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·策略深度

深度复盘 2026Q3

——A 股观往知来系列之十五

投资策略

核心观点

2026 年三季度，海外流动性收紧，极致拥挤的算力交易遭遇全球性杠杆出清，市场演绎闪崩出清筑底、业绩修复反弹、又受宏观因素影响的二次调整行情。7 月上旬，日韩加息、美债收益率突破、油价走高叠加产业利空，全球 AI 杠杆交易同步瓦解，资金极致高切低。下旬调整由杠杆资金主导，产业趋势未破坏；大盘避险资产反攻。8 月上旬，中报密集披露，前期利空好转，市场定价重回业绩驱动，业绩兑现方向板块领涨超跌修复，前期防御板块调整。下旬至 9月，美债风暴、美联储加息、美伊冲突推升油价，市场转入防御红利、小盘股主题轮动的结构性分化，成交额缩量；加息落地后，美股与 A 股市场走势分化，美股股指新高而 A 股市场进入第二轮去杠杆，震荡磨底。

2026 年 Q3 复盘

Q3 市场行情大致可以分为以下 4 个阶段：

1）阶段一（7.1-7.17）：海内外紧缩共振，算力拥挤交易杠杆出清、市场极致高切低。该阶段，宏观方面日本、韩国央行加息叠加美联储鹰派表态，美债长债收益率突破抬升、美伊冲突推升油价；同时，韩国股市剧烈去杠杆、Meta 闲置算力外售等海内外产业利空因素叠加。

2）阶段二（7.20-8.3）：7 月下旬的调整是杠杆资金负反馈主导的资金面冲击，并非产业趋势破坏。同期政治局会议定调积极有为、着力扩内需，政策底确认，国内利率下行支撑成长估值，**市场避险资产见顶，顶底互换**。

3）阶段三（8.4-8.18）：海外美伊谈判进展推动油价回落、美股科技财报强劲，前期利空边际好转，**市场定价重回业绩驱动，中报兑现能力强板块领涨超跌修复，前期领涨防御板块调整。**

4）阶段四（8.19-9.25）：第一轮去杠杆后市场脆弱，美债风暴、联储加息、油价飙升，全球风险偏好压制；市场转入防御红利、小盘股主题轮动的结构性分化，成交额缩量；加息落地后的修复行情，美股与 A 股市场走势分化，市场受强资金面压力，短暂反弹后进入第二轮去杠杆行情，极致缩量震荡磨底。

通过对 26Q3 市场行情的复盘，我们得出去杠杆时期的以下启示：第一次救市解决的是流动性暂时枯竭，真正的底部通常出现在融资余额明显下降、强制平仓接近结束之后；去杠杆尾声市场资金面脆弱，对流动性与汇率类宏观利空的敏感度放大。

风险提示：政策落地不及预期；中美战略博弈加剧风险；美股波动超预期。

黄文涛
huangewentao@csc.com.cn
SAC 执证编号：S1440510120015
SFC 执证编号：BE0134

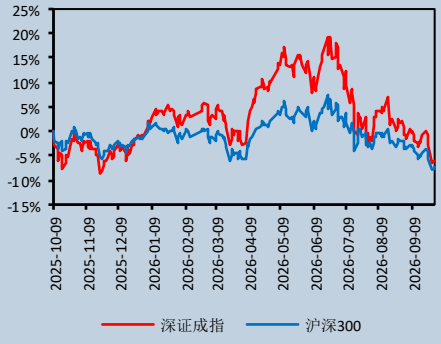
何盛
hesheng@csc.com.cn
SAC 执证编号：S1440522090002

发布日期： 2026 年 10 月 11 日

上证指数走势图



深证成指走势图



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。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

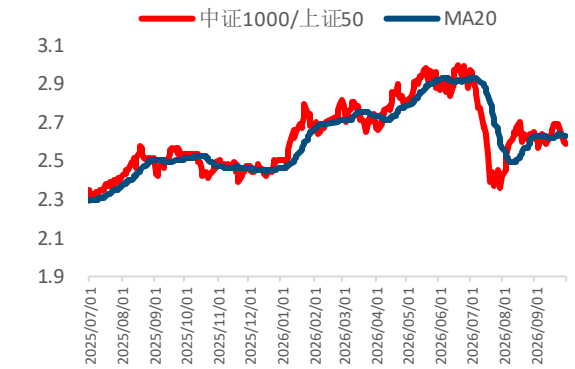
引言 1
一、2026 年 Q3 复盘 2
市场行情复盘 2
国内基本面变化过程 2
海外基本面变化过程 6
二、三季度行情给我们带来什么启示？ 9
杠杆去化的复盘与启示：对比 2015 年看本轮去杠杆的节奏 9
总结 11
风险分析 12

下载日志已记录，仅供内部参考

引言

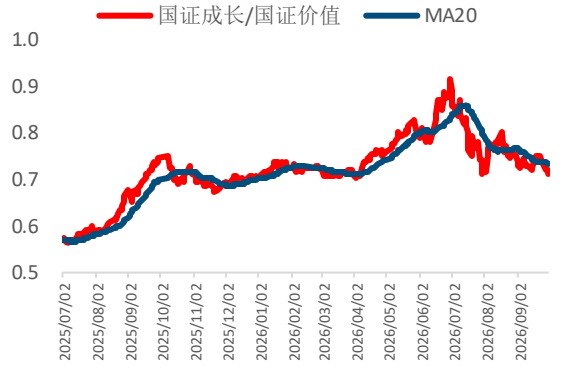
2026 年三季度，海外流动性收紧，极致拥挤的算力交易遭遇全球性杠杆出清，市场演绎闪崩出清筑底、业绩修复反弹、又受宏观因素影响的二次调整行情。7 月上旬，日、韩央行相继加息，30 年期美债收益率突破 5%，美伊冲突油价居高不下，叠加算力需求重估担忧等多重产业利空，全球 AI 杠杆交易同步瓦解，资金极致高切低，涌入红利、能源、白酒等防御板块。7 月下旬调整由杠杆资金负反馈主导，产业趋势未破坏，核心龙头补跌释放尾声信号；大盘避险资产反攻。8 月上旬，中报密集披露，前期利空边际好转，市场定价逻辑重新切换为业绩驱动，科技等业绩兑现方向板块领涨超跌修复，前期防御板块调整。8 月下旬至 9 月，美债风暴、美联储加息、美伊冲突升级油价飙升，全球风险偏好再收紧，市场转入防御红利、小盘股主题轮动的结构性分化，成交额缩量；加息落地修复行情美股与 A 股市场走势分化：美股纳斯达克新高；而 A 股科技受到强资金面压制，250 日线破位，带来更大资金面结构性压力，短暂反弹后进入第二轮去杠杆行情，极致缩量震荡磨底。

图表1： 大小盘风格图



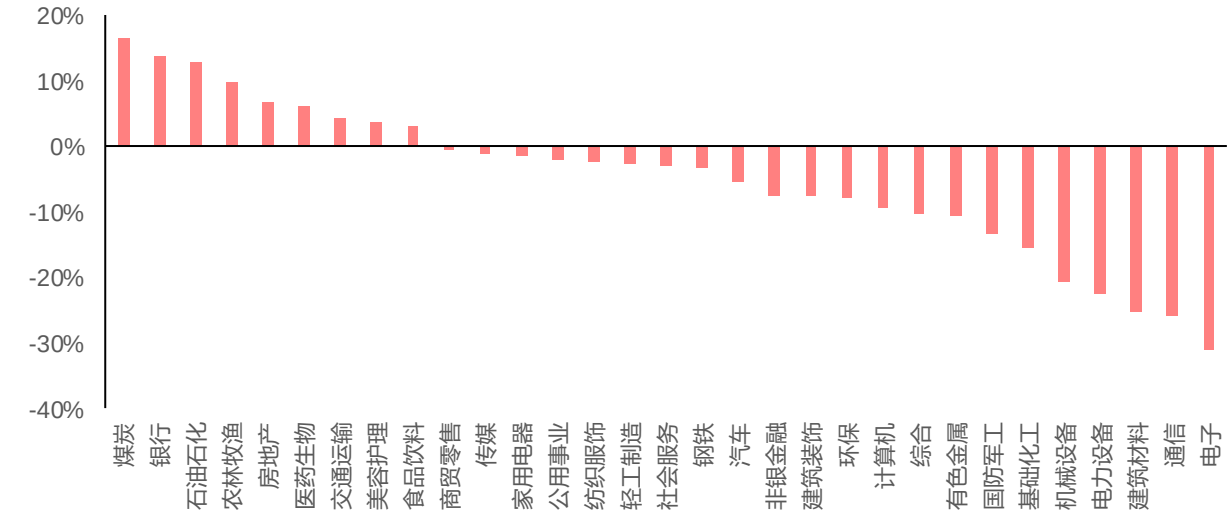
数据来源：iFinD，中信建投证券

图表2： 成长价值风格图



数据来源：iFinD，中信建投证券

图表3： Q4 申万一级行业涨跌幅%



数据来源：iFinD，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

一、2026 年 Q3 复盘

市场行情复盘

Q3 市场行情大致可以分为以下 4 个阶段：

1）阶段一（7.1-7.17）：海内外紧缩共振，算力拥挤交易杠杆出清、市场极致高切低。该阶段，宏观方面日本、韩国央行加息叠加美联储鹰派表态，美债长债收益率突破抬升、美伊冲突推升油价；同时，韩国股市剧烈去杠杆、Meta 闲置算力外售等海内外产业利空因素叠加。

2）阶段二（7.20-8.3）：7 月下旬的调整是杠杆资金负反馈主导的资金面冲击，并非产业趋势破坏，中证 2000、科创 50 先后探明阶段低点。同期政治局会议定调积极有为、着力扩内需，政策底确认，国内利率下行支撑成长估值，避险属性的中证红利同步见顶，**市场避险资产见顶，顶底互换。**

3）阶段三（8.4-8.18）：海外美伊谈判进展推动油价回落、美股科技财报强劲，国内宏观流动性改善、政策定调明确，前期利空四维度边际好转，市场定价重回业绩驱动，中报兑现能力强的光模块等算力硬件领涨超跌修复，前期领涨的防御板块领跌。

4）阶段四（8.19-9.25）：第一轮去杠杆后市场脆弱，美债风暴、联储加息、油价飙升，全球风险偏好压制；市场转入防御红利、小盘股主题轮动的结构性分化，成交额缩量；加息落地后的修复行情，美股与 A 股市场走势分化，市场受强资金面压力，短暂反弹后进入第二轮去杠杆行情，极致缩量震荡磨底。

