下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告

策略报告：投资策略

2026年10月06日

10月，防守反击
A股动静框架之静态指标

作者：

分析师 吴开达 SAC执业证书编号：S1110524030001

分析师 林晨 SAC执业证书编号：S1110524040002

分析师 汪书慧 SAC执业证书编号：S1110526010002

联系人 陈英奇

天风证券 TF SECURITIES

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

下载日志已记录，仅供内部参考

摘要

资产联动指标回落，市场交易情绪持续降温。我们将4大类指标展开进行分析，最新监测结论如下表所示：

1）资产联动指标中持有股债收益差指标回落，ERP持续回撤但仍位于1倍标准差以下；市场配置指标方面，目前全A指数PE估值为21.0，超过一半宽基指数PE估值历史分位数位于50%以上位置，创业板指PE估值历史分位数回落至20%位置附近，创业板50估值处于相对低位，科创50PE估值分位数较历史极值持续下降，而估值分化程度较上月底有所回升。

2）市场交易/情绪指标方面，换手率持续回落，而成交额占前高比例也持续降温，表明当前市场情绪处于低谷期，同时行业趋势指标也回落至较低位置，而个股趋势指标表明50周均线上方的个股比例也较上月回落。

3）投资者行为方面，回购规模较上月回升，产业资本净减持规模重新走阔，3主体资金流较上月回升，其中融资余额指标有所改善。

综上来看，9月资产联动指标多数出现回撤迹象，且部分指标依然处于历史极值附近，另外市场交易及情绪指标表明，市场整体情绪处于低位，结构方面或有所分化；另外在投资者行为方面，股东回购规模回升，3资金主体指标回升，其中融资余额指标有所改善。

风险提示：海外局势演化超预期，通胀持续性超预期，流动性收紧超预期。

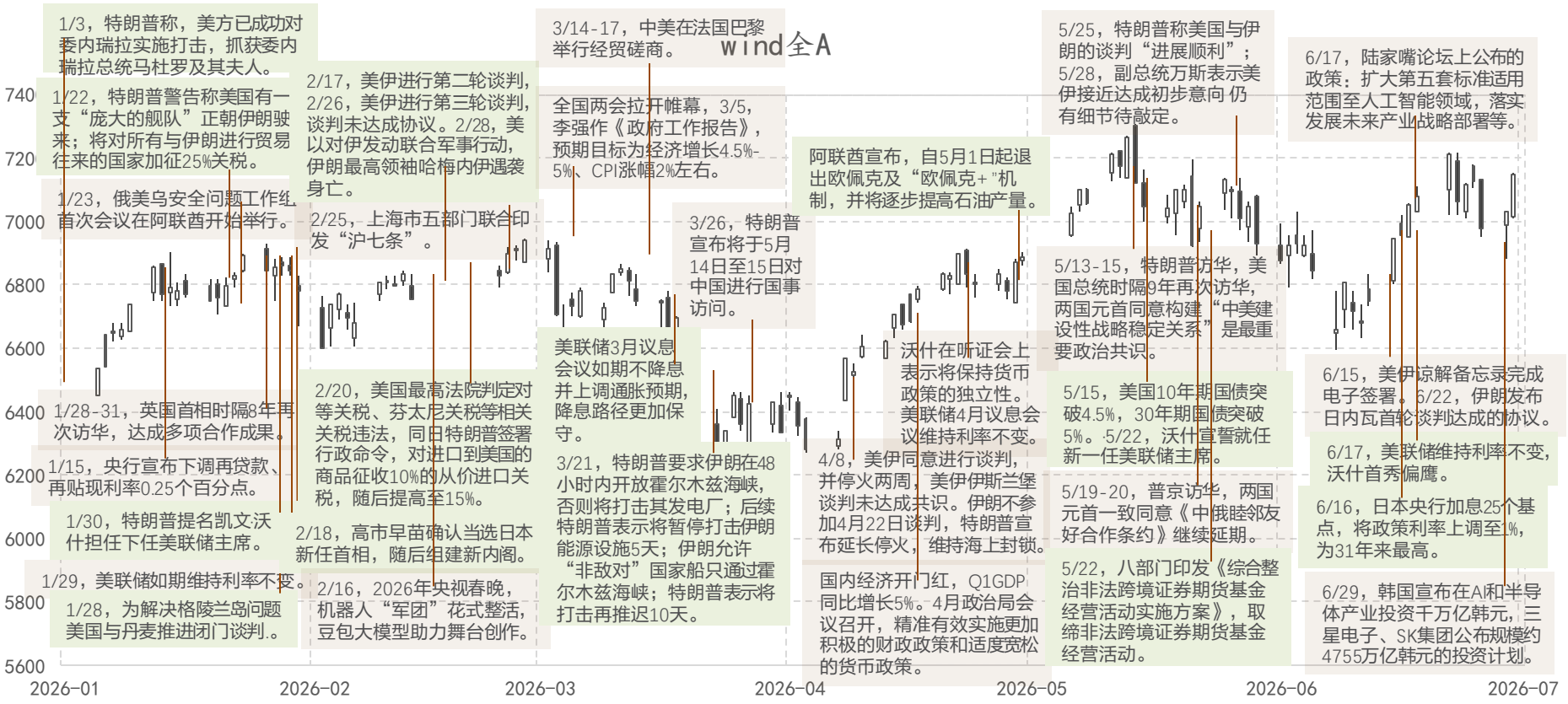
静态指标系列

大类指标	细分指标	情况	目前数值	历史中位数	目前分位数	上一轮低点	备注
资产联动指标	股债相对收益率	**本月分位数为95.50%/95.20%，处在历史高位**	1.08/0.14%（分别为除/减）	0.502/-1.66%（2004年以来）	95.50%/95.20%	-	数值越高表示配置价值越高
	持有股债收益差	**近期回落，位置接近25年4月，历史上处于较低位置**	-0.03%	4.18%（2012年以来）	9.30%	<0	数值越低表示配置价值越高
	ERP	**目前位于1倍标准差位置以下**	3.08%	1.96%（2002年以来）	73.60%	3.73%（2022年）	数值越高表示配置价值越高
市场配置指标	PE	**创业板指分位数位于20%左右位置，科创50较历史极值持续回落**	21.0（万得全A）	19.2（2005年以来）	66.70%	-	
	估值分化程度	**本月以来处于历史中高位附近，当前位置接近2025年5月左右**	0.845	0.801（2005年以来）	80.40%	0.884（2022年）	指标越低，风险越大
市场交易/情绪指标	换手率	**较上月活跃程度下降，当前位置接近2025年7月左右**	1.46%	1.14%（2000年以来）	67.80%	-	换手率越高，风险越大
	月频最大日成交额占前高比例	**市场交投情绪降温，至67%**	54%	45%（2003年以来）	67.90%	-	指标越高，风险越大
	行业趋势指标	**回落至较低位置，16%的行业月趋势向好**	(2380)	275(2005年以来)	-	-8575（2022年）	指标越高，风险越大
	个股趋势指标	**50周上方的个股比例较上月相比回落**	24.10%	-	-	-	指标越高，风险越大
投资者行为	股东回购	2026年9月回购规模较上月回升，至198.29亿水平	-				
	产业资本增减持	2026年9月净减持276.15亿元，较上月净减持幅度走阔					
	3资金主体	指标报-0.05，较上月值回升，融资余额标改善					

