仅供内部参考，请勿外传

宏观简评报告

利率扰动加大，价值红利占优

——行业比较动态追踪（2）

发布日期：2026 年 10 月 18 日
分析师：张玉龙 SAC 编号： S1440518070002
分析师：王大林 SAC 编号： S1440520110002

核心观点

本周A股是典型的分母端杀估值，而非盈利恶化。美国9月CPI同比3.7%、核心2.6%双超预期，美债10Y破5.3%、30Y触5.73%，费城半导体指数六连跌后传导至日韩（KOSPI单日−7.57%），高久期成长股被系统性重定价。申万一级行业2涨29跌，食品饮料+1.89%、银行+1.52%收正，通信−10.87%领跌，电子、计算机跌幅居前。

配置建议为哑铃型、回避中间层：一端高股息防御链（银行PB0.72x、1.4%分位，股息3.95%、96.0%分位），一端内需消费与三季报确定性；高估值成长（计算机PE90.7%、建材PE94.2%分位）暂时回避。

内容摘要

指数普跌、结构分化，本周是典型的“分母端”杀估值而非盈利恶化。上证指数周跌2.56%，但深证成指−6.64%、创业板指−8.90%、科创100−8.67%。创业板指与科创综指已抹平年内全部涨幅。31个申万一级行业2涨29跌，首尾差12.76%，为近月最大的一次结构分化。

唯一收正的是红利与消费：食品饮料+1.89%、银行+1.52%是全部31个行业中仅有的两个正收益行业；宽基层面17个指数中只有红利低波+0.82%收正。国证价值−0.80%，国证成长−6.00%，剪刀差5.20pct。

触发链条清晰可验证：美国9月CPI同比+3.7%（预期3.6%）、核心+2.6%（预期2.5%）双超预期。10月及12月加息概率大幅上升，美债10Y破5.3%，30Y触5.73%（2002年以来高位），费城半导体单日跌4.30%，呈现六连跌；日韩股市遭遇“黑色星期四”；A股高久期成长股定价被系统性压缩。

国内数据其实不弱，“外需强、价格升、信用平”：9月进出口5.16万亿元、同比+27.5%，单月首破5万亿（出口+29.6%、进口+24.6%）；9月PPI同比+5.0%，创2022年7月以来新高；社融存量+7.1%，前三季度增量27.46万亿元。弱项集中在居民端——前三季度住户贷款净减少1.03万亿元。

政策本周给出三件增量：（1）10/16国常会讨论通过《价格法（修正草案）》，“反内卷”从专项行动升格为法律层级；（2）10/13国务院批复《扩大消费"十五五"规划》，2030年社零目标60万亿元（2025年50.1万亿元）；（3）央行10/15开展7000亿元6个月期买断式逆回购（净投放2000亿元），10月两期限合计净投放4000亿元，由8-9月的等量续做转向净投放。

配置建议为哑铃型、回避中间层：一端高股息防御链（银行PB0.72x、1.4%分位，股息3.95%、96.0%分位），一端内需消费与三季报确定性；高估值成长（计算机PE90.7%、建材PE94.2%分位）暂时回避。

简评：

一、本周复盘

1.1 政策事件复盘：

国内：财政+货币+产业"组合拳"密集落地

本周宏观呈现“外部紧缩、内部托底”的对冲格局：海外美国 9 月通胀全面超预期，推升全球无风险利率并压制风险资产；国内则以财政增量、货币加量与监管立规三条线同步对冲。

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。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