图表4： 26 年 Q3 市场行情演绎过程（上证指数走势）

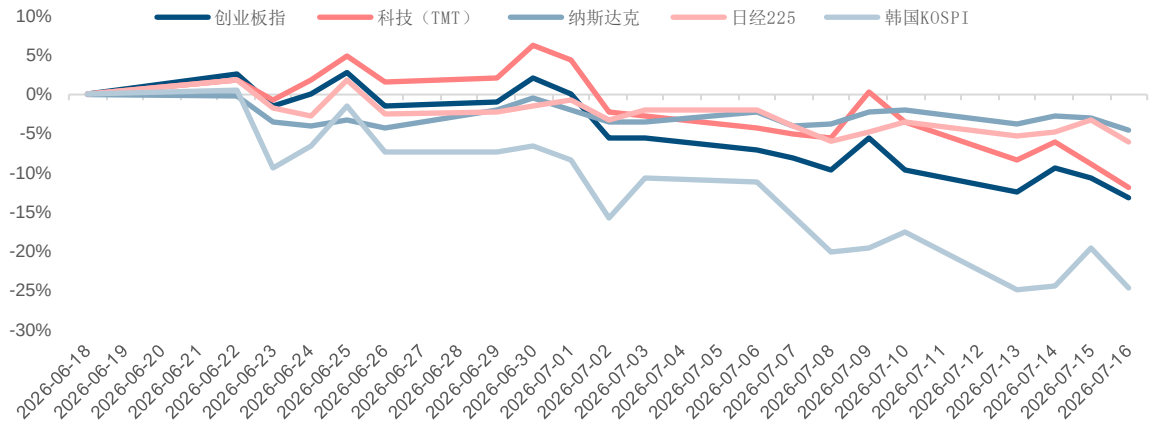


数据来源：iFinD，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

阶段一（7.1-7.17）：海内外紧缩共振，算力拥挤交易杠杆出清、市场极致高切低。二季度末算力交易拥挤度触及历史极值。宏观方面日本、韩国央行加息叠加美联储鹰派表态，美债长债收益率突破抬升、美伊冲突推升油价；同时，韩国股市剧烈去杠杆、Meta 闲置算力外售、Kimi K3 发布引发算力需求预期下调等海内外产业利空因素叠加，全球 AI 杠杆交易集中瓦解。A 股全市场猛烈调整，资金向防御板块迁移。

图表5： 全球科技板块普遍调整



数据来源：iFinD，中信建投证券（指数累计涨跌幅，以 6.18 为基准）

图表6： 7 月初利空事件与市场利空事件密集

日期	事件
2026 年 7 月 1 日	彭博曝 Meta 筹划对外出售富余 AI 算力，市场首次担忧算力过剩、存储需求见顶
2026 年 7 月 3 日	Meta 计划推出算力云业务，全球存储板块集体大跌，悲观情绪传导韩股
2026 年 7 月 10 日	市场流传 SK 海力士 ADR 上市“分流本土资金、定价权转移华尔街”利空传闻
2026 年 7 月 13 日	韩国投资证券（KIS）下修 SK 海力士 Q2 及全年盈利，股价单日暴跌 15.37% 创纪录
2026 年 7 月 16 日	韩国央行三年半首次加息 25bp 至 2.75%，杠杆资金成本抬升
2026 年 7 月 16 日	韩国出台杠杆 ETF 监管新规，保证金提至 3000 万韩元、暂停新品上市，强制去杠杆落地
2026 年 7 月 17 日	社交媒体扩散 36 万杠杆账户爆仓、万亿亏损的恐慌叙事，放大踩踏情绪

数据来源：Bloomberg，财联社，券商中国，中国基金报，中信建投证券

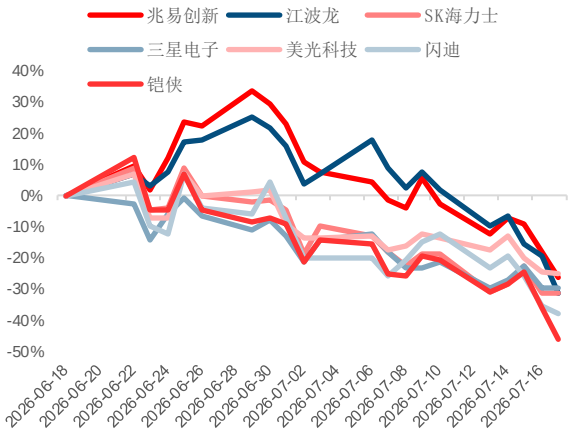
下载日志已记录，仅供内部参考

7 月初的以科技股为主的全面调整呈现国家的联动与行业的分异。

第一，韩国市场（SK 海力士、三星电子）和全球存储板块是 7 月初调整的中心，市场调整的主要风险来源是韩国的三层去杠杆联动强化。韩国散户投资者的杠杆呈“三重嵌套”结构：第一层是场外借钱，即以信用贷款等方式举借资金入市；第二层是场内融资，投资者通过券商信用交易进一步加杠杆；第三层是产品杠杆，融入的资金再集中买入 SK 海力士、三星电子的两倍、三倍做多杠杆 ETF。波动随后沿存储产业链迅速传导，美国美光科技、日本存储产业链（铠侠、爱德万测试等）以及 A 股存储相关公司均出现明显调整，存储成为本轮全球科技板块中跌幅最深的环节。

第二，光模块、PCB、服务器、半导体设备材料等其他算力上游也受到风险偏好传导，但整体跌幅小于存储板块。上述环节与存储同处 AI 算力产业链上游，且前期涨幅较大、交易拥挤度较高，在韩国市场剧烈波动期间受到情绪面波及而跟随回调。但由于其本身杠杆敞口有限，订单与业绩兑现的产业逻辑未被破坏，本轮调整更多体现为风险偏好收缩下的被动跟随，跌幅整体可控。

图表7： 韩国存储公司带动全球存储公司调整



数据来源：iFinD，中信建投证券（累计涨跌幅，以 6.18 为基准）

图表8： 存储主要公司与产业链环节

市场	代表公司	产业链环节
韩国	SK海力士	存储原厂：全球DRAM龙头、HBM市占率第一
韩国	三星电子	存储原厂：全球最大存储厂商，覆盖DRAM、NAND、HBM，兼有晶圆代工业务
美国	美光科技	存储原厂：DRAM/HBM原厂，兼营NAND
美国	闪迪	存储原厂：NAND闪存设计及制造
中国	兆易创新	存储芯片设计：NOR Flash全球龙头，利基型DRAM放量
中国	江波龙	存储模组：采购原厂晶圆封装成嵌入式存储、SSD、内存条
日本	铠侠	存储原厂：NAND闪存发明者、全球主要NAND原厂

数据来源：iFinD，中信建投证券

图表9： 国内算力上游环节内部跌幅分异

环节	公司	7 月初涨跌幅
MLCC	三环集团	-41.92%
存储	江波龙	-40.70%
存储	兆易创新	-40.01%
MLCC	风华高科	-37.46%
半导体设备材料	北方华创	-27.62%
PCB	胜宏科技	-26.12%
半导体设备材料	中微公司	-24.09%
光模块	中际旭创	-19.92%
光模块	新易盛	-16.10%
PCB	沪电股份	-11.87%

数据来源：iFinD，中信建投证券（7 月初是指阶段 1，即 7.1-7.17）

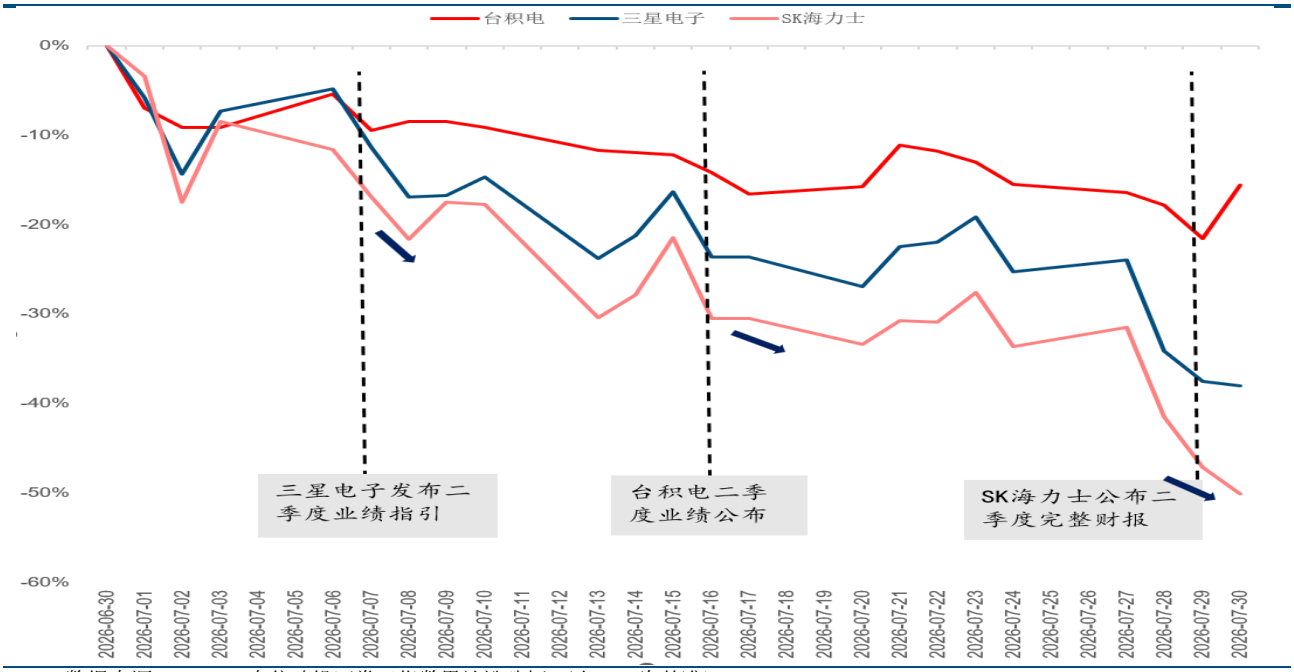
该阶段市场风险偏好下降，银行、煤炭、公用事业和石油石化等高股息板块具备较强的波动对冲属性。煤炭、银行、石油石化等板块涨幅靠前，资金已呈现从高估值成长板块向低估值防御性板块切换的趋势。

下载日志已记录，仅供内部参考

阶段二（7.20-8.3）政策预期驱动指数企稳反弹，科技二次探底龙头补跌，避险资产见顶。

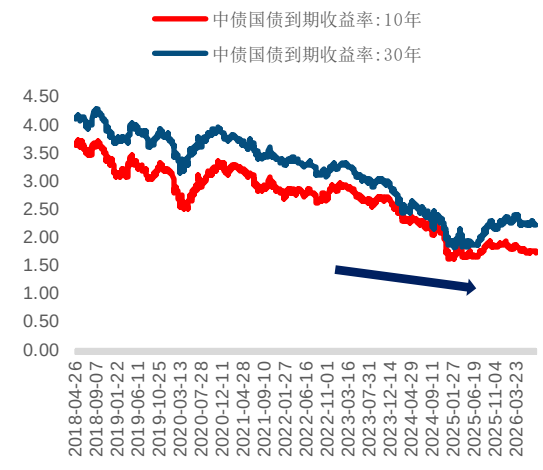
7 月下旬的持续调整是杠杆资金卖出主导的资金面冲击，而非产业趋势的破坏：压力源头在韩国散户杠杆与单股杠杆 ETF 的负反馈，市场暂时呈现业绩与股价背离，因此中小盘与科技继续出清，中证 2000、科创 50 先后探明阶段低点。同时市场交易 7 月政治局会议宽松预期，政治局会议定调更加积极有为的宏观政策，着力扩内需、优供给。会议提出“深化资本市场投融资综合改革，提升资本市场韧性和信心”，政策重心由短期稳市场进一步拓展至投融资两端的制度建设，稳增长和支持资本市场信号持续释放；叠加国内利率延续下行，对权益资产特别是成长板块估值构成支撑，中证红利同步见顶。

