仅供内部参考，请勿外传



宏观简评报告

# 成长承压，价值与红利延续相对优势

## ——行业比较动态追踪（1）

发布日期：2026 年 10 月 12 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

节后首周A 股指数微跌、结构剧烈分化。两项重磅增量：一是财政部安排 5500 亿元地方债结存限额；二是中欧贸易投资磋商机制第二次例会形成 16 项共识。

风格上价值红利全面胜出。配置三条主线：高股息防御链（银行、石油石化、煤炭、交运、公用）；内需应用链（传媒、纺服、商贸、地产）；三季报业绩确定性（电池链、贵金属）。

短期具备修复性反弹基础但力度或偏温和；10 月三季报是决定四季度板块强弱的核心变量，建议红利为底仓、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。

## 内容摘要

指数微跌、结构剧烈分化。上证指数周跌0.74%，而创业板指跌2.93%、科创100跌5.73%，呈"权重撑面子、成长丢里子"格局。31个申万一级行业中19涨12跌，个股层面10月9日有3297家上涨，赚钱效应好于指数观感。

本周两项最重磅的增量信息。①财政端——财政部安排使用5500亿元地方政府债务结存限额（10/9披露），一般债3000亿元全部分配县区、专项债2500亿元向经济大省倾斜并聚焦"六张网"；同日《2026年上半年财政政策执行情况报告》披露上半年新增专项债2.07万亿元、置换债已完成全年额度86.7%。②经贸端——中欧贸易投资磋商机制第二次例会（10/8－9北京）举行并形成16项成果共识，就混动汽车贸易达成谅解、中方承诺以"绿色通道"便利稀土及永磁体对欧出口审批，缓解了市场对"全面贸易战"的担忧。两项分别指向国内财政增量落地与外部经贸风险降温。

风格极端偏向价值与红利。国证价值+0.62%vs国证成长−2.17%；红利指数+2.00%、红利低波+0.92%。大盘（上证50−0.56%）显著优于中小盘（中证500−2.48%）。

行业比较的两条主线。①高股息低估值防御链——煤炭+2.74%、石油石化+2.25%、交通运输+1.98%、公用事业+1.70%，均由低估值分位+高股息分位驱动；②政策与情绪驱动的内需/应用链——传媒+2.70%、纺织服饰+2.11%、商贸零售+1.23%，对应AI应用落地与国庆消费数据验证。

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。

## 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**

本周宏观信息密度处于高位，呈现"国内财政货币产业组合拳密集落地 + 海外非农爆冷与美债长端冲高 + 中欧经贸磋商取得阶段性成果"的三线格局。

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 |
|---|---|---|
| 10/8 | 央行 1.2 万亿元买断式逆回购 | 当月到期 1 万亿元，实为加量续作、净投放 2000 亿元；同日 6060 亿元隔夜逆回购，7 天期操作量为零 |
| 10/8 | 中央金融机构注资特别国债（一期） | 发行 1500 亿元、5 年期、票面利率 1.37%；计划以 3000 亿元支持中央金融企业补充资本，实际注资扩围至 8 家机构、总额 3600 亿元 |
| 10/8 | 人民币汇率政策立场文件 | 央行首次全面系统阐述汇率立场，强调“没有必要也无意通过汇率贬值获取贸易竞争优势” |
| 10/8 | 《关于发展新质生产力的意见》 | 中共中央、国务院印发，部署 19 项重点举措，含丰富科技创新债券产品体系、支持优质科技型企业上市融资 |
| 10/8-9 | 中欧贸易投资磋商机制第二次例会（北京） | 商务部部长王文涛与欧盟委员会贸易和经济安全委员谢夫乔维奇会谈，形成 16 项成果共识清单：继续探讨在 WTO 规则框架下降低部分商品关税的可能性、以符合 WTO 规则的方式就混动汽车贸易达成谅解、中方愿以“绿色通道”便利稀土及永磁体对欧出口许可审批、深化知识产权与 WTO 改革合作；商定 2027 年 3 月举行第三次例会（会前 2027 年 1 月办部长级视频会议） |
| 10/9 | 财政部：5500 亿元地方债结存限额 + 上半年财政执行报告 | 安排使用 5500 亿元地方政府债务结存限额——一般债 3000 亿元全部分配县区、专门用于提高县区一般公共预算保障能力，专项债 2500 亿元分配给四季度有实际项目资金需求的地区、向经济大省倾斜、新建项目聚焦“六张网”，并要求“加快发行节奏、畅通拨付链条、尽快形成实物工作量”。<br>同日《2026 年上半年财政政策执行情况报告》：上半年累计发行新增专项债 :2.07 万亿元、支持建设项目超 1.7 万个（用作项目资本金超 1700 亿元），截至 7 月末发行置换债券 1.73 万亿元、完成全年 2 万亿元额度的 86.7%；提出“有力有效实施更加积极的财政政策”“及时谋划出台增量政策” |
| 10/9 | 证监会基金运作管理办法征求意见 | 拟将权益类基金/FOF 立门槛由 2 亿元降至 5000 万元 |