图 1：本周重点事件

日期	事件	关键内容
10/12	财政部、税务总局调整出口退税	自 2027/4/1 起，新能源汽车增值税出口退税率由 13%下调至 9%；取消电子烟设备装置等产品出口退税
10/15	央行 6 个月期买断式逆回购	开展 7000 亿元（182 天），对冲 5000 亿元到期，净投放 2000 亿元；叠加 10/8 的 3 个月期（1.2 万亿元，净投放 2000 亿元），10 月两期限合计净投放 4000 亿元；7 天逆回购利率维持 1.40%不变
10/16	国务院常务会议	① 听取“人工智能+”行动进展汇报，定调 AI 为“影响未来发展的关键变量”，抓手含促进算电协同；②讨论并原则通过《价格法（修正草案）》，明确"依法依规治理低价无序竞争，健全行业成本调查、制止低价倾销等配套规则，“反内卷”首次上升到法律层级
10/16	商务部、科技部第 48 号公告	拟修订《中国禁止出口限制出口技术目录》，涉及 AI23 项、生物医药 5 项、光伏 12 项，共 40 项技术（拟禁止 14 项、限制 26 项），并实施出口前登记临时管理；已通过开源、论文进入公共领域的技术不纳入
10/16	发改委、能源局煤矿保供会	在山西太原召开加快煤矿复产增产保供推进会，要求“一矿一策”、尽快达产满产、强化每日监测调度——对能源价格形成直接行政压制
10/16	央行债券发行管理规则征求意见	《银行间债券市场债券发行管理规则（征求意见稿）》共 28 条，禁止低价承销、禁止发行人变相自购、禁止虚假投标
10/12	证监会金融街论坛发布会	2026 金融街论坛定于 10/19–22，期间国家金融管理部门将集中发布系列金融改革发展政策；北交所五周年：上市公司 348 家，国家级专精特新占比超六成，机构交易占比由 9%升至 24%
10/15	商务部例行发布会	中欧混动汽车谅解“对等互利”，基于 WTO 规则下全流程合规、尊重事实、非歧视三原则；中方愿继续为对欧稀土出口许可审批提供便利
10/13	银行中期分红	已有 21 家 A 股银行披露中期分红方案，合计拟派息超 2600 亿元；六大行现金分红比例由 30%统一提至 31%

资料来源：国家统计局，财政部，税务局，央行，能源局官网,Wind，中信建投证券

本周公布经济数据的主要特征是“外需强、价格升、信用平”。

社融与信贷：总量平稳，结构在迁移。9 月末社融存量 468.17 万亿元、同比+7.1%；前三季度增量 27.46 万亿元，但同比少增 2.63 万亿元；9 月单月 3.55 万亿元，属季节性回升而非趋势改善。结构上比总量更值得注意：债券与股票融资合计占增量 49.48%，已明显超过人民币贷款的 41.88%，高出约 7pct——实体融资正从"银行放贷"向"直接融资"迁移，这与政府债前置发行、信用债利率下行互为印证。信贷端 9 月末人民币贷款余额 283.44 万亿元、同比+4.8%，前三季度增 11.52 万亿元，企业贷款+12.55 万亿元仍是绝对主力；而住户贷款净减少 1.03 万亿元（短期贷款–1.14 万亿元、中长期贷款仅+1062 亿元），居民仍在提前还贷、收缩消费信用，这是内需修复最硬的约束。价格上，企业新发放贷款加权平均利率略低于 3%、个人住房贷款约 3.1%，实体融资成本处历史低位，但银行息差同步承压——这也解释了银行为何同时具备"高股息"与"基本面承压"的两面。

货币：M1–M2 剪刀差–4.0pct，钱不缺但不动。9 月 M2 同比+7.2%、M1 同比+3.2%、M0 同比+10.6%。M1 增速仍显著低于 M2，剪刀差–4.0pct，说明资金活化程度偏低：企业活期存款没有转化为投资支出，居民存款也没有顺畅回流消费，钱主要停在定期存款、理财与债券基金里。M0+10.6%的高增则更多反映现金持有意愿偏强与低

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。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

基数效应。对市场的直接含义是——流动性"总量不缺、活性不足"。这也解释了本周的一个反差：DR007 回落至 1.3258%、银行间资金面并不紧，但成交额却降档 12.7%，指数对海外利率的敏感度被显著放大。当缺少内生增量资金时，边际定价权就交给了被动 ETF 与外资，而这两类资金恰恰对美债利率最敏感。