下载日志已记录，仅供内部参考

2026上半年A股大事记

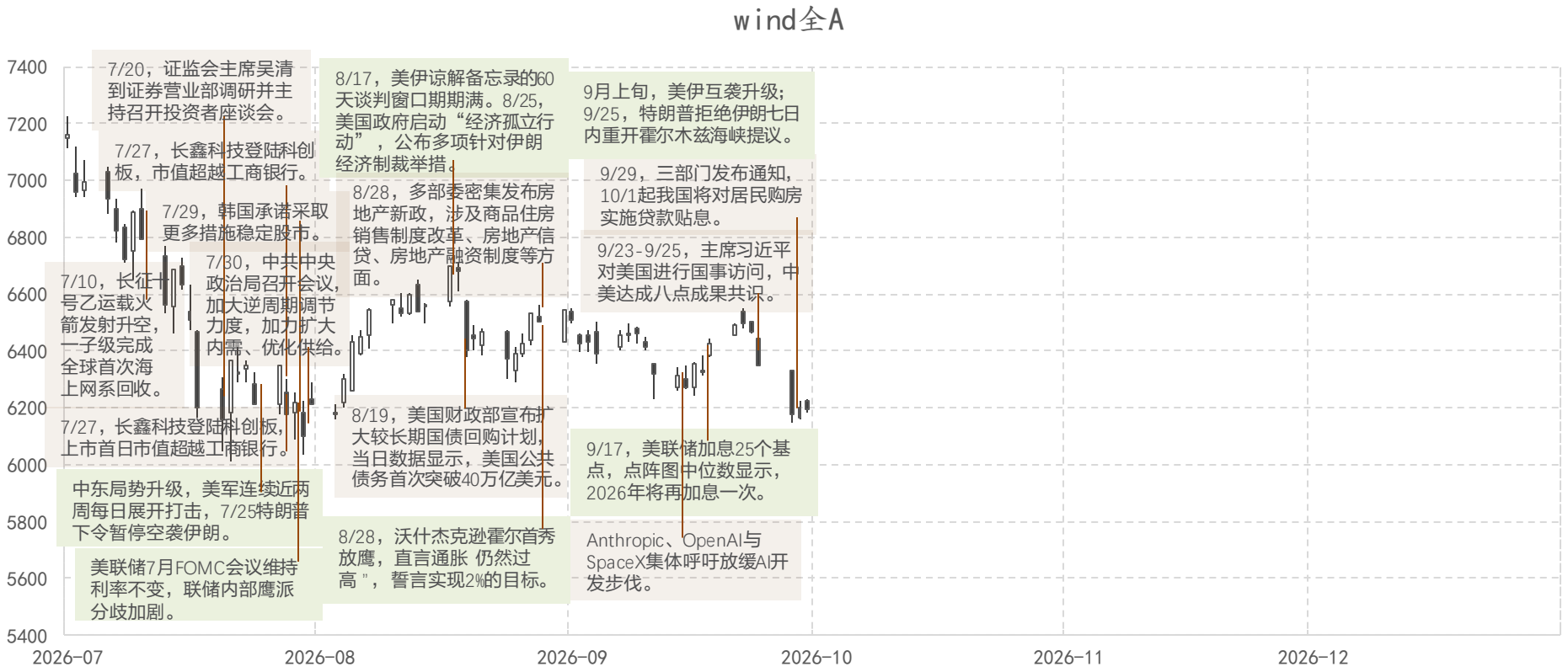
上证综指：3.16%　　LME铜：7.3%　　创业板指：35.57%　　Comex黄金：-9.07%
标普500：9.34%　　NYMEX原油：35.42%　　美元指数：2.77%　　美债10年：26（BP）



下载日志已记录，仅供内部参考

2026下半年A股大事记

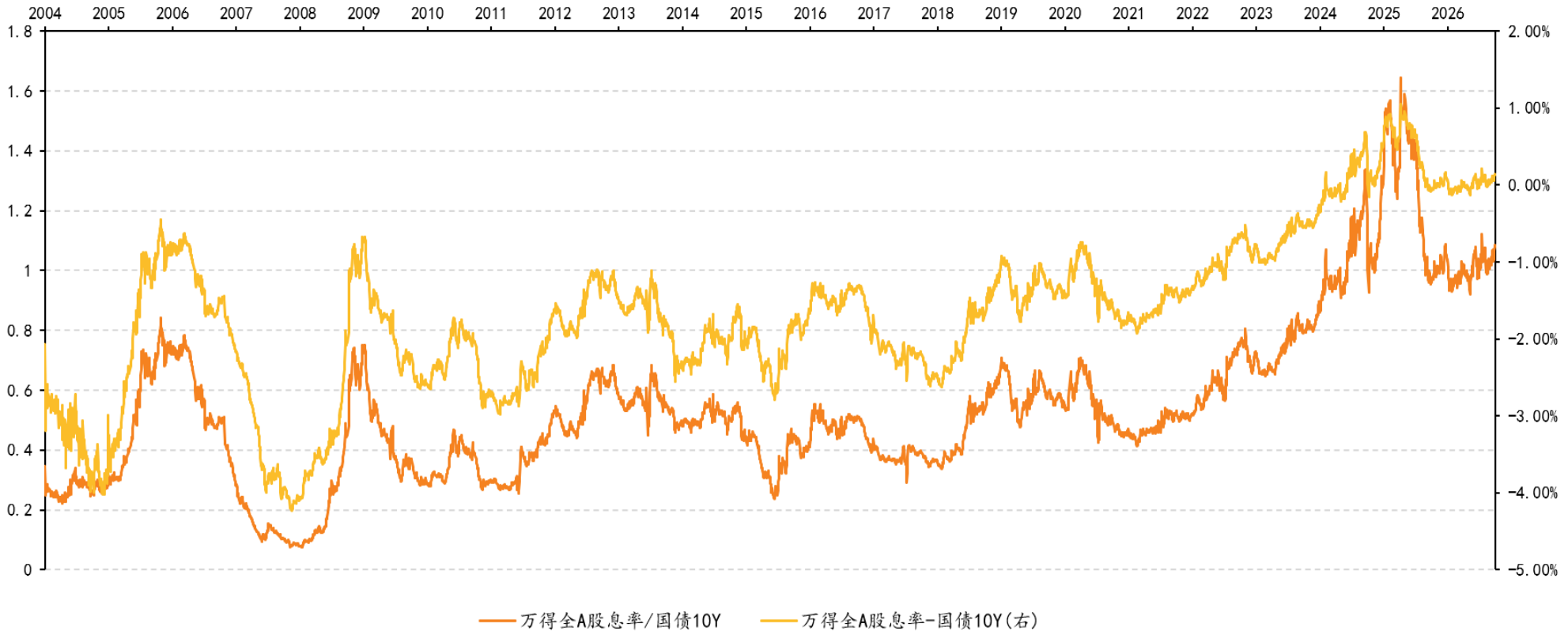
上证综指：-3.19%　　LME铜：15.52%　　创业板指：-2.12%　　Comex黄金：-6.67%
标普500：11.56%　　NYMEX原油：85.56%　　美元指数：3.06%　　美债10年：111（BP）