*资料来源：国家统计局，财政部，税务局等政府官网，中信建投证券*

9 月制造业 PMI 50.1%（环比+0.3pct，连续两个月回升并重返扩张区间）；非制造业 PMI 50.2%、综合 PMI 50.7%，均回升 1.2pct。

1-8 月规上工业企业利润同比+15.7%；前 8 月规上电子信息制造业营收 12.8 万亿元，同比+20.1%。

9 月末外汇储备 34003 亿美元（环比 −381 亿美元）；黄金储备 7747 万盎司，央行连续第 23 个月增持。

国庆假期消费：跨区域人员流动 21.44 亿人次（日均同比+0.7%）；铁路发送旅客 1.52 亿人次创历史新高；国内出游 8.26 亿人次、总花费 7383.75 亿元（日均同比 +6.3%、+4.3%）；全国服务消费日均销售收入同比+19.5%（旅游游览和娱乐服务+23.6%、餐饮+9%、家用电器+40.1%、通信器材+119.8%）；国庆档电影票房 11.65 亿元。

**海外：非农爆冷、美债长端冲高、全球股市分化**

美国 9 月非农大幅低于预期：新增仅 2.9 万人（市场预期约 9 万），失业率升至 4.2%，平均时薪同比降至 3.0%，8 月新增由 16.2 万下修至 13.3 万。市场对美联储政策紧缩预期明显降温（CME 定价 10 月加息概率由一周前逾 50% 降至 20%以下）。

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



美债长端续创高位：10 年期收益率一度突破 5.3%，30 年期盘中升至约 5.66%－5.70%，为 2002 年以来新高；曲线呈“短端下、长端上”的陡峭化，对高估值成长股构成估值压制。

全球股市假期分化：美股三大指数全线上涨（纳指+2.75%、标普 500+2.19% 并首度收于 7800 点上方创历史新高、道指+1.21%）；日经 225+4.92%；中国台湾地区加权指数+3.89% 创历史新高；韩国 KOSPI−0.5%。港股为假期回调：恒生指数−1.96%、恒生科技−1.40%、国企指数−1.67%。

商品与汇率：布伦特原油假期涨超 3%；美元指数升破 102；离岸人民币基本持稳于 6.70 附近。

地缘：美伊谈判僵持，霍尔木兹海峡通航与沙特输油管恢复进度反复，油价地缘溢价成为石油石化板块的直接催化。

**对外经贸：中欧贸易投资磋商机制第二次例会（10/8－9，北京）**

10 月 8 日 9 日，商务部部长王文涛与欧盟委员会贸易和经济安全委员马罗什•谢夫乔维奇在北京举行中欧贸易投资磋商机制第二次例会，会后发布联合声明并形成 16 项成果共识清单。

**图 2：本周重点事件**

| 领域 | 关键成果 |
|---|---|
| 贸易与投资平衡 | 继续探讨在 WTO 规则框架下降低部分商品关税的可能性；经密集磋商以符合 WTO 规则的方式就混动汽车贸易达成谅解；欧方将积极推进电动汽车反补贴案企业价格承诺与复审程序；继续就市场准入（医疗器械、农食产品、逆变器融资禁令）保持磋商 |
| 出口管制 | 中方愿通过“绿色通道”机制，为稀土及永磁体对欧出口许可审批继续提供便利；欧方将继续为两用领域对华重点许可个案提供便利；双方就研究出台两用物项合规贸易结构性便利化措施展开讨论 |
| 知识产权 | 同意继续合作解决知识产权相关问题并设定阶段性目标，聚焦有效、公平的知识产权保护与执法 |
| WTO 改革 | 同意以开放、建设性的方式加强双边沟通合作，共同支持以规则为基础的多边贸易体制 |
| 后续安排 | 商定 2027 年 3 月召开机制第三次例会，此前保持密切沟通，包括 2027 年 1 月举行部长级视频会议 |