进出口：单月首破 5 万亿元，是本周最强的一组数据。9 月进出口 5.16 万亿元、同比+27.5%，单月规模历史首次突破 5 万亿元，并已连续 6 个月保持两位数增长；其中出口 3.03 万亿元、同比+29.6%，进口 2.13 万亿元、同比+24.6%。进口增速接近出口，说明内需并非全面收缩，这与"住户贷款收缩"形成互补证据——居民在去杠杆,但企业端的设备与中间品采购仍在扩张。前三季度累计 39.94 万亿元、同比+18.8%,且三季度单季增速 22.3%，呈逐季加快态势。结构上"新三样"仍是主引擎：集成电路出口+99.1%、电动汽车+72.3%、锂电池+36.4%，与 AI 算力链、电力设备的产业景气互为印证。但需标注两个反向变量：一是出口退税已开始调整，2027/4/1 起新能源汽车出口退税率由 13%下调至 9%。外需"量的强势"与"规则的风险"同时存在，不能只看增速。

通胀：CPI 温和，但结构性涨价已经启动。9 月 CPI 同比+0.9%（前值+0.8%）、环比+0.2%，核心 CPI+1.0%持平，终端需求仍属温和。拉动项高度集中：汽油+16.6%带动能源分项升至 7.3%；AI 硬件是另一条主线——数据存储设备+46.7%、平板电脑+23.6%、计算机+21.8%，这是存储涨价向终端零售价传导的直接证据。拖累项在食品，食品-1.7%（猪肉-10.0%、鲜菜-8.1%）。

PPI 创 2022 年 7 月以来新高，剪刀差走阔至 4.1pct。PPI 同比+5.0%（前值+3.8%）、环比+1.2%，为 2022 年 7 月以来最高。上涨集中在上游——煤炭开采+35.3%、油气开采+24.5%、有色冶炼+21.4%、化学原料+12.1%，AI 相关的电气机械+6.2%、计算机通信+5.8%同步走强；而汽车制造-2.0%、酒饮料-5.3%仍在下跌。PPI 与 CPI 的剪刀差达 4.1pct，意味着中下游制造与消费的毛利被两头挤压：上游成本抬升，终端提价困难。

信用总量平稳但居民端收缩，货币总量充裕但活化不足，外需强而价格呈上游强、终端弱。这构成"盈利分化加剧、指数缺乏合力"的宏观背景——也决定了本周资金只能向确定性最集中的两端（高股息与必选消费）收缩，而无法形成全面反攻。

海外：美国 CPI 超预期，全球利率与科技股双杀

10 月 14 日，美国公布 9 月 CPI。9 月 CPI 同比+3.7%，高于预期的 3.6%，也高于前值 3.4%；环比+0.6%。核心 CPI 同比+2.6%，同样高于预期 2.5%，环比+0.3%。CME FedWatch 显示，10 月加息概率由会前的 21.6%－22%升至会后的 43.7%－50%，一个交易日内接近翻倍；12 月累计加息 25bp 的概率盘中一度冲上 95%以上，收盘回落至约 62.2%。

利率：10 年期破 5.3%、30 年期触 5.73%，回到 2002 年以来高位。这是本轮传导中最硬的一环。无风险利率是所有资产估值公式的分母，而久期越长、远端现金流权重越高的资产，对分母变化越敏感。

1.2 行业事件：

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。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