下载日志已记录，仅供内部参考

1.大类资产联动指标

- 股债相对收益率衡量当前股票资产内含收益率与国债收益率相比性价比如何。一般有“相除”、“相减”两种形式的计算方法，两者趋势变化相同，但“相除”的计算结果波动更大，更加方便与历史情形作对比。
- 截至2026年9月30日，两种形式的股债相对收益率均处于历史较高水平但较前期极值情况有所缓解，以2004年以来分位数衡量，代表股票资产当前相比于债券资产的性价比较高，表明经济复苏的信心仍处低位。 26/9/30相除与相减这两种指标形式分别为**1.08、0.14%**，上一轮2025年指标高点为4月7日的1.64、1.05%，指标历史中位数为0.50、-1.66%。（分位统计自2004年以来）



下载日志已记录，仅供内部参考

1.大类资产联动指标

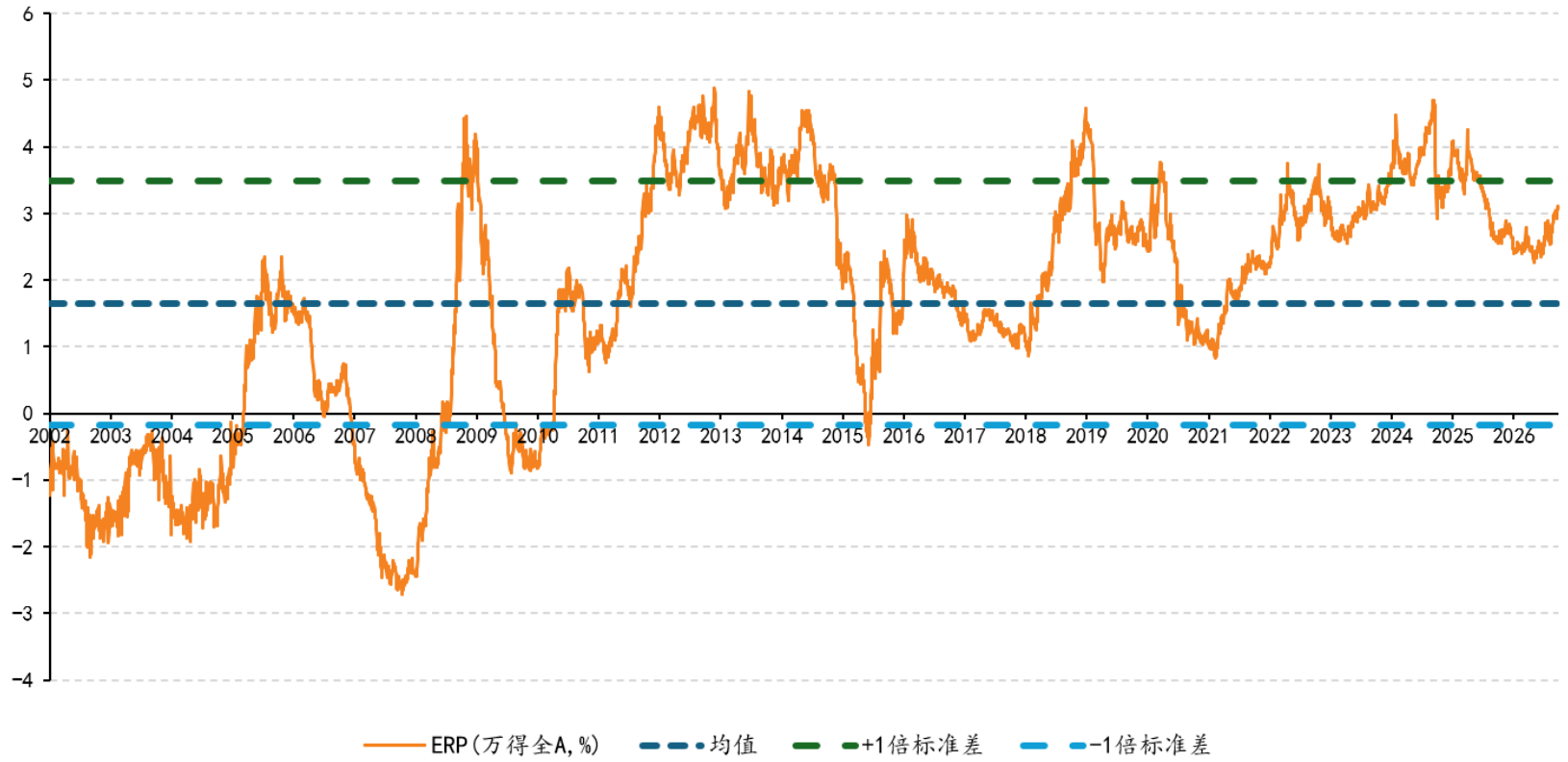
- 上述股债相对收益率虽然能够衡量股债性价比，但无法反映持有股票资产与持有债券资产的真实收益率情况。为此我们计算指标“持有股债收益差”，计算方式具体为：某时点的过去十年所有时点持有股票资产一年以上至该时点的年化收益率，减去同时间区间下债券资产的年化收益率，再对所有时点的年化收益率差取平均，得到该时点“持有股债收益差”的取值。我们对于股票资产的选取采用万得全A指数，债券资产的选取采用中债-国开行债券总全价(7-10年)指数，时点采用周频分割，该指标2012年至今走势如下图所示。
- 26/9/30，持有股债收益差为-0.03%，即代表过去十年任意时点做多万得全A指数一年以上，至今相比于做多长期国债指数的收益率平均下来少0.03%，这一水平的历史分位数为9.30%。相比于历史低点，2012年12月曾达到-0.25%，2019年初曾达到-2.01%，2022年11月初的短暂转负，以及2025年4月初曾达到-1.87%，当前股债收益差较上月回落，静待后续底部极值反弹。**上一轮2021年高点为2月26日11.86%，2012年2月以来中位数为4.18%。（分位统计自2012年2月以来）**



