造能力和供给效率直接决定电力系统的安全可靠性、新能源消纳能力和全社会用电成本。

当前电网设备行业正处于新旧动能转换期：传统的电网建设逻辑（满足负荷增长、跨区输电）依然存在，但新型电力系统建设带来了全新的需求增量——高比例新能源接入需要更强的电网调节能力，分布式能源爆发需要配网从无源单向向有源双向转型，AIDC算力中心需要高密度、高可靠性的电力供应，全球电网老化换新为中国设备出海打开了窗口期。四重驱动叠加，推动电网行业从平稳增长迈入高景气上行新阶段。

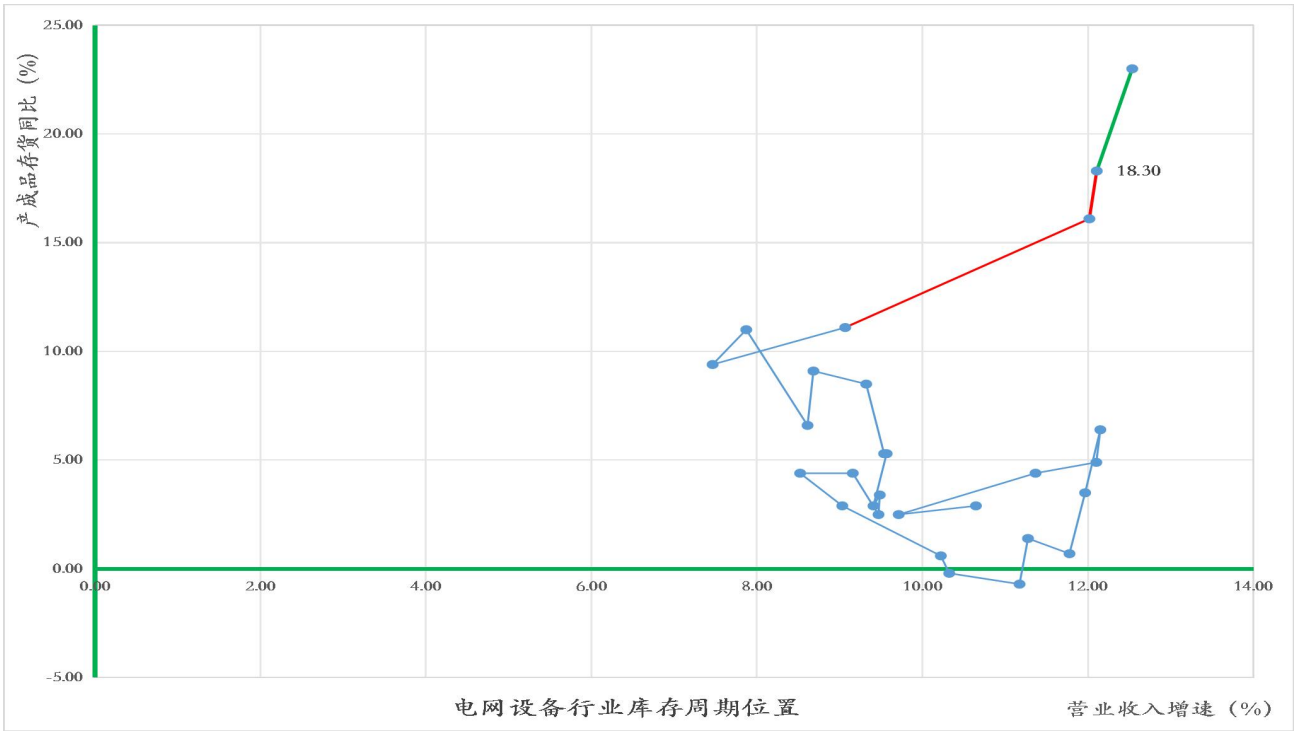
具体细分领域来看，基于GB/T 156—2017《标准电压》（国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会 2017年11月1日发布，2018年5月1日实施，2025年3月27日复审继续有效）规定的标准电压序列，电力行业通用惯例将电网设备划分为五个层级：特高压（±800kV直流/1000kV交流及以上）、超高压（330kV-750kV）、高压（110kV-220kV）、中压（10kV-35kV）和低压（1kV以下）五个层级。不同电压等级对应不同的技术壁垒、竞争格局和盈利水平：特高压设备技术壁垒最高、竞争格局最集中；中低压配网设备参与者众多、竞争相对充分，但智能化升级正在重塑竞争格局。