图表10： 市场并未按照业绩进行有效定价



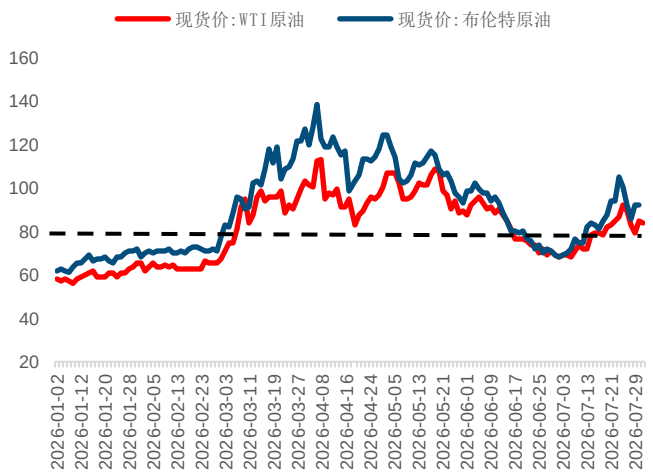
数据来源：iFinD，中信建投证券（指数累计涨跌幅，以 6.30 为基准）

图表11： 国内利率延续下行（%）



数据来源：iFinD，中信建投证券

图表12： 国际油价阶段性回落（美元/桶）



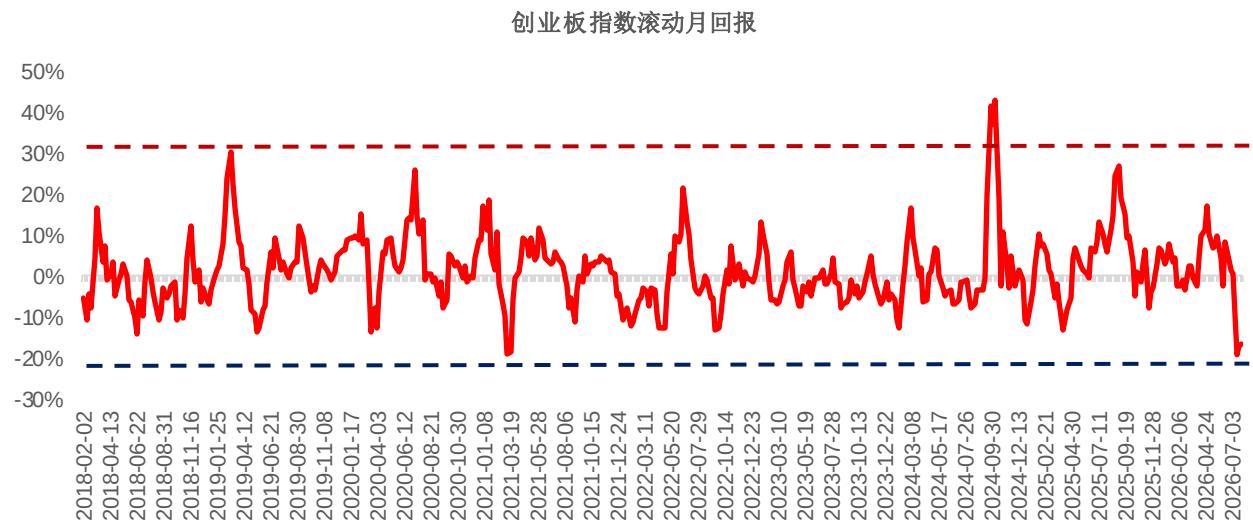
数据来源：iFinD，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

A 股在 7 月下旬完成了较充分的调整，融资余额已超过二十个交易日下滑，累计缩水超 2500 亿元；算力板块调整路径从外围扩散至核心。

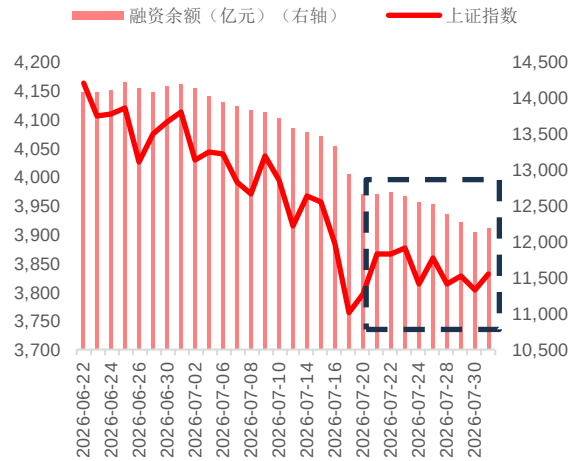
上半月主要是二三线科技股和高估值小票下跌，中际旭创等核心算力龙头相对抗跌；下半月中际旭创新易盛等核心龙头开始补跌。创业板滚动月回报接近 20%，短期价格对悲观情绪的定价已经过度，筹码出清的程度已可比肩历史上的流动性冲击尾声。**核心龙头的补跌通常是一轮调整的尾声信号：随着二三线标的和核心龙头均完成风险释放，板块做空动能明显衰竭，算力板块后续面临的补跌压力明显下降。**

图表13： 创业板指数滚动月回报骤跌



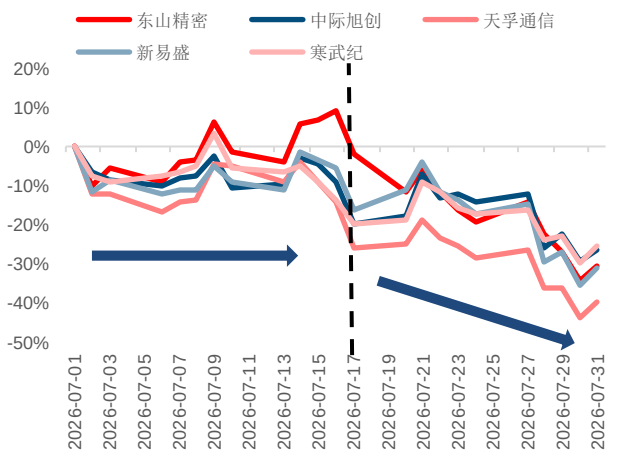
数据来源：iFinD，中信建投证券

图表14： 融资余额持续下降



数据来源：iFinD，中信建投证券

图表15： 7 月下半月核心龙头补跌

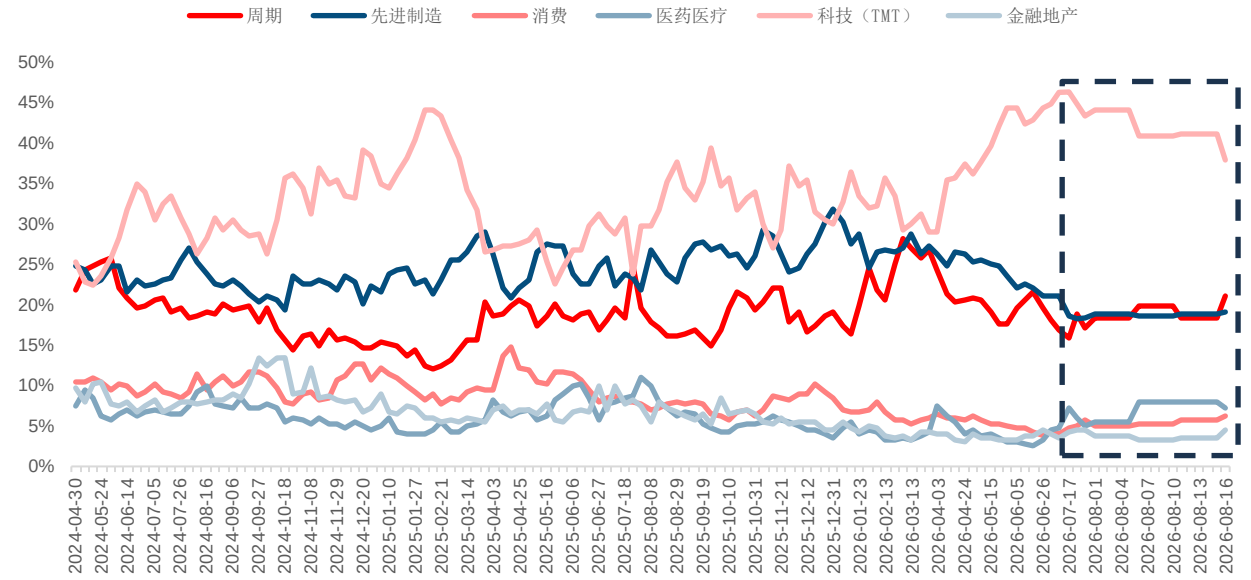


数据来源：iFinD，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

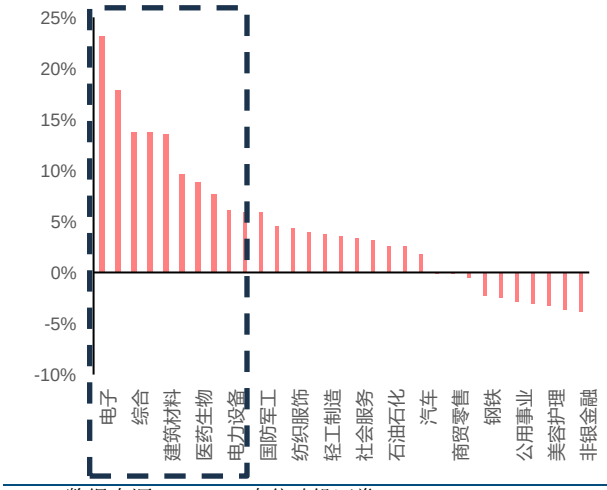
阶段三（8.4-8.18）利空消化叠加中报验证，市场超跌修复，定价重回业绩驱动。8 月初，以算力硬件为代表的科技股引领全市场的反弹，前期利空已得到一定程度消化，宏观流动性改善、政策定调明确、产业订单验证、情绪恐慌释放四维度同时边际好转。海外方面，美伊就霍尔木兹海峡谈判取得进展预期推动油价回落，美股科技股强劲财报共振大涨。中报密集披露期内业绩兑现能力强的光模块等产业链领涨，前期领涨防御板块领跌。

图表16： TMT 板块成交额回落，其他板块成交额持续下降趋势逆转



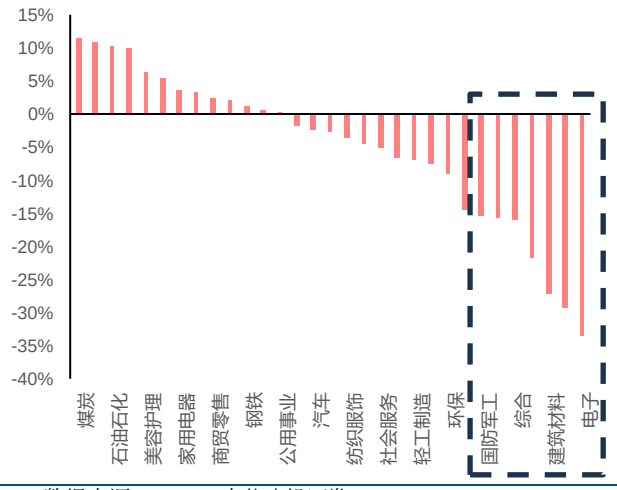
数据来源：iFinD，中信建投证券

图表17： 8 月初至 8 月 18 日科技板块反弹



数据来源：iFinD，中信建投证券

图表18： 7 月科技板块回调较充分



数据来源：iFinD，中信建投证券

我们认为 8 月初的修复行情主要源于资金重新围绕基本面定价以及海外科技反弹的带动。

由于 6 至 7 月的市场回调属于技术性调整，业绩趋势和产业逻辑未被破坏，超卖明显、情绪回落至恐慌区间后。

下载日志已记录，仅供内部参考

资金层面，宽基 ETF 持续净流入与融资余额出清同步出现，筹码结构已经完成一轮快速换手，交易结构拥挤缓解。叠加内外去杠杆最剧烈的阶段过去、重大事件完成定价，市场重新为好业绩付费。Lumentum、Arista、CoreWeave 等公司业绩相继披露，AI 数据中心建设、光连接与网络设备需求进一步获得验证。