*资料来源：国家统计局，财政部，税务局等政府官网，中信建投证券*

中欧互为第二大贸易伙伴——2025 年货物贸易额 8281.1 亿美元（同比 +5.4%），双向投资存量超 2800 亿美元；2026 年上半年中国与欧盟货物贸易额同比+14.2%。在外界担忧中欧摩擦升级为“全面贸易战”的背景下，会谈被市场认为是为“缓解了外界对全面贸易战的担忧，展示了重新平衡贸易关系的进展”。

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：中欧贸易会谈产业映射**

| 方向 | 关联逻辑 |
| --- | --- |
| 稀土永磁 | 中方以“绿色通道”便利稀土及永磁体对欧出口许可审批，出口预期边际改善，是本次会谈对 A 股最直接的映射 |
| 汽车（混动/新能源整车及零部件） | 混动汽车贸易达成谅解 + 电动汽车案企业价格承诺推进，缓解出口链的政策不确定性；此前中欧汽车贸易摩擦是压制汽车出口链估值的主要变量 |
| 医疗器械 | 中方将扩大进口欧盟医疗器械（第九届进博会将办采购对接会），国内器械竞争格局关注度上升 |
| 光伏（逆变器） | 欧方澄清逆变器项目融资指导文件不针对特定国家，此前该融资禁令是压制逆变器出口的担忧来源 |

*资料来源：商务部，中信建投证券*

1.2 行业事件：

**图 4：本周重点事件**

| 行业 | 事件与催化 |
| --- | --- |
| 传媒/AI 应用 | 10/8 生数科技发布视频生成旗舰模型 Vidu Q4 Preview（支持 2K/4K 输出，首发价 0.09 元/秒起）；可灵 Kling4.0 预告 10 月发布。 AI 视频、 AI 语料、短剧游戏集体爆发，中文在线、芒果超媒 20CM 涨停，近 20 股涨停或涨超 10% |
| 电子/算力硬件 | 隔夜美股存储芯片龙头美光科技跌近 5%，为 A 股硬件回调埋下伏笔；MLCC、PCB、覆铜板、CPO、先进封装、存储芯片等前期强势分支深幅补跌。 |
| 有色金属/贵金属 | 现货黄金盘中急涨突破 4200 美元/盎司，贵金属板块 10/9 涨 5.62%，西部黄金涨停；工业金属同步走强 |
| 房地产 | 购房贴息 10/1 起实施 |
| 汽车 | 中欧就混动汽车贸易达成谅解（中欧磋商机制第二次例会），出口链政策不确定性边际缓解 |
| 稀土永磁 | 中方承诺以“绿色通道”机制便利稀土及永磁体对欧出口许可审批，稀土出口预期边际改善 |
| 交通运输 | BDI 与油运运价走强，航运港口 10/8 涨 3.78%，海运、油服工程居前 |