图 2：本周重点事件

行业	事件与催化
通信/光模块	摩根士丹利研报推演美国 FCC 可能针对下一代 3.2T 光模块设限，潜在方案或要求中国制造光模块中美国元器件价值占比达 65%以上，直指国内光芯片；新易盛周跌超 17%、中际旭创−13.45%、天孚通信跌超 9%，"易中天"合计主力净流出 97.55 亿元
半导体/存储	长鑫存储 10/10 披露 4F² DRAM 架构进展、年底推 DDR5RDIMM，冲击海外存储格局（三星、SK 海力士、美光 10/1－14 分别累跌 13.59%、20.1%、14.16%）；江波龙预增 1864.55%－1990.84%但三季度单季环比下滑，并提示"2026Q3DRAM 与 NAND 价格涨幅较前期明显收窄"
PCB	10/13 三季报预告集中披露：超声电子前三季度归母净利+90.78%~102%、景旺电子单季+205.46%~264.74%、兴森科技+204.2%~227.02%；当日覆铜板概念+4.44%，迅捷兴、金百泽"20CM"涨停
银行	21 家中期分红合计超 2600 亿元、六大行分红率 30%→31%；工行、建行、中行、交行本周集体创历史新高，工商银行重回 A 股总市值第一
食品饮料	白酒逆势走强，白酒 II +3.89%、白酒III+2.64%，5 日主力净流入 14.44 亿元（申万二级第一）；皇台酒业 3 天 2 板。但其他酒类（黄酒/啤酒等）−13.10%，内部分化极大
军工	地面兵装 II +5.22%、航空装备 II +2.14%、航天装备 II +3.47%（10/16 单日）；中航系+1.24%、中兵系+0.84%，"十五五"订单预期与地缘因素共振
医药	10/16 第 48 号公告（技术出口管制涉生物医药 5 项）叠加旧谣言传播，药明康德盘中触及跌停、收−6.60%（成交 123.40 亿元）；医疗服务−9.34%、CRO 概念收跌 2.17%。公告明确"不涉及所有权转让的对外授权适用自动许可"，CRO 外包模式不在限制范围
农林牧渔	种植业−9.32%、种子−12.92%、其他种植业−11.43%，为本周跌幅最深的产业链之一
电力设备	锂电专用设备−12.02%、电池−9.34%、能源金属−12.34%；电池板块 5 日主力净流出 111.08 亿元
煤炭	10/16 发改委山西保供会要求加快复产增产→煤炭周−0.14%（显著抗跌，但供给端政策转为负面变量）