下载日志已记录，仅供内部参考

1.大类资产联动指标

- 股权风险溢价ERP(equity risk premium)是指市场投资组合或具有市场平均风险的股票收益率与无风险收益率的差额。我们采用万得全A指数的PE-TTM以及10年期国债到期收益率作为无风险收益率代入计算得到ERP。
- **截至2026/9/30，ERP在3.08%水平，** 与25年4月初的ERP水平相比大幅回落，**位于一倍标准差3.48%以下。**
- 对比历史2008-2009、2011-2014、2018-2019，ERP都曾达到过4%以上水平；且ERP分位来看，当前为73.6%。 **（分位统计自2002年以来）**



下载日志已记录，仅供内部参考

2.市场配置指标

- **从目前估值水平来看，超过一半宽基指数PE估值历史分位数位于50%以上水平，创业板50、创业板指估值相对较低。**2026/9/30，Wind全A的动态市盈率为21.0（历史分位数66.7%，中位数为19.2X）。创业板50、沪深300历史分位数分别为13.6%、49.9%，中证500、中证1000的历史分位数分别为56.3%、 56.3%，大部分指数在50%以上，科创50较高位持续回落，历史分位数为78.8%。

主要宽基指数估值（PE_ttm）的历史对比

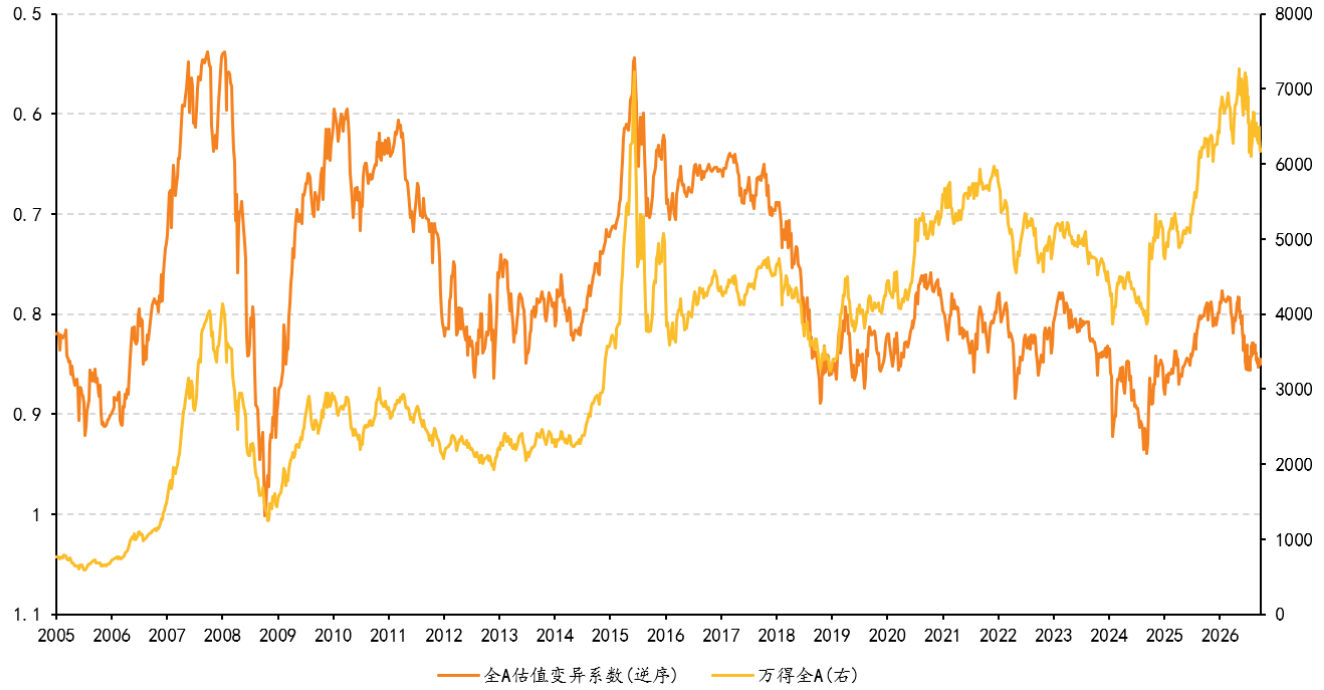
代码	指数	2007/1/24	2007/10/16	2009/8/4	2010/11/11	2015/6/12	2018/1/24	2021/2/19	2021/12/13	2024/10/8	2026/9/30	中位数	分位数水平
881001.WI	WIND全A	47.4	58.2	38.2	21.8	31.8	20.8	24.5	20.2	19.6	21.0	19.2	66.7%
881003.WI	WIND全A(非金融石油石化)	49.6	69.7	70.0	35.7	65.9	30.4	41.9	33.2	30.7	37.1	29.6	71.3%
000001.SH	上证指数	44.5	55.0	34.5	18.5	23.0	17.0	16.9	14.0	15.3	15.6	14.6	57.0%
000016.SH	上证50	40.1	48.3	27.5	14.0	14.5	13.1	14.9	11.7	11.7	10.7	10.9	45.6%
000300.SH	沪深300	39.0	50.7	31.9	17.0	18.8	15.8	17.4	14.4	13.9	13.2	13.2	49.9%
000905.SH	中证500	-	79.5	82.2	48.5	83.2	29.5	29.6	20.3	26.5	31.9	30.0	56.3%
000852.SH	中证1000	-	-	-	-	144.8	36.9	42.2	36.8	40.0	41.9	39.7	56.3%
399303.SZ	国证2000	-	-	-	-	160.5	38.7	39.4	40.0	41.7	49.9	45.6	59.4%
399005.SZ	中小100	-	65.4	42.8	39.3	64.6	34.3	39.2	37.7	27.7	26.2	30.6	28.6%
399006.SZ	创业板指	-	-	0.0	70.6	135.1	42.0	71.1	66.5	38.8	35.8	47.4	21.5%
399673.SZ	创业板50	-	-	-	-	138.6	45.0	84.7	60.5	35.8	30.0	46.1	13.6%
000688.SH	科创50	-	-	-	-	-	-	92.3	67.5	73.7	125.1	68.6	78.8%

下载日志已记录，仅供内部参考

2.市场配置指标

- **估值分化程度处于2018年以来较高位置。**估值变异系数可以用来衡量个股的估值分布情况，在行情上涨时个股的估值分化程度会减小。过去几个高点为2005年7月（0.922）、2008年10月（1.002）、2012年7月与11月（0.863、0.864）、2018年10月（0.889）、2022年4月（0.884）。截至2026/09/30，全A**估值变异系数为0.845**，长周期方面，**历史中位数为0.801，目前处于80.4%分位数，比较接近25年5月的位置0.847。（注：变异系数越低，风险越大。）**