行业政策方面，2026年1月15日，国家电网公布"十五五"固定资产投资

仅供内部参考，请勿外传

计划约 4 万亿元，较"十四五"增长约 40%，投资规模创历史新高。国家能源局电力司副司长谭洪江明确表示，正研究制定"十五五"新型电网规划建设实施方案，到 2030 年初步建成安全可靠、绿色低碳、坚强韧性、智能灵活的新型电网。

图 10 电网设备行业库存周期位置图（截至：2026 年 8 月）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

电网投资具有五年规划驱动的强周期特征。2026 年是“十五五”开局之年，电网领域投资增速显著加快。国网上半年投资同比+12.6%，南网+14.79%，均远超"十四五"年均增速。预计 2026-2028 年是特高压开工和招标的高峰期，2027-2030 年配网改造和智能化升级进入密集落地期。整个“十五五”期间，电网设备行业将维持高景气度，订单饱满、业绩确定性强。

3.2.2 调味发酵品Ⅱ行业投资机会分析

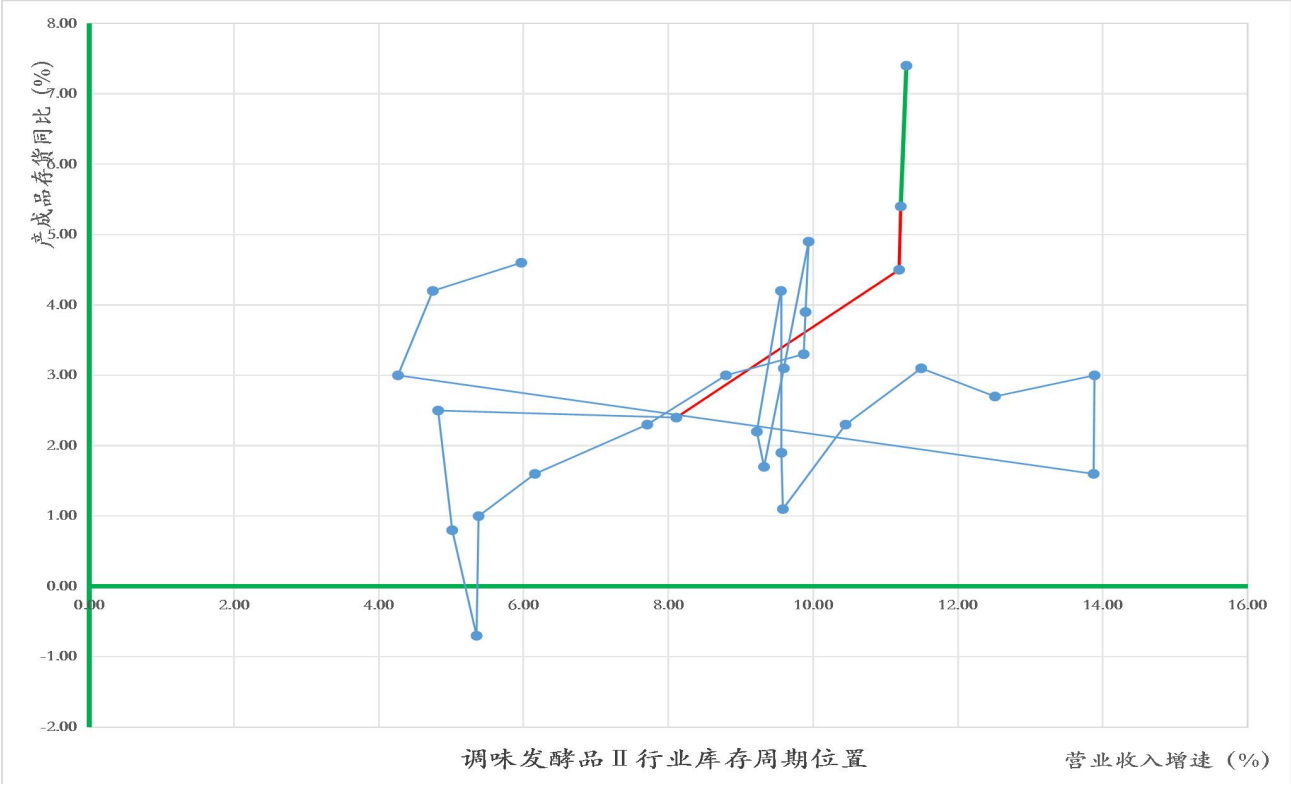
调味发酵品行业是指从事调味品、发酵制品的研发、生产和销售的食品制造业细分领域，是食品工业的重要组成部分。调味品是指能增加菜肴的色、香、味，促进食欲，有益于人体健康的辅助食品。发酵制品则是利用微生物发酵作用生产的食品，包括酱油、食醋、味精、腐乳、豆豉等。