资料来源：Wind,中信建投证券

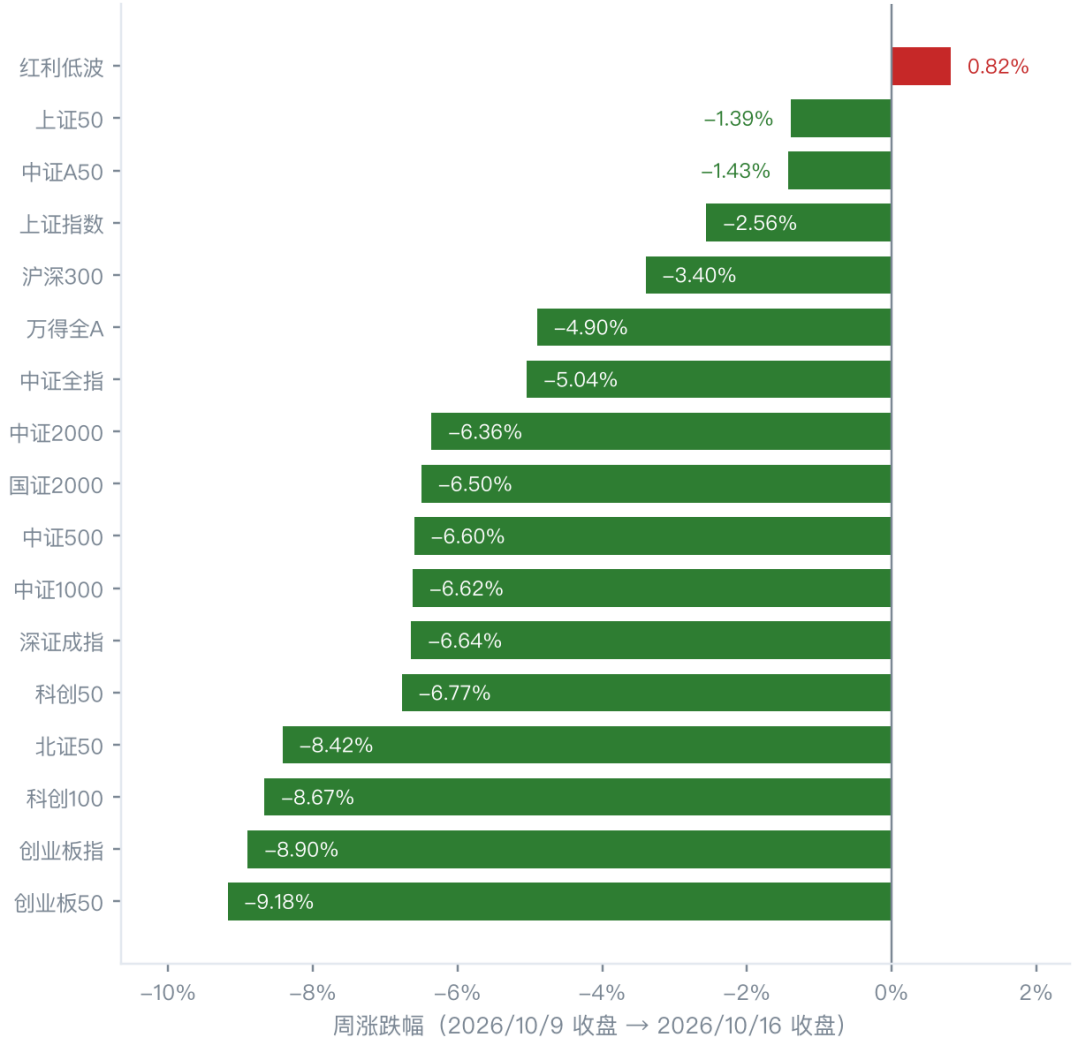
1.3 资本市场复盘：

10 月 15 日，沪指盘中最低跌破 3700 点后反弹收复 3700 点；10 月 16 日，上证指数收红+0.24%，为全周唯一上涨日。

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。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