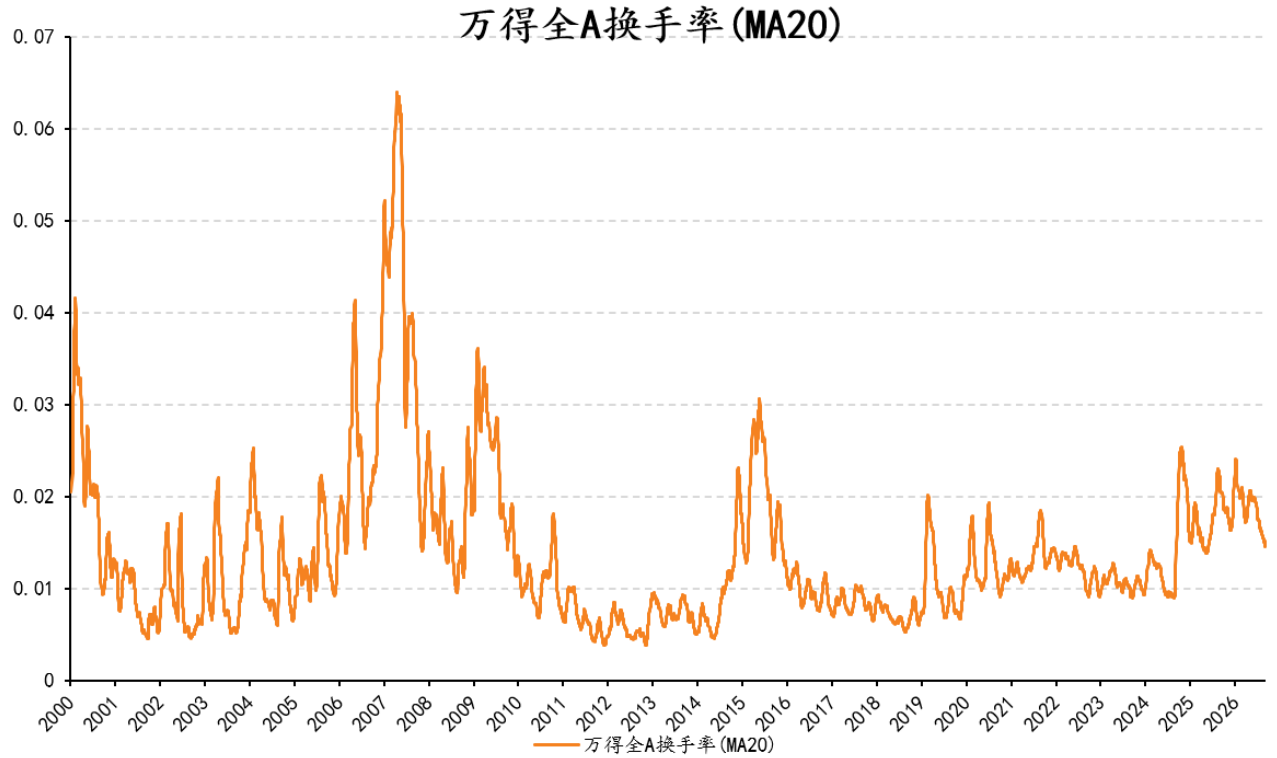
全A估值变异系数



下载日志已记录，仅供内部参考

3.市场交易/情绪指标

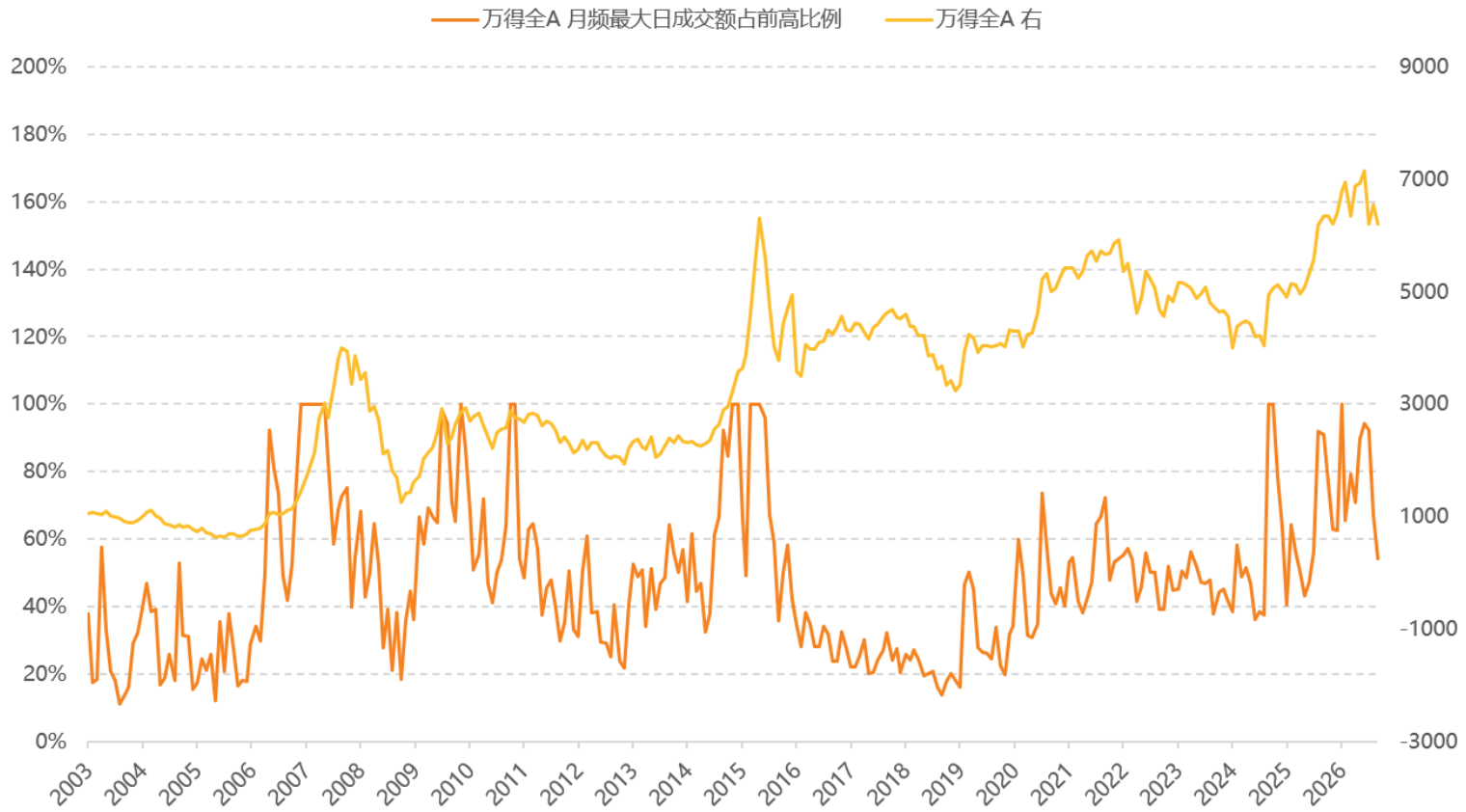
- 换手率代表了一定时间内市场中股票转手买卖的频率，可以很好的衡量市场的交易活跃程度。我们采用万得全A日频换手率的20日平均来衡量观察全市场的交易情况。由历史走势可以看出，牛市交易往往更为活跃，体现为大部分时间换手率水平都位于1%以上；而熊市则伴随着换手率的持续走低，交易萎靡。
- 对比历史市场走弱时期换手率水平：2011-2012年换手率不断走低，市场交易持续萎缩，换手率最低点在2012年初下至0.4%以下，而此后大部分时间在0.5%-1%区间内震荡两年有余；2018年初换手率水平由接近1%持续走低，最低点出现在9月的0.5%水平。2023年以来换手率处于中间值，2026年9月30日换手率MA20水平报1.46%，相较于上月回落，历史分位数为67.8%（**指标中位数为1.14%，上一轮指标高点在2024年11月14日2.54%**）。**（分位统计自2000年以来）**