*资料来源：商务部，Wind，中信建投证券*

1.3 资本市场复盘：

节后首周仅 2 个交易日，指数层面小幅收跌但内部结构剧烈分化。

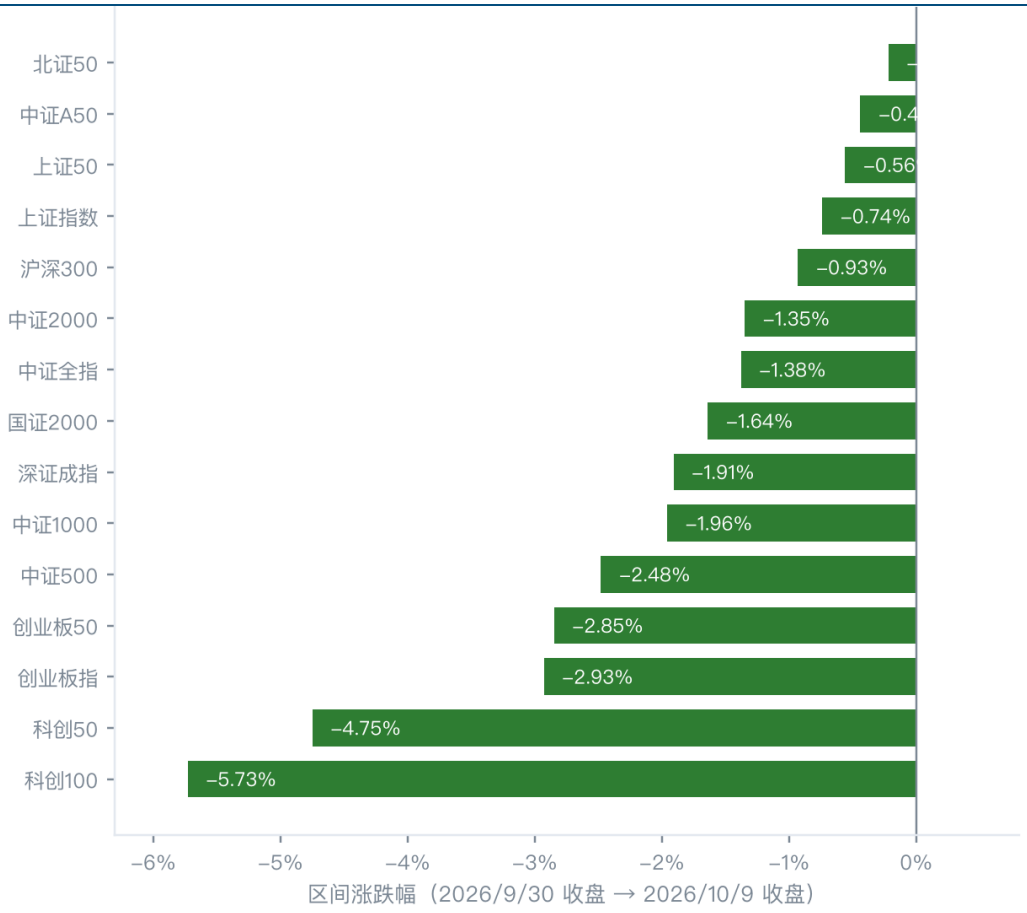
10 月 8 日，节后首日沪指收-0.79%、创业板指收-3.15% 并跌破 3000 点创年内新低、科创 50 大跌 4.82%，全市场 3748 只个股下跌；10 月 9 日早盘惯性下杀，午后在券商、传媒、贵金属、AI 应用带动下走出 V 型反转，三大指数集体翻红并收出长下影线。

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：主要宽基指数涨跌幅**




*资料来源：商务部，Wind，中信建投证券*

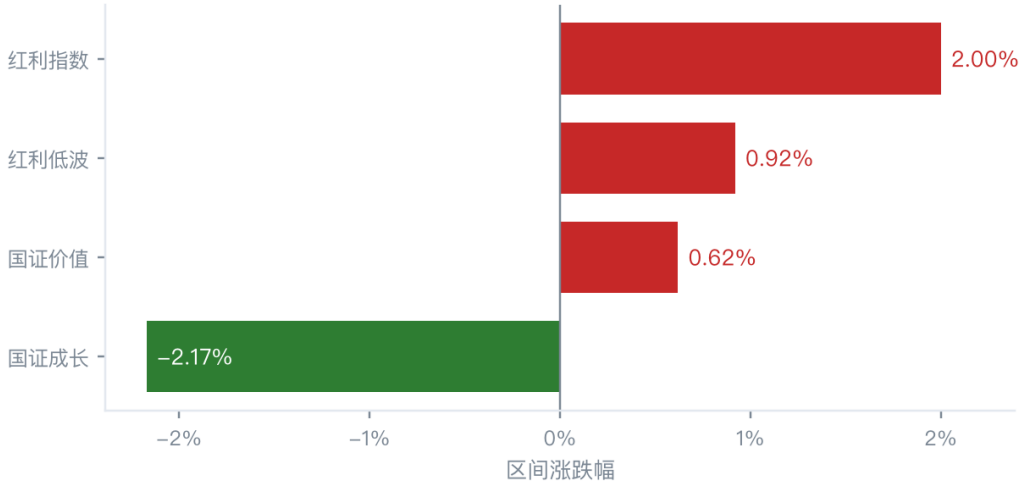
成长/价值剪刀差 2.79pct，为节后首周最鲜明的风格特征。大小盘方面，上证 50（-0.56%）> 沪深 300（-0.93%）> 中证 500（-2.48%），大盘价值显著抗跌。外部是美债 30 年期收益率创 2002 年以来新高对高估值成长的估值压制；内部是三季报披露窗口前资金向业绩确定性、现金流稳定资产迁移；支撑来自财政货币组合拳与宽裕的银行间流动性。

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 6：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