图 3：主要宽基指数涨跌幅



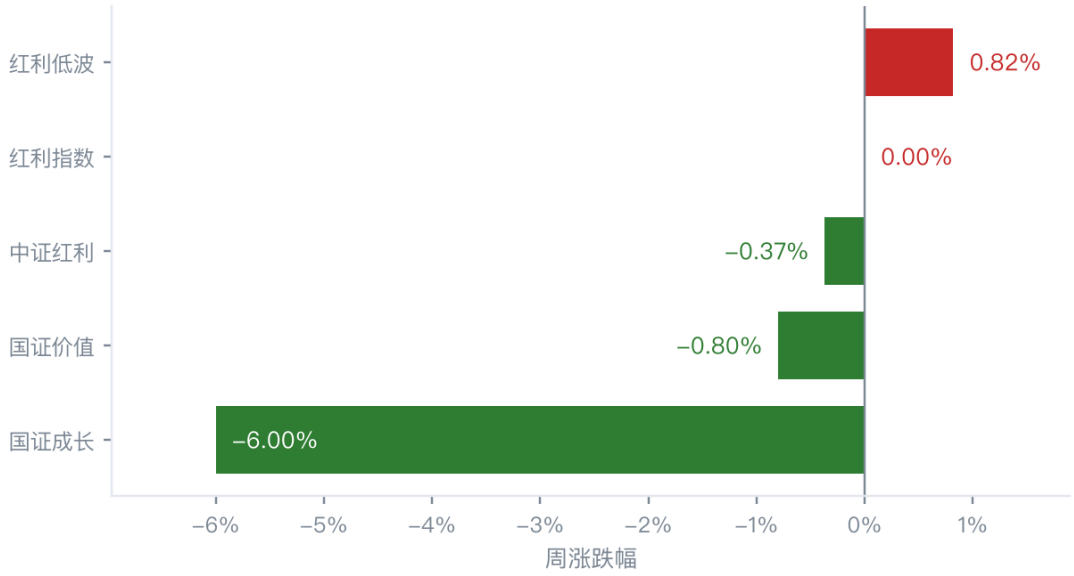
资料来源：商务部，Wind，中信建投证券

本周风格切换不是"轮动"，而是贴现率冲击下的久期收缩。美债 30Y 触 5.73%直接抬高长久期资产的分母，成长股（现金流后置）受损最大；红利资产（现金流前置、股息即时可得）天然对冲。这一逻辑在红利低波+0.82%与创业板 50-9.18%之间 10pct 的差距中被充分定价。

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。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

图 4：风格指数涨跌幅



资料来源：商务部，Wind，中信建投证券

二、行业比较

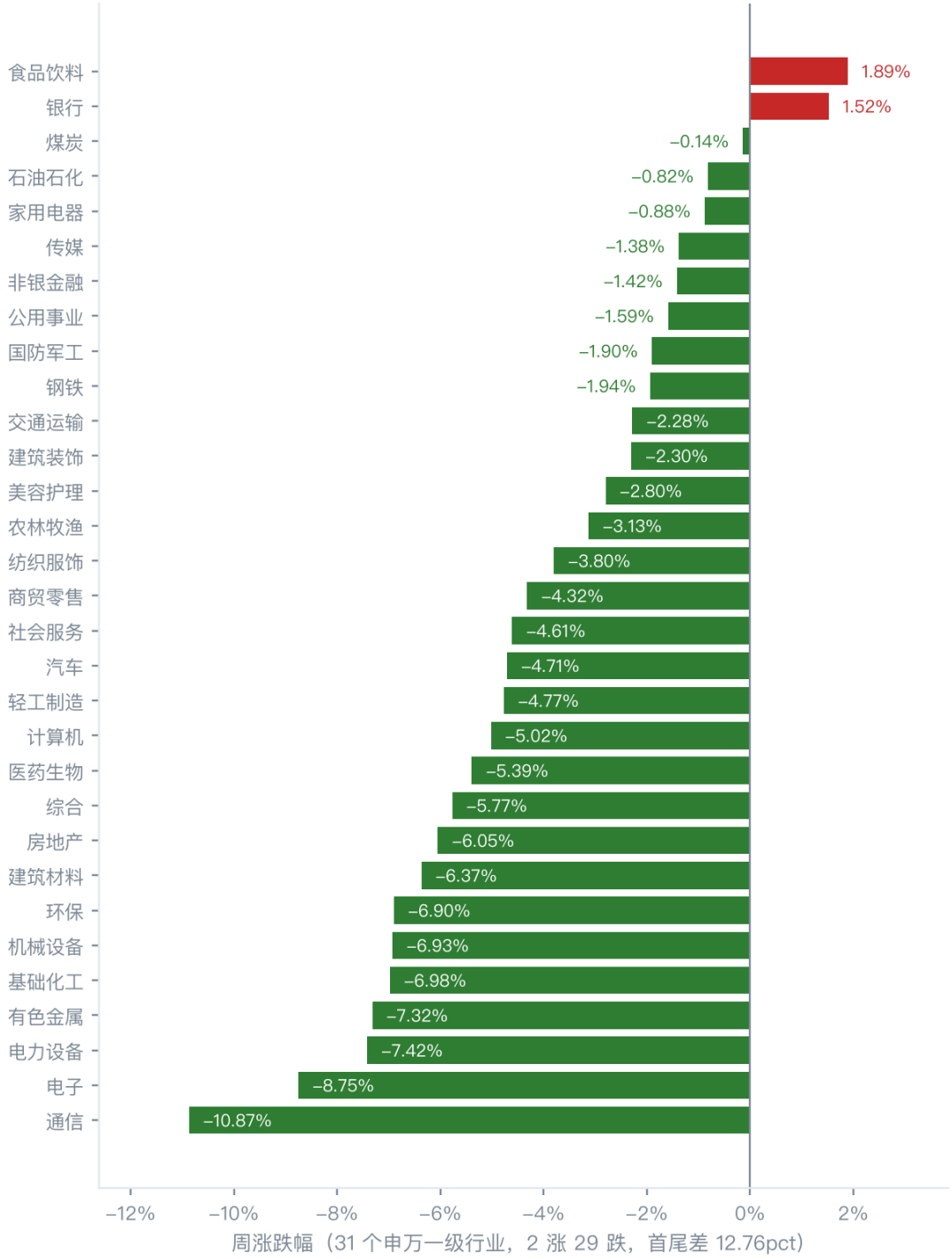
抗跌层的共同特征是"低 PB+高股息"，不是"低 PE"。涨幅前 5 的行业，PB 分位分别为 67.3%、1.4%、24.7%、13.8%、39.0%，股息率分位均在 91%以上；而跌幅前 5（通信、电子、电力设备、有色、机械）PB 分位为 46.2%、90.4%、43.6%、52.3%、53.8%。