调味品是典型的必选消费品，需求刚性强、周期性弱。无论经济好坏，

仅供内部参考，请勿外传

消费者都需要做饭、餐饮都需要调味。在当前海外加息、国内经济复苏不均衡的环境下，调味品的防御属性尤为珍贵。

图 11 调味发酵品Ⅱ行业库存周期位置图（截至：2026 年 8 月）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

具体来看，调味发酵品Ⅱ行业的投资机会在于：

一方面，复合调味品目前是调味品领域最强引擎，且相比日韩，复合调味品渗透率仍有巨大提升空间。相关领域有望突破存量博弈，转向结构扩容。

另一方面，零添加、减盐、有机等健康化、古法、头道、年份等高端化、益生菌、富硒等功能化的三大升级方向推动产品均价持续提升，有望成为行业价增的核心来源。

此外，中国调味品出口持续增长，美国、中国香港、韩国、马来西亚、日本是重要目的地。海天味业、李锦记等龙头在海外华人市场已有深厚基础，正逐步向主流市场渗透。随着中国餐饮文化全球传播和预制菜出口，调味品出海有望成为第二增长曲线。

仅供内部参考，请勿外传

4 投资建议

2026 年是“十五五”开局年份，我国继续维持积极财政政策和适度宽松的货币政策，为 2026 年国内经济稳健运行、A 股市场保持“慢牛”态势提供重要支撑。

国际方面，美联储完成 9 月加息后，其 10 月继续加息依然是高概率事件，将推动全球流动性趋向收紧；国内方面，我国重申保持适度宽松的货币政策，且推进拖累经济增速的房地产领域相关政策的加速落地。综合判断，我国经济发展稳健，2026 年顺利完成两会增长目标难度不大，而目前地产下行、居民消费意愿偏弱、固定资产投资持续负增长，内需修复力度弱于外需等状况，短期难以全面扭转。

我们预期 2026 年第四季度三维度模型多数时间将保持“强弱强”格局，由于宏观短周期有见顶迹象，未来投资重心将向中、下游倾斜，我们建议：继续关注红利相关防守板块；库存周期处于主动补库阶段的电网设备和调味发酵品Ⅱ；而基本面维持高景气的 AI 赛道，需等待充分调整、内部分化之后，择优布局。

5 风险提示

国际方面：从长周期视角判断，中美战略竞争仍将持续；地缘冲突方面，俄乌战争、中东局势对全球能源与供应链的影响不确定性较大。美联储、日本央行、欧洲央行同步加息后，全球资本市场流动性收紧，国际资金回流发达经济体，可能导致依赖国际资金支撑的新兴经济体出现债务或汇率危机。

国内方面：中美在贸易领域冲突暂缓，但存在受其他因素影响而中断的风险；房地产领域投资进一步下滑，将继续拖累固定资产投资增速；宏观杠杆率已连续 5 个季度突破 300%，制约了短期政策持续宽松的空间。

产业方面：中美在人工智能领域的竞争进一步深化，美方可能持续升级对华芯片、算力基础设施及高端制造领域的出口管制，影响国内 AI 产业链自主可控进程；同时，AI 算力需求爆发对电力供应形成压力，若电网建设进度不及预期，可能制约数据中心等新兴产业落地节奏。

仅供内部参考，请勿外传

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注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性： 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。