下载日志已记录，仅供内部参考

3.市场交易/情绪指标

- 我们采用万得全A 当月最高日成交额占前高比例（月频），来从时间纵向维度更好的对比当前与历史的市场活跃程度。
- 可以看出历史上市场低点时的月频日均成交额往往对应着前期高点时的20%水平。尽管2015年的杠杆牛市有着月频30万亿的天量成交额，但2018年低点时的成交额占前高比例依然在15%水平，说明20%的阈值具备一定的稳定性；同时当占比向上超过80%时，也一定程度意味着市场交易过热。
- **2026年9月的当月最高日成交额占前高比例54%，与上月相比回落，历史中位数为45%。（分位统计自2003年以来）**

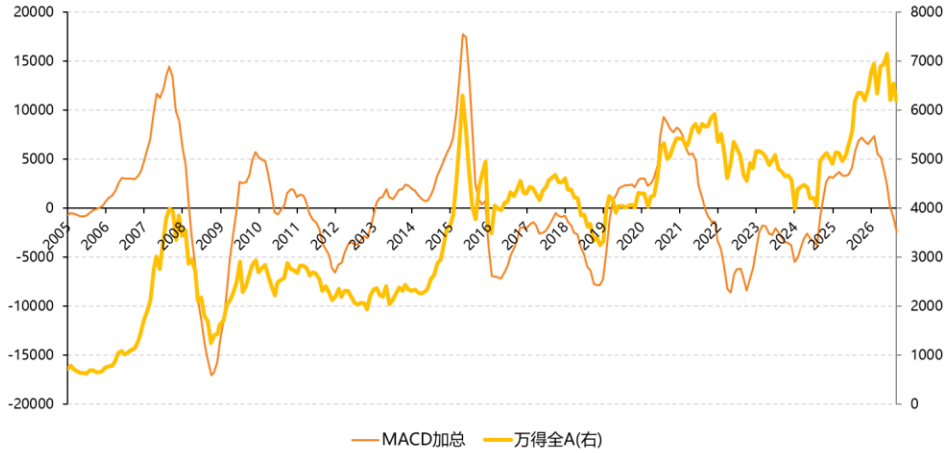


下载日志已记录，仅供内部参考

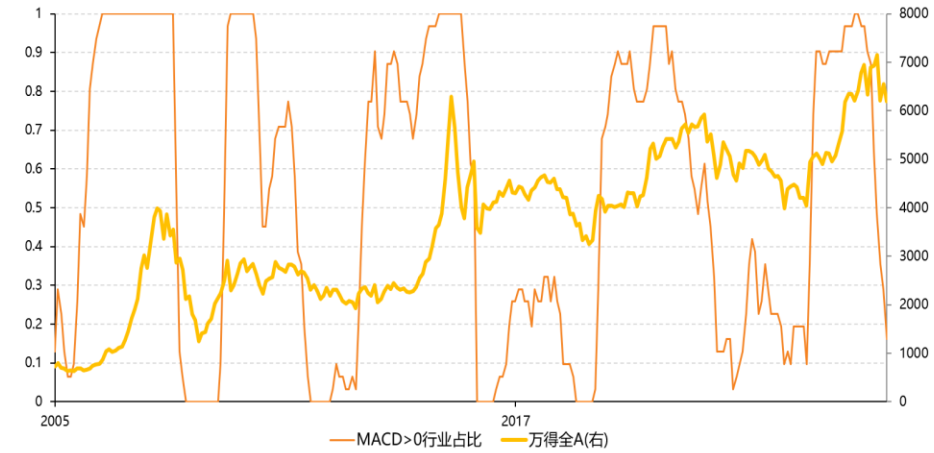
3.市场交易/情绪指标

- 通常可以将市场划分为：牛市、熊市、结构市三种类型。区别的关键在于其中是否存在结构性机会，即熊市往往是所有行业的趋势都会走弱。我们处理得到两类指标。一方面，我们对各行业的MACD值进行加总，另外则通过衡量MACD为负的数量占比（月度MACD趋势性较强），这两个指标为一体两面。
- 从历史上来看，典型的熊市触底前往往会出现所有的行业MACD<0这一现象，比如2008年7月vs2018年10月；2011年9月vs2012年11月；2016年1月vs2016年2月；2018年8月vs2018年12月。**2026年9月为16%，处于历史较低水平，环比回落。**
- **指标处于中等水平。**MACD值的最低值分别出现在2008年10月、2012年1月、2016年1月、2018年12月，除了2012年以外，与整体指数触底的时间是一致的。2008、2012、2016、2018年的最低值分别为-17069、-6592、-7155、-7873。2022年在5月达到最低的-8575点，10月二次探底此后小幅回升，2023年5月以后又再度回落，**2026年9月为-2380，环比下降，历史中位数为275，2019年至今的高点为2020年8月的9311。**