图表19： 国内算力上游环节内部跌幅分异

公司名称	股票代码	最新季度及截至日	最新季度营收（亿美元）	营收同比	下一季度业绩指引	近期涨跌幅
Lumentum	LITE.O	FY2026 Q4，截至 2026 年 6 月 27 日	10.063	109.3%	收入 12.25 亿—12.75 亿美元	42.06%
Arista	ANET.N	2026Q2	30.357	37.7%	收入约 33 亿美元	17.15%
Coreweave	CRWV	2026Q2	25.75	112.5%	收入 34.5 亿—36 亿美元	56.40%
AXT	AXTI.O	2026Q2	0.48	164.8%	已有约 6600 万美元 Q3 收入具备较高确认度	90.93%
应用材料	AMAT.O	FY2026 Q3，截至 2026 年 7 月 26 日	91.15	25%	收入 97.5 亿-107.5 亿美元	6.45%

数据来源：各公司财报，iFinD，中信建投证券

图表20： A 股科技股业绩情况

公司名称	股票代码	26H1 业绩（亿元，%）			
		营收	营收 YoY	归母净利润	归母净利润 YoY
寒武纪	688256.SH	60.0	108.13%	23.11	122.61%
海光信息	688041.SH	91.0	66.52%	17.98	49.69%
江波龙	301308.SZ	240.9	136.26%	105.77	71528.66%
生益科技	600183.SH	190.3	50.05%	32.87	130.42%
工业富联	601138.SH	5,578.6	54.64%	237.40	95.99%

数据来源：iFinD，中信建投证券

图表21： 国内科技链资本开支与重要事件梳理

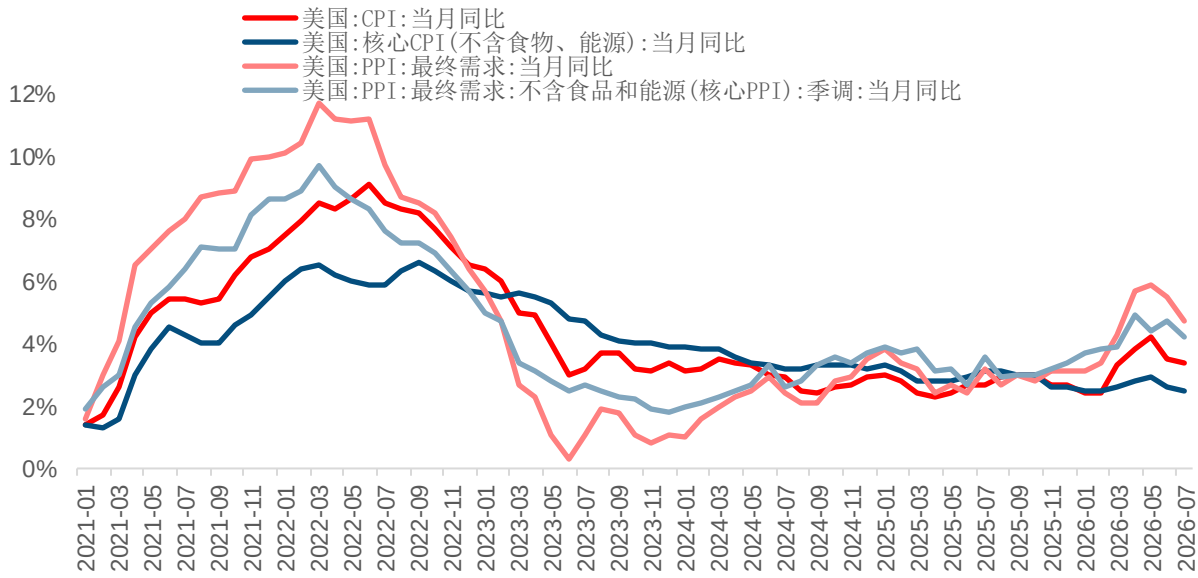
日期	事件
2026 年 2 月	中芯国际 2025 全年收入 93.27 亿美元创新高；2025 年资本开支 81.0 亿美元，年末折合 8 英寸月产能 105.9 万片，指引 2026 年资本开支与 2025 年大致持平
2026 年 4 月	2025 年中国 AI 加速卡出货约 400 万张，国产合计约 165 万张、份额 41%首破四成
2026 年 4 月	2025 年全球设备销售 1351 亿美元创新高；中国大陆 493 亿美元、连续六年全球第一；预测 2026/2027 年全球达 1450 亿/1560 亿美元
2026 年 4 月	全国智能算力总规模达 188 万 PFLOPS，八大枢纽占比超 80%；全国一体化算力网纳入“十五五”规划 109 项重大工程
2026 年 5 月	字节将 2026 年 AI 资本开支上调至少 25%至超 2000 亿元（去年底初案 1600 亿），主因 AI 投入加深、存储涨价；同步提高国产 AI 芯片采购比例
2026 年 5 月	阿里 2026 财年全年资本开支 1260.63 亿元创最快增速
2026 年 5 月	阿里业绩会披露，平头哥自研 GPU 规模化量产，截至 2026 年 2 月累计交付 47 万片，60%以上服务外部客户
2026 年 8 月	腾讯 2026Q2 财报营收 2047.85 亿元；资本开支 528 亿元，远超市场预期的 321 亿元；AI 投入有下行保护（算力可经腾讯云出租，订单利润率超 30%），今年底及明年将有充足 GPU 和 ASIC 储备，将加大裸 GPU 出租与 MaaS
2026 年 8 月	据央广网，字节、腾讯、阿里、百度四家合计资本开支年增速超 80%，字节投入力度最大，重心在大型数据中心、自研芯片平台及国产 AI 算力方案

数据来源：中芯国际，阿里，腾讯，路透社，SEMI，国家数据局，财联社，南华早报，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

海外方面，7 月底大规模去杠杆结束后，全球科技资产快速反弹，前期杠杆出清压力较大的市场修复弹性更强。同时，7月美国 CPI、核心 CPI 以及 PPI 均较前期高点回落，表明二季度一度上升的通胀压力开始收敛；与此同时，新增非农就业人数转负，减少 2.3 万人，劳动力市场扩张动能明显减弱。通胀和就业同步降温，降低了美联储重新收紧货币政策的必要性，也缓解了美债利率进一步上行的压力。

图表22： 美国 CPI&PPI 当月同比

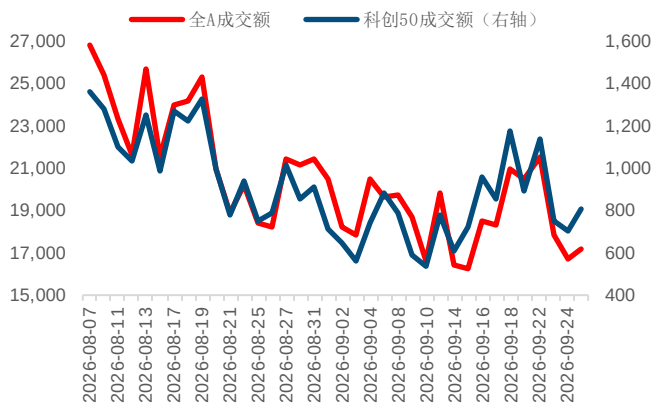


数据来源：iFinD，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

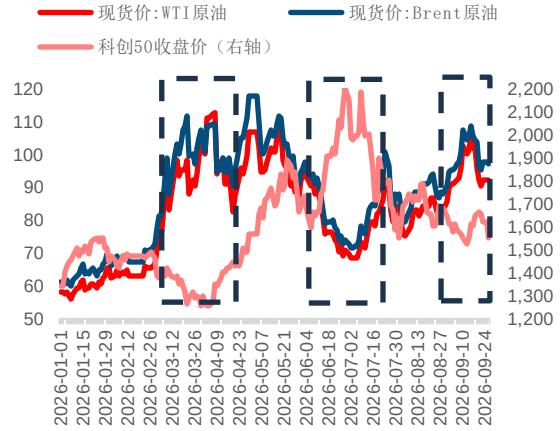
阶段四（8.19-9.30）8 月下旬至 9 月，海外美债风暴、美联储加息、美伊冲突升级油价飙升，全球风险偏好再收紧，市场转入防御红利、小盘股主题轮动的结构性分化，成交额极致缩量；加息落地修复行情美股与 A 股市场走势分化：美股纳斯达克新高；而 A 股科技受到强资金面压制，在短暂弱反弹后迅速走低，250 日线破位，带来更大资金面结构性压力，进入第二轮去杠杆行情，极致缩量震荡磨底。

图表23： 市场成交额持续萎缩，存量博弈（亿元）



数据来源：iFinD，中信建投证券

图表24： 油价对科技板块股价压制作用明显

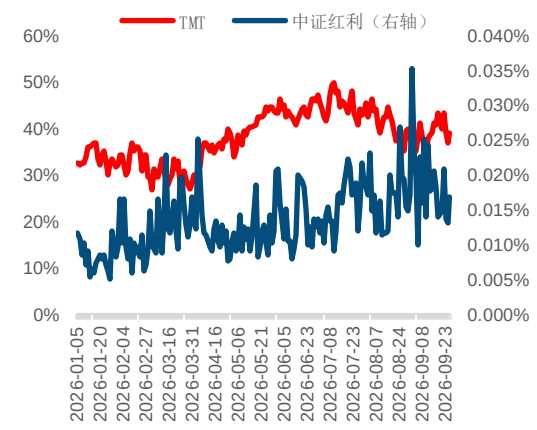


数据来源：iFinD，中信建投证券

海外方面，美联储偏鹰叠加油价飙升，成长估值遭遇双杀。美联储 9 月以 12:0 全票加息 25bp 至 3.75%-4.00%，点阵图显示多数官员预计年内再加息 1 次、2027 年利率维持高位不降息，美债收益率上行直接压制 AI、半导体等远期现金流定价的高估值板块；同时中东局势升级推升原油价格居高不下，输入性通胀与能源供应扰动进一步抬升全球风险资产波动率。

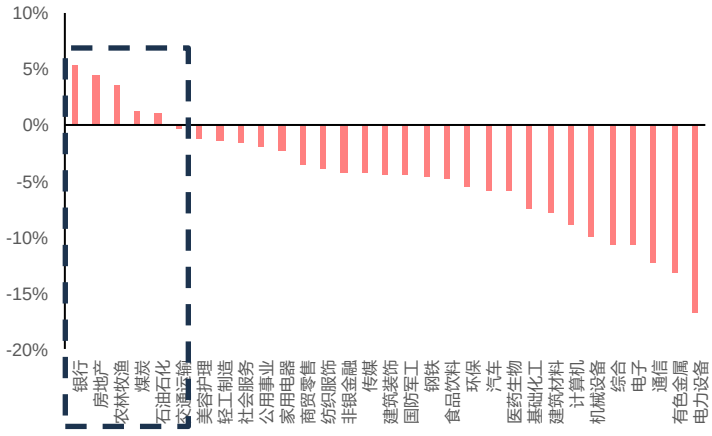
央行三季度例会延续适度宽松总基调，删除跨周期表述、强调加大逆周期调节力度，为市场估值底部提供支撑。但 AI 硬件前期交易过度拥挤，业绩兑现分化触发集中去杠杆。 **8 月 19 日放量大跌高位筹码出逃，银行、煤炭、石油石化等防御板块逆势走强。**此前 TMT 板块机构持仓拥挤度处于历史高位，对远期利率、订单兑现极其敏感。**军工、航运、地产服务、消费防御承接出逃资金。中船系、航运概念走强，地产服务、其他酒类、林业等低位板块补涨。**