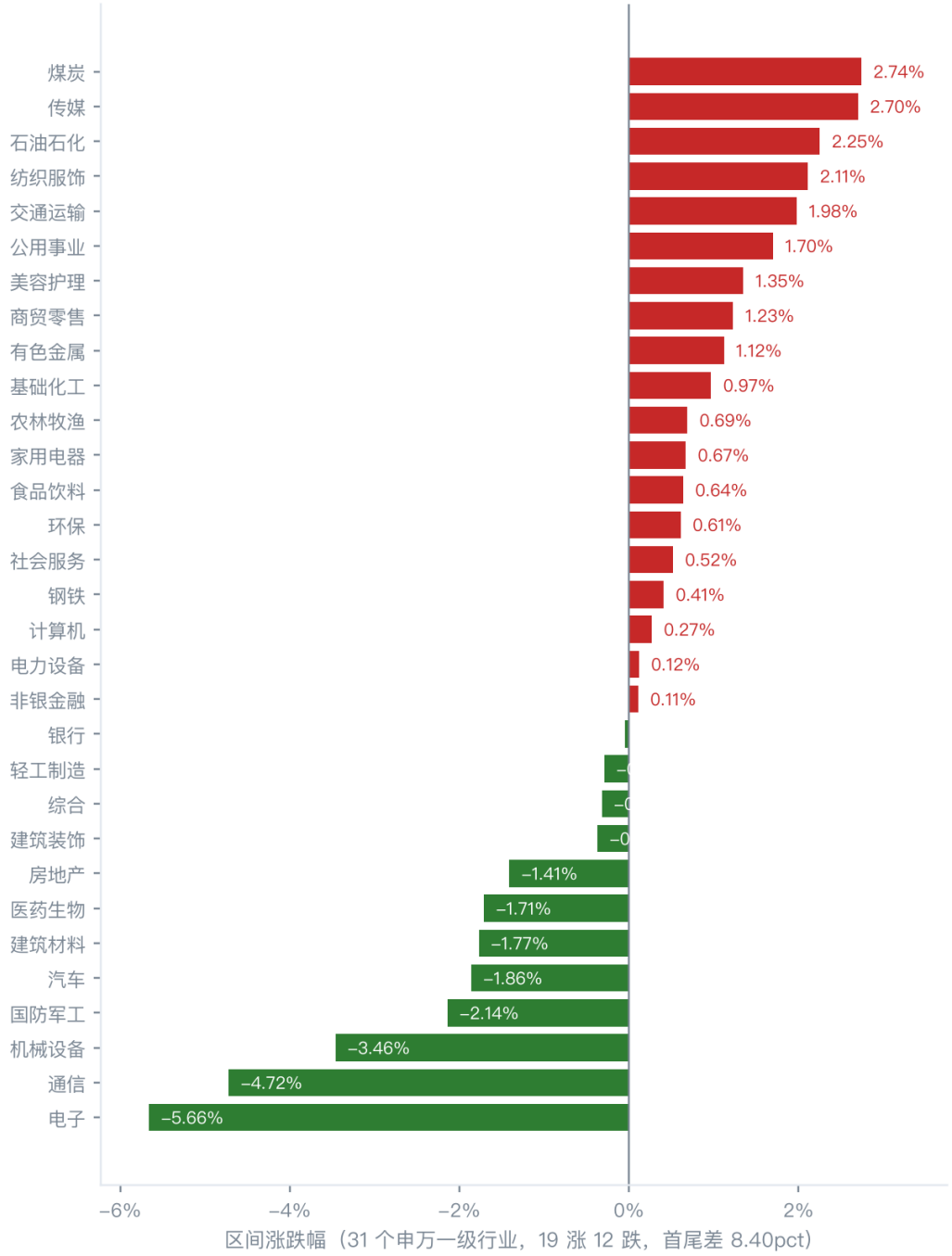
涨幅前六中有四个行业是高股息资产（煤炭、石油石化、交通运输、公用事业），其共同特征是 PE 分位与 PB 分位偏低、股息率分位偏高（86%－94%）——低估值 + 高股息的"资产荒"逻辑在震荡市中被强化。跌幅前三（电子、通信、机械设备）均为高估值成长制造，其中电子 PB 分位高达 92.6%、PE 分位 76.7%，在美债长端冲高背景下估值弹性被直接压缩。

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 7：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。

政策落地效果：购房贴息、5500 亿元结存限额从"资金到位"到"实物工作量"的转化仍需验证；中欧 16 项成果共识属框架性安排，多数条款需后续工作团队推进（第三次例会定于 2027 年 3 月），短期以预期修复为主，尚未构成可验证的业绩变量。

杠杆资金：两融余额 2.57 万亿元、9 月减少约 950 亿元，杠杆资金情绪偏谨慎，若持续净流出将压制反弹高度。

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