行业MACD的和处于历史中低位置水平



当前MACD为正的行业占比处于偏低水平

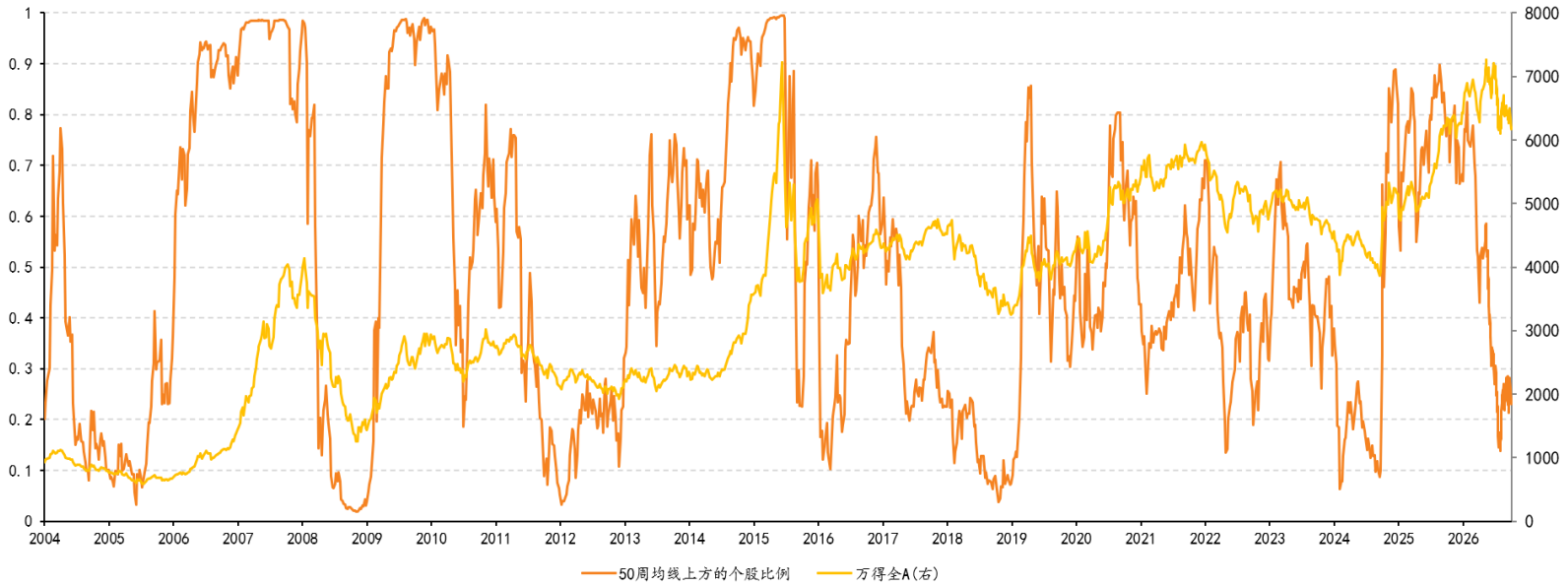


下载日志已记录，仅供内部参考

3.市场交易/情绪指标

- 前文我们描述了整体市场、行业情况，顺着前文思路，接续我们开始描述个股情况。在交易上，年线对于市场的意义重大，因此我们观察处于年线以上的个股比例。图中，我们采用周度指标，因此用50周来替代年线（250日）。
- 当市场逐步进入牛市时，处于年线上方的个股比例也会逐渐增加，反之当市场进入熊市时，个股均会逐渐落入年线下方。2004年至今，在每一轮熊市中，50周均线上方最少的低点分别出现在2005年6月3日（3.26%）、2008年11月7日（1.93%）、2012年1月6日（3.35%）、2016年3月11日（10.32%）、2018年10月19日（3.81%）。但需要注意的是这与指数的低点并不是一一对应，比如2012年（领先接近11个月）、2016年（滞后1个月有余），但从自下而上的投资上来看，这个指标也具有一定的参考意义。
- **截至2026/9/30，该值为24.10%，较上月末回落，整体处于较低水平位置，而2024年2月、2024年9月的两个低点分别为6.3%、8.8%。**

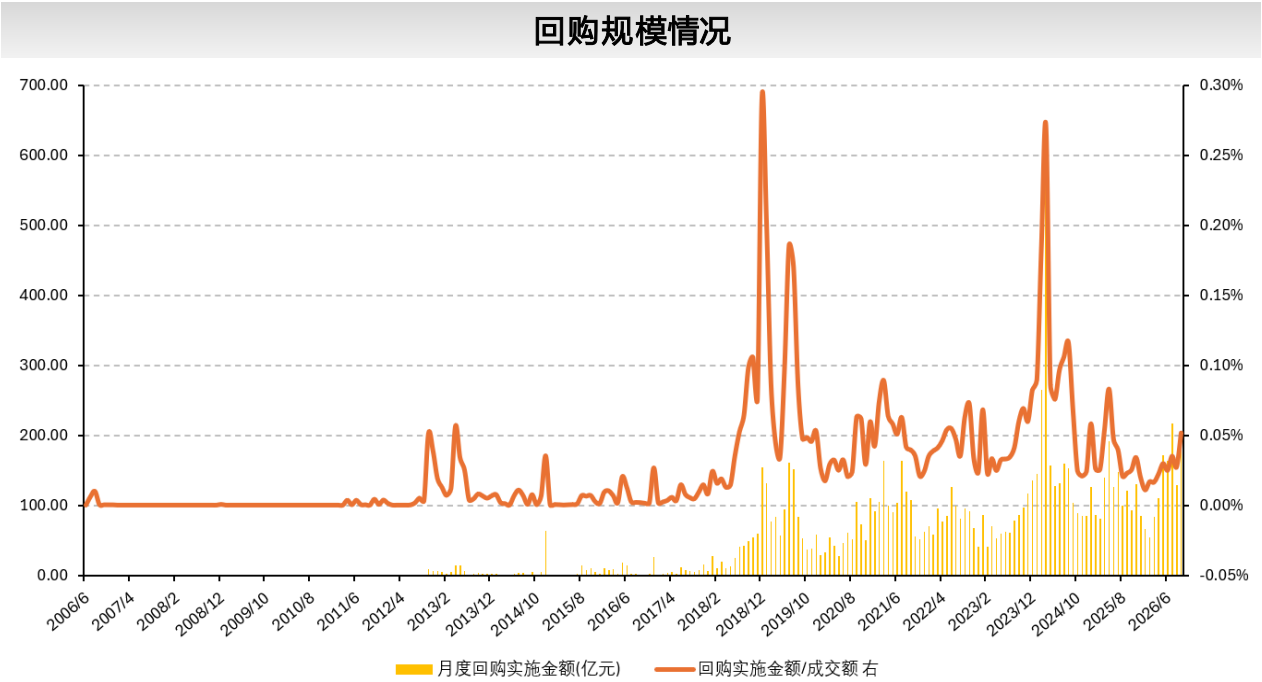
50周线上方的个股比例



下载日志已记录，仅供内部参考

4.投资者行为

- 上市公司股票回购一般用于股票注销、股权激励计划、市值管理等用途，而进行回购的时机往往会选择在股价处于合理价值或是低估状态时进行。当全市场大幅回调，绝大部分公司股价位于低点，理论上会出现大规模的回购潮。
- 观察全市场历史的月频回购实施金额，在2012年以前规模极小，而第一次回购潮始于2012年10月回购金额快速放大至9亿以上，而后万得全A指数收盘价于12月初见底，当时10月回购金额占当月成交额比例在0.05%水平；第二次回购潮始于2018年7月回购金额突破40亿，而后万得全A指数收盘价于10月见底，而当时7月回购金额占当月成交额比例同样在0.05%水平。此后股票回购成为上市公司普遍接受并采用的一种交易行为，并且在2020-2021年再度迎来一波回购潮，2021年底回购金额占成交额比例下探至0.02%。22年底，回购规模有所缩水。
- **2026年9月回购规模环比回升，为198.29亿水平，占成交额比例0.05%。**