图表25： TMT 板块持仓历史高位，资金剧烈再平衡



数据来源：iFinD，中信建投证券

图表26： 防御板块逆势走强

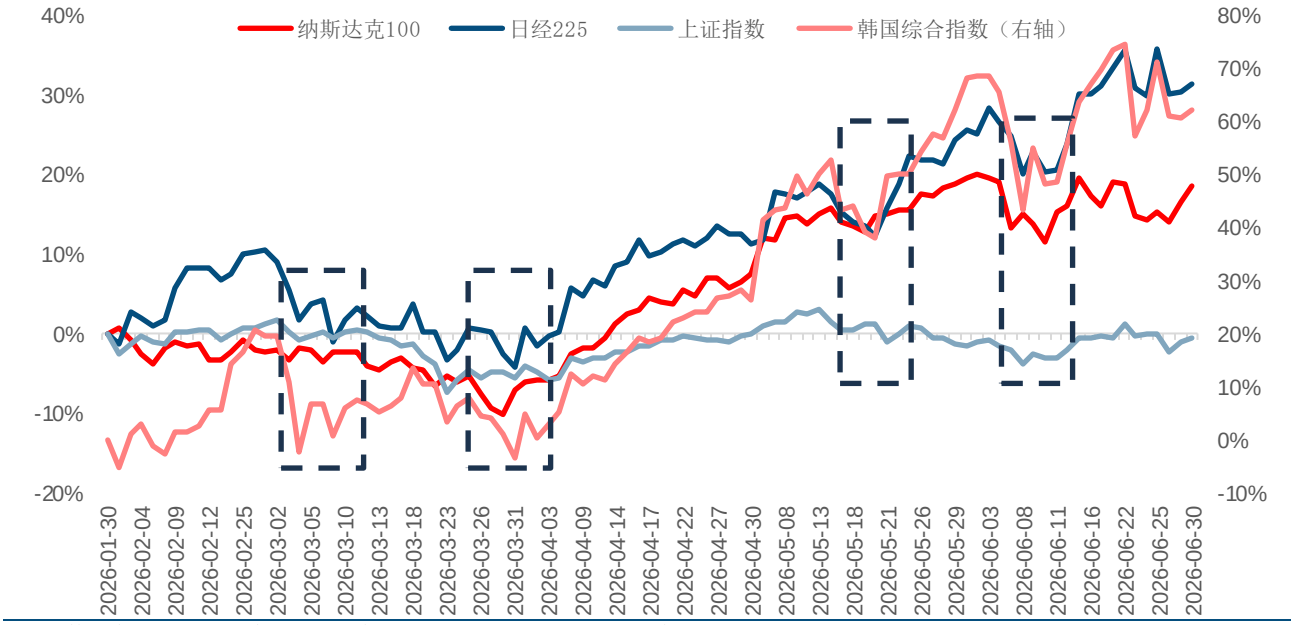


数据来源：iFinD，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

回顾 2026 年上半年几轮科技股调整，全球市场走势基本同步，且美股始终呈现反弹更早、回撤幅度相对可控的特征。而在 9 月下旬加息“靴子落地”催生的修复行情中，A 股与美国、中国台湾股票市场走势首次出现极大分化。

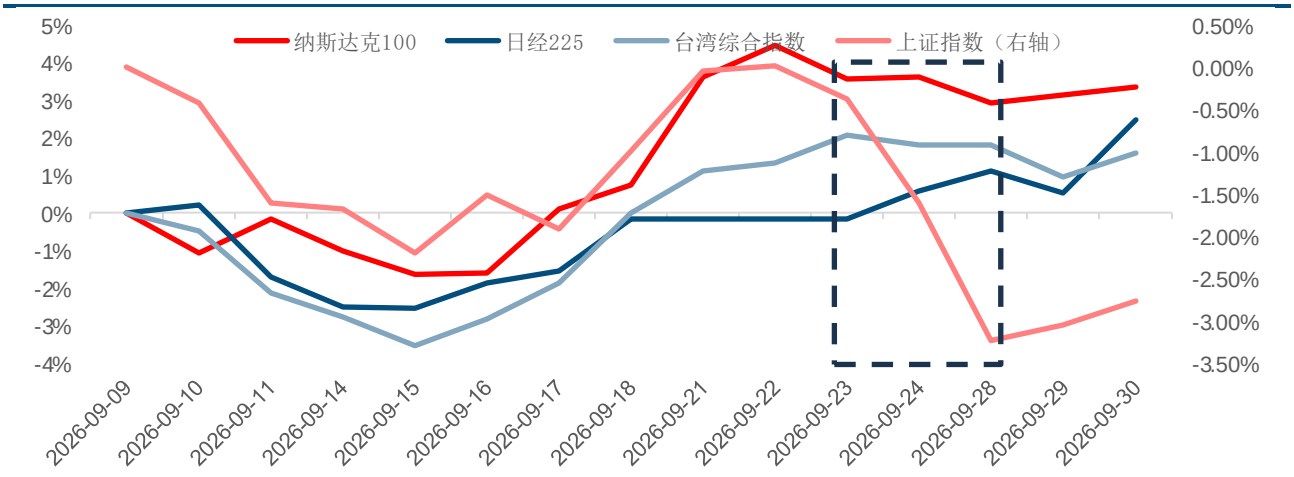
图表27： 2026 年上半年几轮科技股呈现联动调整



数据来源：iFinD，中信建投证券（累计涨跌幅，以 2026.01.30 为基准）

9 月 16 日美联储加息落地当日，A 股低开高走，9 月 15 日至 16 日科创 50 两个交易日累计上涨近 6%，半导体、CPO、光模块等赛道领涨，然而这轮反弹仅持续一周；9 月 23 日中美元首华盛顿会晤，关税休战短于市场预期且美方未释放芯片出口管制放松信号，叠加中秋假期前观望情绪，后续 A 股普跌调整。9 月 28 日节后首个交易日，四重压力共振下市场再度大幅下挫。同一时期，海外市场的修复行情持续：9 月 21 日纳斯达克指数大涨 2%创历史新高，芯片股领涨；中国台湾加权指数最高价、收盘价双双创历史新高，年内累计涨幅达 65.04%。10 月 2 日纳指 100 进一步站上 31000 点关口创历史新高。

图表28： 加息后 A 股与美、台等走势分化延续调整



数据来源：iFinD，中信建投证券（累计涨跌幅，以 2026.09.09 为基准）

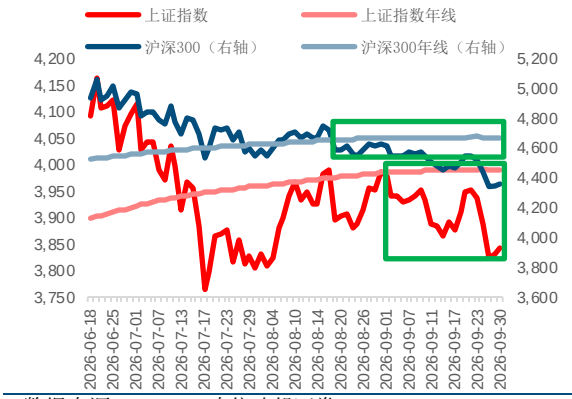
下载日志已记录，仅供内部参考

结构层面，8 月下旬至 9 月末资金呈现抱团红利资产和小盘股迅速轮动的哑铃型配置，主题轮动显著加快。

本阶段市场缺乏持续主线，各主题行情持续时间普遍仅一周左右：8 月下旬受气候问题炒作转基因种业主题活跃，敦煌种业区间最高涨幅达 29.73%；随后智能驾驶主题接棒；9 月初杠杆资金方向反转，农林牧渔以 4.24 亿元融资净买入居申万一级行业首位，煤炭、石油石化等防御板块同获加仓；9 月末海温指数首次突破 3℃，农业产业链关注度再度提升。与之相对，红利资产重新成为资金避风港：国庆节前 A 股 147 家公司集中实施现金分红、累计派现约 348 亿元，高股息资产的类固收属性在缩量调整市中凸显。

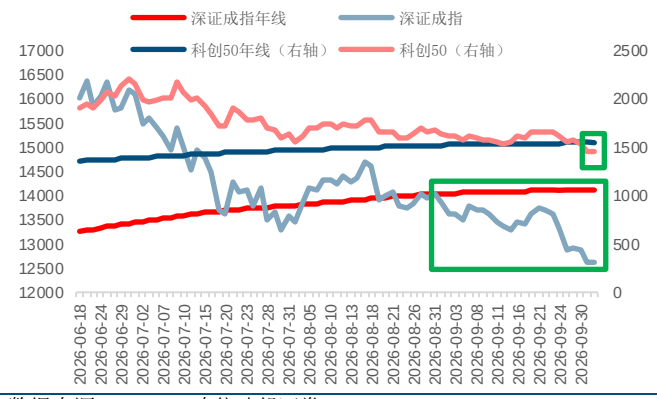
A 股反弹偏弱的核心在于自身资金面：第二波去杠杆叠加年线破位的结构性压力。从资金面数据看，沪深京三市两融余额自 7 月 1 日 30304.74 亿元回落至 9 月 15 日的 26274.71 亿元，两个半月持续缩水；其中自 8 月中下旬开始，融资余额连续四个交易周走低，场内杠杆中枢持续下移，构成继 7 月上中旬之后的第二波去杠杆，收缩高度集中于前期拥挤的科技成长赛道。同时，9 月中上证指数、深证成指、沪深 300、科创 50 先后跌破 250 日线并持续在年线下，年线破位触发趋势类、量化类资金的结构性减仓，进一步放大抛压。

图表29： 上证指数、沪深 300 跌破年线（MA250）



数据来源：iFinD，中信建投证券

图表30： 深证成指、科创 50 跌破年线（MA250）



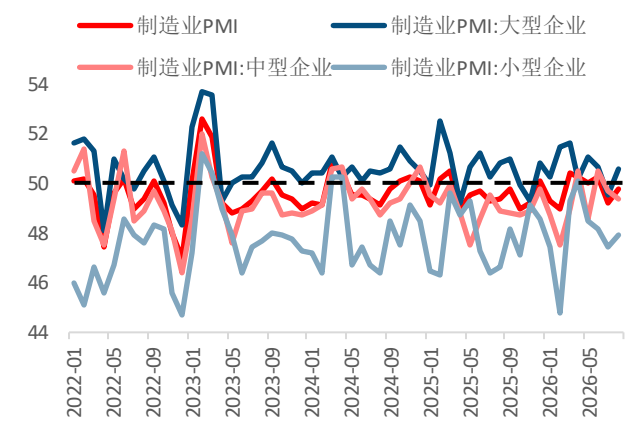
数据来源：iFinD，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