"低估值+高股息"内部也在分化。银行+1.52%、煤炭-0.14%、石油石化-0.82%，但建筑装饰-2.30%、房地产-6.05%、钢铁-1.94%——同为低 PB（1.2%、2.5%、3.4%分位），差异在于现金流稳定性。

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。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

图 5：申万一级行业涨跌幅



资料来源：商务部，Wind，中信建投证券

综合估值分位、股息率分位、资金流向与三季报前瞻：四季度，以高股息低估值防御链为底仓，以政策与情绪驱动的内需/应用链和业绩确定性方向为进攻，对高估值算力硬件维持观望。

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。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示：

红利交易拥挤度：五行业 PB 分位均低于 25%但近期涨幅集中。

美债长端利率：30 年期创 2002 年以来新高，若继续上行将持续压制高估值成长与全球风险资产。

三季报不及预期：10 月底前三季报密集披露，主题型板块（传媒、AI 应用）若业绩无法兑现，估值分位偏高者回调风险大。

地缘与油价：中东局势反复，油价地缘溢价的去留将直接决定石油石化板块方向。

AI 资本开支回报质疑尚未证伪：CoreWeave2032 年到期债券跌至 78 美分以下、无担保债收益率约 15%，属垃圾债"濒临困境"级定价。若后续出现云厂商下调资本开支指引，A 股算力链将从"杀估值"进入"杀盈利"。

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。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

分析师介绍

张玉龙：策略联席首席分析师、新股策略团队首席分析师。北京大学光华管理学院金融学博士。2016 年新财富策略分析师第 5 名（团体）核心成员，2017 年带领团队获得金融界行业配置第 4 名，2018 年 Wind 中国金牌分析师第四名。2019 年新浪金麒麟策略新锐分析师第 3 名，2019 年金融界行业配置第 5 名，2020 年 Wind 中国金牌分析师第 2 名，每市金股组合第 5 名。张玉龙先生 2013-2015 年就职于中国工商银行总行风险管理部，负责全球主权风险管理和海外头寸控制，并代表工商银行赴英国展开工作交流。2016 年加入中信建投证券，拥有丰富的金融研究经历，致力于经济与金融前沿理论创新和应用，先后在《金融研究》、《管理世界》、《经济学季刊》等顶级学术杂志上发表多篇论文，深度参与了科创板的设计研究工作，发起了中证科技 50 策略指数和科技 50ETF 基金设计工作，著有《科创板投资策略十讲》。

王大林：中信建投证券宏观分析师，主要覆盖中观产业经济、区域等领域，致力于经济结构研究。搭建行业研究框架，长期追踪制造业投资、制造业产能、库存周期的变化。

仅供内部参考，请勿外传

宏观简评报告

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

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）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
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