国内基本面变化过程

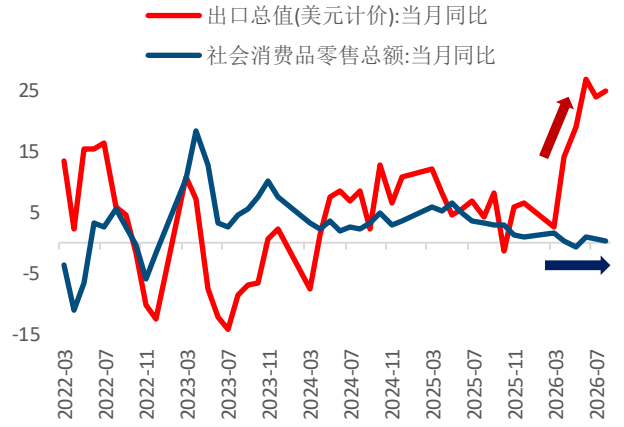
6 月制造业 PMI 重返扩张区间，上半年经济在合理区间运行，但内需不足与外需高增的分化格局延续。6 月制造业 PMI 录得 50.3%，比上月上升 0.3 个百分点，重返扩张区间，其中高技术制造业 PMI 录得 53.5%，明显高于制造业总体；非制造业商务活动指数 50.2%，综合 PMI 产出指数 50.6%，企业生产经营活动总体扩张略有加快。二季度及上半年 GDP 同比增长 4.7%，经济总量达 69.57 万亿元。外需方面，6 月进出口 4.78 万亿元，同比增长 24.2%，连续 17 个月保持增长，其中集成电路单月出口 382.1 亿美元，占当月出口总值近 10%，成为第一大类出口商品。但需求侧仍显疲弱：上半年社会消费品零售总额 24.87 万亿元，同比仅增长 1.3%。

图表31： 6 月制造业 PMI 短暂重回扩张区间（%）



资料来源：iFinD，中信建投证券

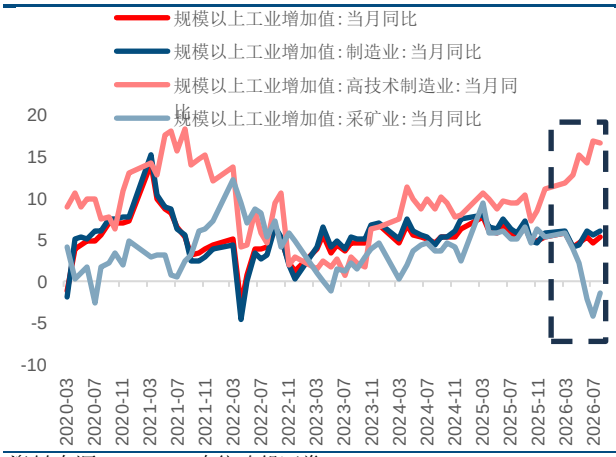
图表32： 内需不足外需高增分化延续（%）



资料来源：iFinD，中信建投证券

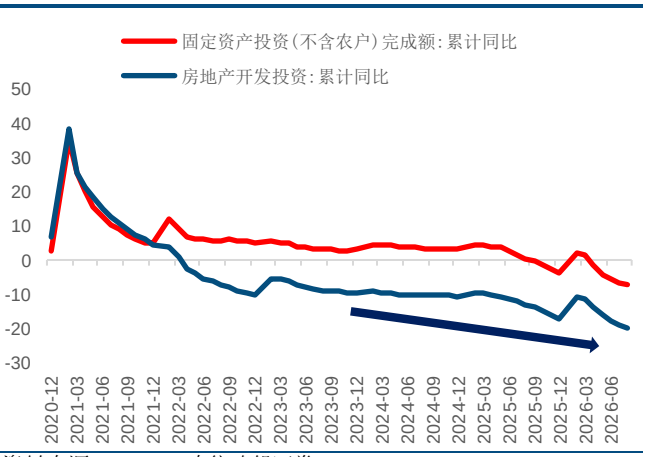
7 月极端天气与地缘冲突扰动供给，生产消费同步回落，外需韧性凸显，政策定调加力扩大内需。7 月规模以上工业增加值同比增长 4.5%，比上月明显回落，部分区域高温、强降雨等极端天气冲击市场供给和需求。消费端，7 月社零总额 3.90 万亿元，同比仅增长 0.6%，其中限额以上单位社零同比下降 3.4%，汽车类零售额下降 17.0%，建筑及装潢材料类下降 14.2%。物价层面，7 月 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅回落 0.5 个百分点。输入性因素与国内需求疲弱共同压制价格。政策层面，7 月 30 日中央政治局会议明确更加积极有为的宏观政策取向，要求根据形势变化推出增量政策，提出加力扩大内需、优化供给，市场对下半年稳增长政策加码的预期升温。

图表33： 7 月工业增加值回落产业分化（%）



资料来源：iFinD，中信建投证券

图表34： 地产持续下探（%）

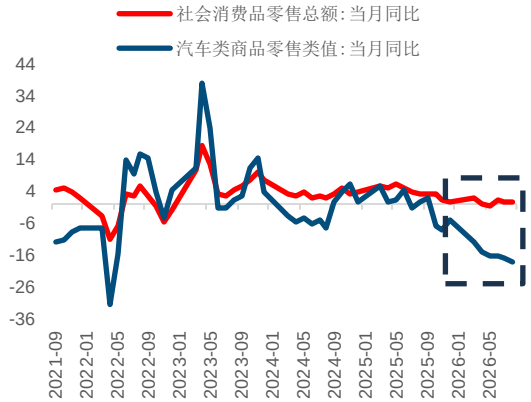


资料来源：iFinD，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

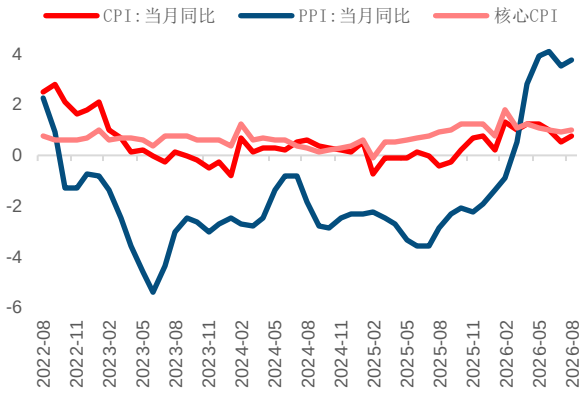
8 月生产与物价回暖，出口高增，但内需疲弱未改善，内冷外热格局延续，政策应对必要性进一步上升。 8 月规模以上工业增加值同比增长 5.2%，比上月加快 0.7 个百分点，制造业增长 6.1%，其中高技术制造业增长 16.7%，计算机通信电子设备制造业增长 17.2%，工业机器人产量增长 34.6%，科技板块对应企业保持高景气。物价层面，8 月 CPI 同比上涨 0.8%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点，核心 CPI 回升至 1.0%；PPI 同比涨幅扩大至 3.8%，环比由降转涨，煤炭开采、有色金属等行业涨价明显。但内需端仍在磨底：8 月社零总额同比增长仅 0.4%，1-8 月固定资产投资同比下降 7.2%，房地产开发投资下降 19.9%，民间投资下降 10.1%，新建商品房销售面积下降 12.1%，消费与投资下行压力叠加，三季度基本面延续“生产强、外需旺、内需弱”的结构性分化，亟待政策加码。

图表35： 社零低位汽车类零售延续深跌（%）



资料来源：iFinD，中信建投证券

图表36： 物价指标回升通缩部分缓解（%）

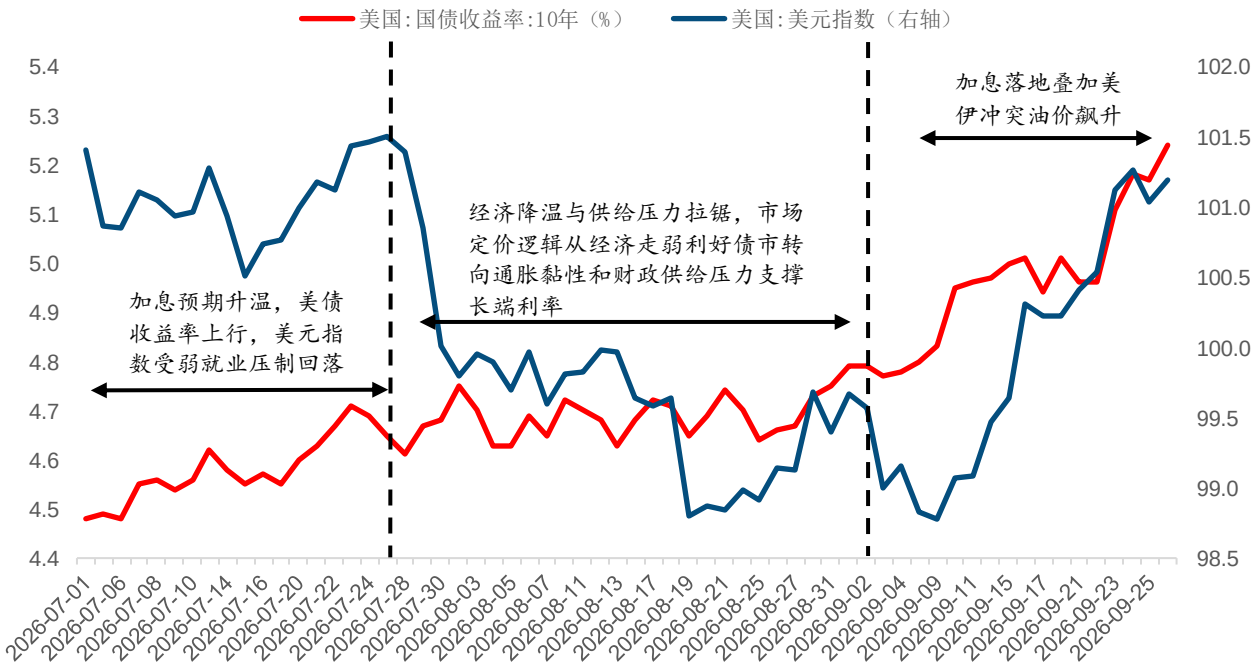


资料来源：iFinD，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

海外基本面变化过程

图表37： Q3 美债收益率与美元指数演绎过程



数据来源：iFinD，中信建投证券

重大市场事件时间线梳理

7 月，美伊停火协议月初破裂，油价维持高位；10 年期美债收益率上行约 80 个基点，其中约 77 个基点由实际利率贡献，盈亏平衡通胀率基本稳定，债券市场判定能源冲击不会演变为持续广谱通胀。同期 AI 交易内部剧烈分化，甲骨文因 AI 数据中心建设致自由现金流转负、被标普下调至 BBB-，微软、英伟达等 CDS 利差全面走阔，市场对 AI 资本开支的担忧从股价估值蔓延至信用质量。

8 月，美日联合干预汇市，日本当局当月动用约 15.4 万亿日元干预汇市，为日央行历史上最大规模，叠加美国财政部协同，日元自 38 年新低升破 160，且未动用 FIMA 回购工具筹资，避免了抛售美债的外溢冲击。8 月 28 日，美联储主席沃什在杰克逊霍尔年会首次发表政策演说，2%通胀目标不变、通胀若不能明确快速回落则继续行动、减少前瞻指引。

9月，紧缩兑现与地缘升级共振，全球资产定价重塑。9月 10日欧央行率先再次加息；9 月 16 日美联储以 12 比 0 全票加息 25 个基点至 3.75%-4.00%，为 2023 年 7 月以来首次收紧，点阵图中位数显示年内再加息一次。9 月下旬美伊冲突全面升级，特朗普拒绝伊朗停火提案、宣布停火结束，布伦特原油逼近 107 美元，美国柴油价格创历史新高；美债收益率、美元、油价三共振对全球风险资产分母端形成终极压制。同时，伊朗战争推高生活成本使特朗普支持率走弱，博彩市场显示民主党横扫国会概率升至 66%。

流动性线梳理

7 月 29 日 FOMC 以 9 比 3 维持利率 3.5%-3.75%不变，三名鹰派委员主张立即加息，为 2016 年以来首次三票同

下载日志已记录，仅供内部参考

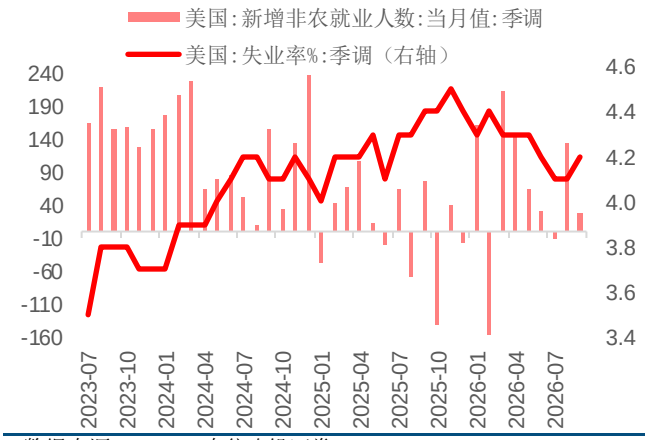
向反对，鹰派暂停下市场利率自行完成紧缩，会后 2 年期下行而 30 年期美债收益率升至 2007 年以来新高。8 月杰克逊霍尔讲话后 9 月加息概率翻倍，资金面却呈现极致乐观与政策转鹰的反差：全球基金经理现金占比 3.5%为历史第六低、股票净超配 56%创 2021 年 11 月以来新高，美债长端安全溢价转负、外国官方持有占比降至约 42%，财政赤字与通胀风险正重新定价美债安全属性。9 月 16 日加息落地后，经济预测上调通胀、下调失业率，沃什将加息定义为取消宽松而非增强限制，长端上行由经济走强、资本竞争（财政融资+AI 资本开支）与地缘扰动共同驱动；AI 驱动分化下，基于失业率与实际 GDP 的泰勒规则合理利率相差 21 个基点，总量政策难以适配结构性经济热度，政策可预测性下降将持续抬升期限溢价。

宏观变化线梳理：Q3 美国呈现制造业高位扩张、就业先弱后强、通胀高位企稳、油价二次冲击的组合，经济进入 AI 驱动的 K 型分化。

7 月 ISM 制造业 PMI 录得 55.6%创 2022 年以来新高，而 7 月非农初值意外减少 2.3 万人，核心通胀边际改善；8 月制造业回落至 54.6%，核心 CPI 同比 2.4%创 2021 年 4 月以来新低，但 PPI 同比升至 5.4%、柴油价格环比大涨 24.1%，上游传导隐忧积聚；9 月公布的 8 月非农 16.2 万人大超预期、前两月合计上修 5.5 万人，“就业强+通胀黏性+油价涨”的组合逆转宽松幻想。结构上看，上半年美国实际 GDP 同比 2.4%，AI 资本开支与股市财富效应托举的消费贡献绝大部分增长，AI 需求强支撑 GDP 却不能提振就业，经济从软着陆转向不着陆定价。

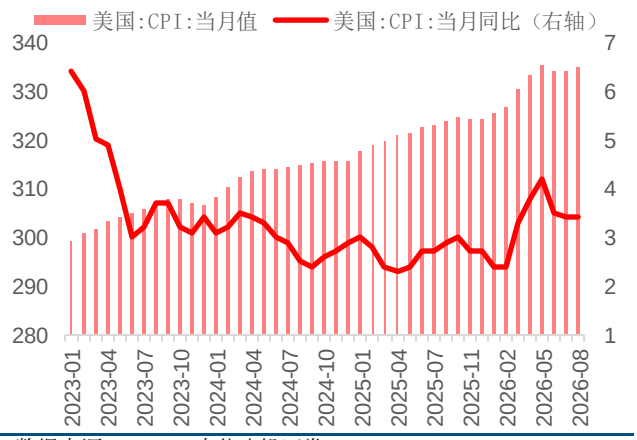
下载日志已记录，仅供内部参考

图表38： 美国非农就业先弱后强



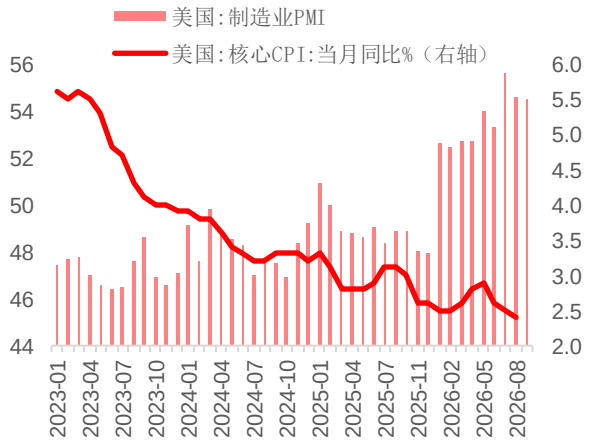
数据来源：iFind，中信建投证券

图表39： 美国通胀企稳



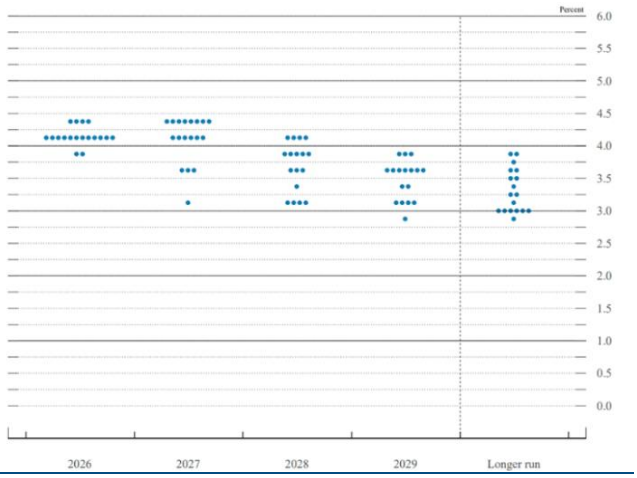
数据来源：iFind，中信建投证券

图表40： 制造业高位扩张核心通胀阶段新低



资料来源：iFinD，中信建投证券

图表41： 9 月 FOMC 会议公布的美联储利率点阵图



资料来源：Fed，中信建投证券

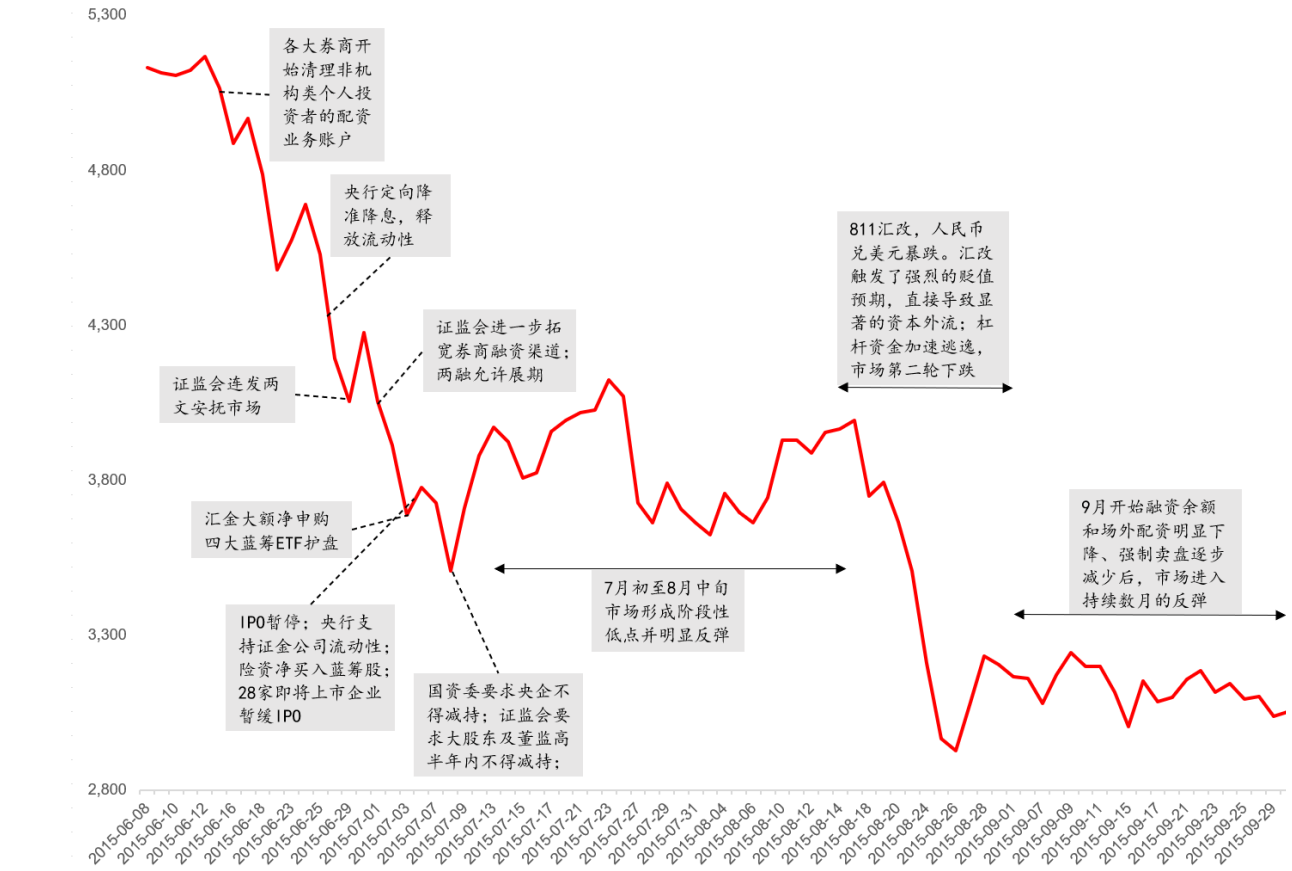
下载日志已记录，仅供内部参考

二、三季度行情给我们带来什么启示？

杠杆去化的复盘与启示：对比 2015 年看本轮去杠杆的节奏

2026 年三季度，市场经历了一轮快速的杠杆去化。7 月科技成长板块在交易极致拥挤后剧烈回调，两融余额单月骤降，杠杆资金快速撤离；8 月中旬与 9 月下旬，市场在资金面脆弱的窗口期两度遭遇海外利空冲击（美债收益率飙升、美联储三年来首次加息），出现无差别普跌。复盘历史上的典型案例表明，监管层第一次出手通常意味着市场进入政策干预阶段，但并不等于去杠杆完成。真正的市场底部一般需要经历“政策阻止无序下跌—市场短期反弹—残余杠杆继续出清—价格对利空反应钝化”几个步骤，本轮去杠杆与 2015 年股灾在成因、过程和市场表征上均有高度可比之处，具体如下：

图表42： 2015 年 A 股全面去杠杆走势与事件复盘



数据来源：iFinD，中信建投证券

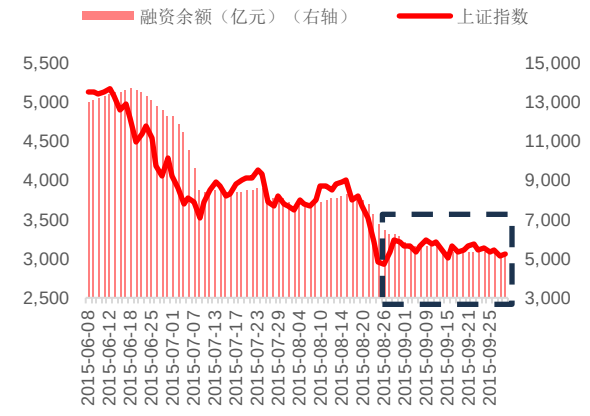
（1）本轮去杠杆的速度与 2015 年可比，但杠杆结构更健康，决定了下跌的烈度不同。回顾 2015 年，两融余额自 2014 年 6 月的约 4000 亿元飙升至 2015 年 6 月 18 日的 2.27 万亿元历史峰值，一年扩张近 5 倍；场内外合计杠杆规模市场估计高达 4 万亿元，其中游离于监管之外的场外配资约 2 万亿元（杠杆 4-5 倍）、伞形信托约 7000 亿元，两融占流通市值比重达 4.7%。2026 年 1 月 13 日，本轮两融余额创下 2.67 万亿元的历史新高，开年仅 7 个交易日融资净买入即接近 1400 亿元，杠杆资金入市节奏明显加快，个别大中型券商两融额度一度用完。但结构上有本质区别：其一，本轮杠杆几乎全部在场内、处于监管视野之内，场外配资在历年严监管下基本出清；其二，监管介入时点显著提前——2026 年 1 月 14 日两融余额刚创新高，沪深北交易所即宣布将融资保证

下载日志已记录，仅供内部参考

金最低比例由 80%上调至 100%，杠杆倍数从 1.25 倍回落至 1 倍；而 2015 年监管层直至 6 月 12 日指数见顶当日才启动场外配资清理，且执行方式为要求配资账户限期强行清空，人为加剧了流动性螺旋。因此，同样是剧烈去杠杆，2015 年上证指数自 5178 点最大回撤 45%，而本轮自 7 月高点以来的回撤幅度明显更小，慢牛框架下的前置调控避免了系统性流动性危机。

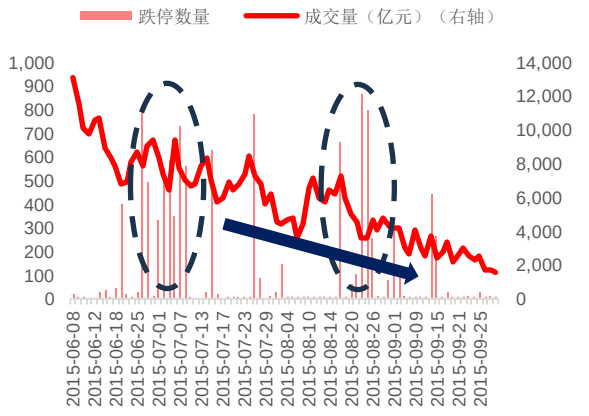
（2）两轮去杠杆的进程均呈现双底结构：政策底先于市场底，第一波出清后往往还有二次探底。2015 年的去杠杆可清晰划分为三个阶段：强制出清阶段（6.12-7.9），6 月 12 日证监会宣布清查场外配资成为拐点，配资平台要求客户限期清仓，两融余额连续 7 个交易日回落，上证指数 15 个交易日内下跌 28%、至 7 月 9 日最大回撤 35%，期间千股跌停频现；救市托底阶段（7.4-8.17），7 月 4 日 21 家券商宣布出资不低于 1200 亿元买入蓝筹 ETF 并承诺 4500 点以下自营盘不减持、28 家企业暂缓 IPO，7 月 5 日央行宣布给予证金公司流动性支持，7 月 6 日证金公司正式入场，7 月 8 日公安部会同证监会排查恶意做空，市场止跌反弹；二次探底阶段（8.18-8.26），8 月 11 日人民币中间价形成机制改革（811 汇改）落地，人民币单日贬值近 2%，成为典型的宏观利空催化，叠加救市期间积累的脆弱筹码，上证指数 8 月 18 日起 7 个交易日从 4000 点跌至 2850 点，8 月 24 日、25 日连续暴挫约 8%，直至 8 月 26 日 2850.71 点才完成最终出清。本轮同样呈现双底结构：7 月科技成长极致拥挤：截至 7 月 3 日，成交额前 5%个股的成交占比达 50.7%，已逼近 2015 年初“金融与互联网+”与 2021 年初“茅指数”行情的高点：杠杆资金快速撤离，两融余额单月下滑超 4000 亿元、创历史第二大单月降幅；7 月中旬国家队资金进场且增持范围首次延伸至科技 ETF，市场完成第一波企稳；随后 8 月 19 日与 9 月中下旬两度遭遇海外利空：美债收益率暴力拉升、9 月 16 日美联储时隔三年首次加息 25bp 至 3.75%-4.00%并释放鹰派点阵图：市场再度普跌，9 月 28 日三大指数低开低走、科技与全市场无差别下杀，与 2015 年 8 月下旬的二次探底结构高度相似。

图表43： 融资余额明显下降 9 月达底部



数据来源：iFinD，中信建投证券

图表44： 成交额大幅下滑且市场频繁出现大量跌停

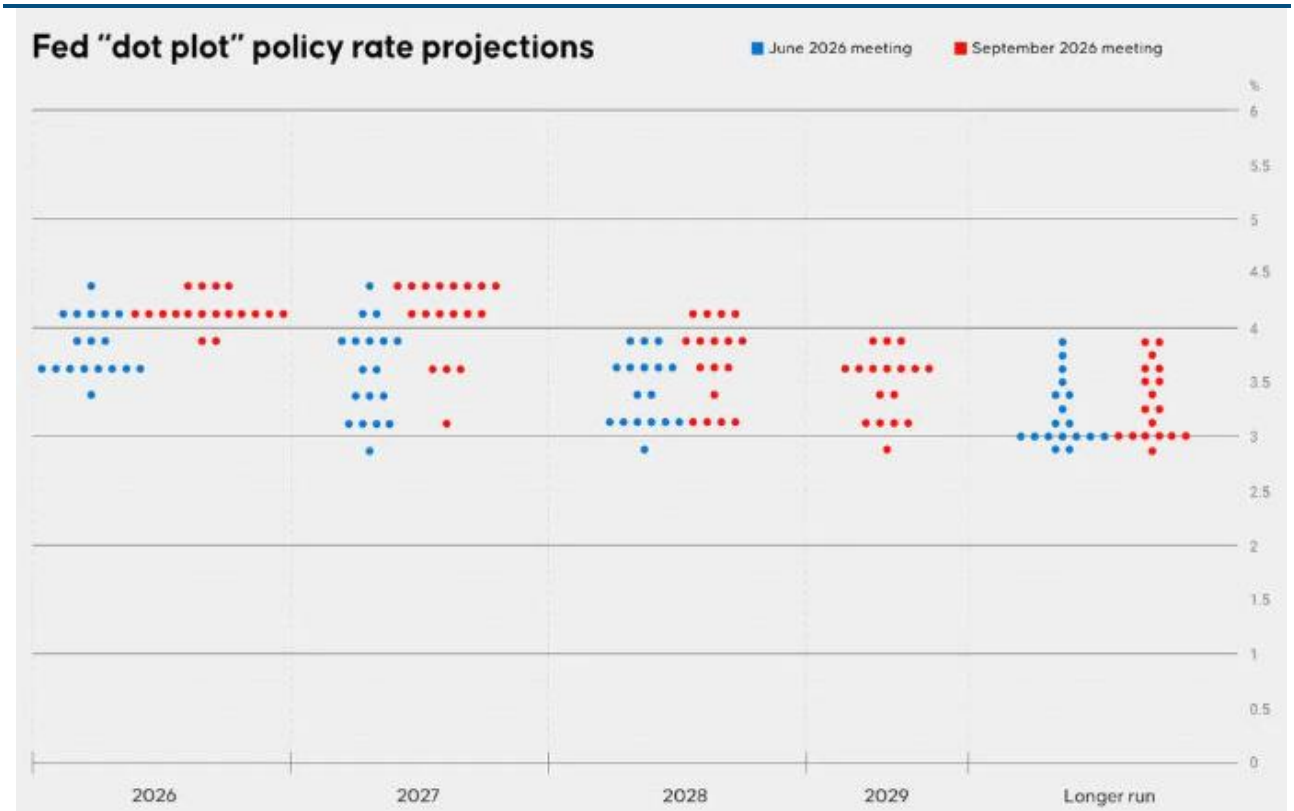


数据来源：iFinD，中信建投证券

需要警惕的是，去杠杆完成不等于市场恢复强健：出清后的市场资金面脆弱，遭遇宏观利空易急跌。“811 汇改”式的二次冲击是共性规律。2015 年的教训在于，7 月初救市稳住了第一波下跌，但出清后的市场筹码结构松散、增量资金青黄不接，8 月 11 日汇改这一超出市场预期的宏观变量即引发第二波 7 个交易日 30%的急跌，其破坏力甚至超过部分第一阶段跌幅。本轮同样，8 月 19 日美债收益率暴力拉升即引发 A 股罕见普跌；9 月 16 日美联储时隔三年重启加息并给出鹰派点阵图，9 月下旬 A 股在加息预期与节前避险共振下再现无差别普跌。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表45： Q3 美国经济和通胀数据让美联储全面转鹰（ 9 月点阵图（红点）与 6 月点阵图（蓝点）对比图），2023 年以来首次加息



数据来源：Fed，Anadolu Agency，中信建投证券

总结

通过分析本轮和历史上典型的去杠杆案例，我们得出以下启示：

去杠杆进程中，第一次救市解决的是市场流动性暂时枯竭，而不是所有杠杆仓位；政策推动的反弹往往也是存量杠杆减仓的窗口；真正的底部通常出现在融资余额明显下降、强制平仓接近结束之后；市场需要经历一次对前低的确认，才能判断去杠杆是否完成。**同时，在去杠杆尾声阶段，市场较为脆弱，对流动性与汇率类宏观利空的敏感度显著放大，易造成较大级别的快速回撤。**



下载日志已记录，仅供内部参考

风险分析

（1）内需支持政策效果低于预期。如果后续国内地产销售、投资等数据迟迟难以恢复，通胀持续低迷，消费未出现明显提振，企业盈利增速持续下滑，经济复苏最终证伪，那么整体市场走势将会承压，过于乐观的定价预期将会面临修正。

（2）中美战略博弈加剧风险。警惕中美战略博弈领域扩散、程度加剧的风险。例如战略博弈从贸易扩散到科技、关键资源、金融、航运、物流、军事等多个领域，出现全方位战略冲突，这可能影响正常的经济活动，同时对权益市场造成冲击。

（3）美股市场波动超预期。若美国经济超预期恶化，或美联储宽松力度不及预期，可能导致美股市场出现较大波动，届时也将对国内市场情绪和风险偏好造成外溢影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

黄文涛

经济学博士，纽约州立大学访问学者。现任中信建投证券首席经济学家、研究发展部联席负责人、中信建投机构委、投委会委员，董事总经理。兼任南开大学硕士导师、中信改革发展研究基金会咨询委员、中信研究院资深研究员、中国保险行业协会人身险利率专家委员会特聘专家、中国首席经济学家论坛理事、中国证券业协会首席经济学家委员会委员等职务。多次参与相关部委形势分析研讨及课题研究，多年荣获新财富、水晶球、金牛奖、保险资管协会等最佳分析师，2016年新财富最佳分析师评比荣获固定收益第一名。

何盛

上海交通大学本硕，目前主要负责大势研判、专题研究、海外策略等领域。曾任东北证券策略分析师，2022 年加入中信建投证券研究发展部。

下载日志已记录，仅供内部参考

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）8513-0588
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