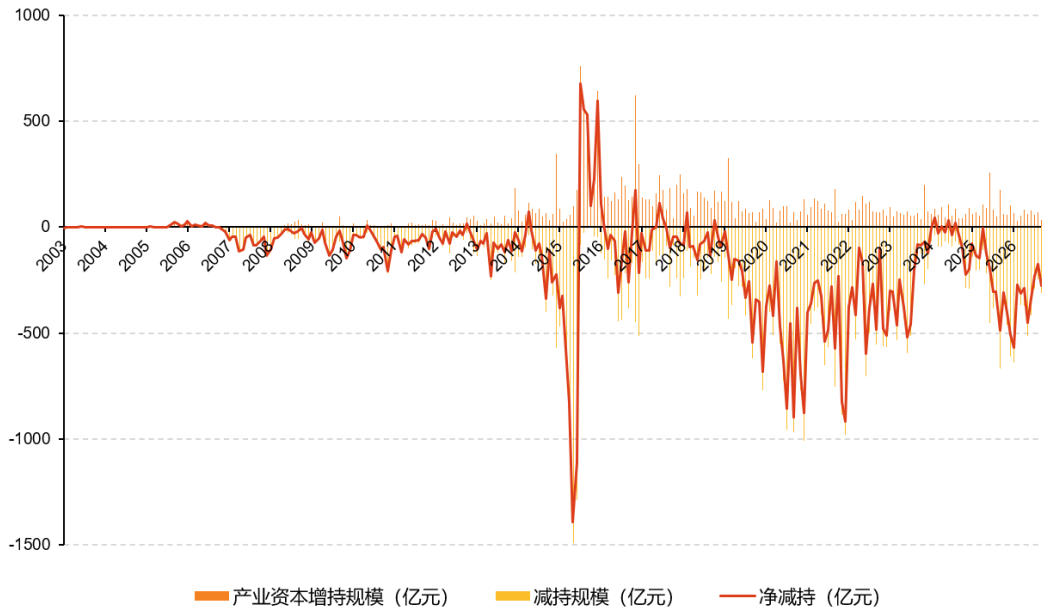


下载日志已记录，仅供内部参考

4.投资者行为

- 产业资本增减持往往侧面反映上市公司重要股东对于股价高低的看法，认为股价高估的往往会有减持行为，反之则相应增持。由于存在一级市场投资的重要股东退出行为，所以二级市场上产业资本大部分时间表现为净减持状态。
- 整体增减持规模在2005年之前较低，而市场回调的2005-2006年整体表现为净增持，进入2007年市场不断上涨之后则表现为净减持不断放大至百亿以上；在2012年市场底部同样表现为净减持较少且10月为净增持；2018年10月同样表现为净增持。此后全市场月度净减持规模常年位于百亿以上，市场的阶段性底部往往表现为净减持在百亿水平附近，例如22年4月。
- **2026年9月产业资本净减持276.15亿水平，较上月净减持幅度走阔，**相较2020-2023年的减持规模高峰期处于相对低位。

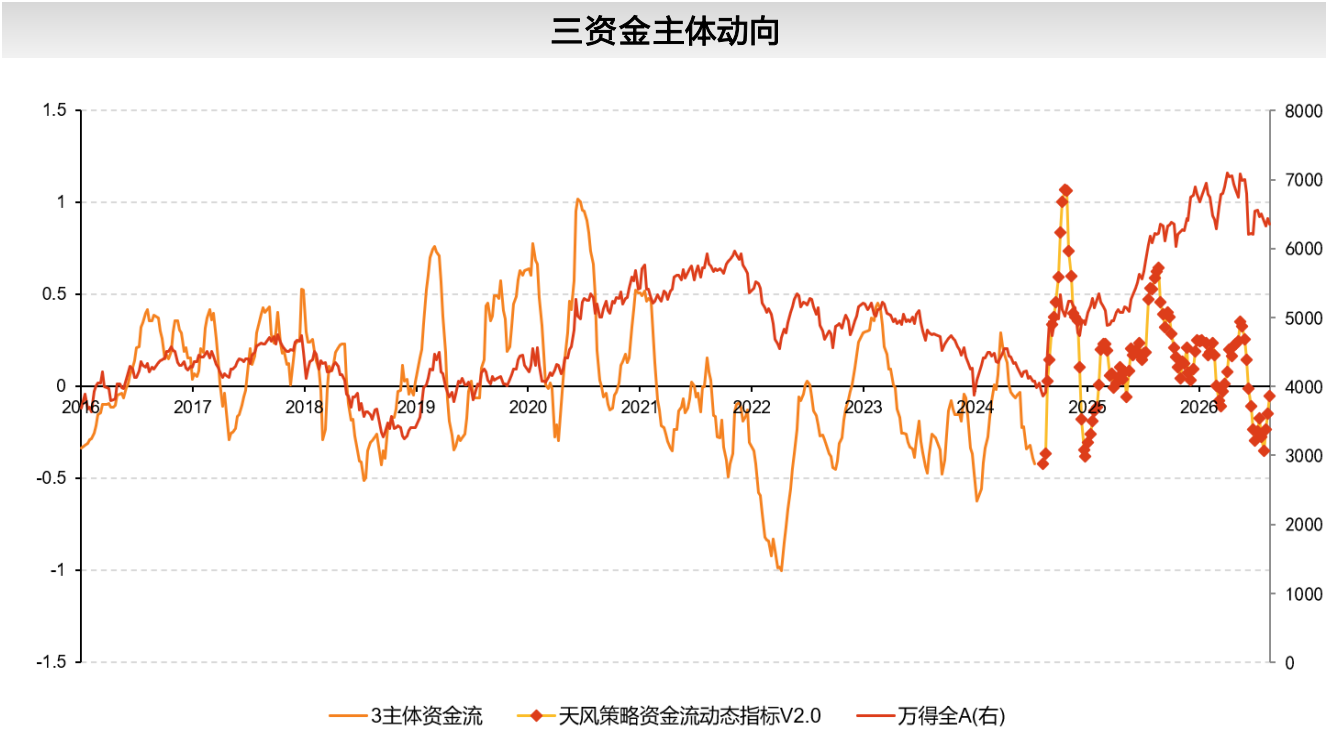
净增持/减持规模情况



下载日志已记录，仅供内部参考

4.投资者行为

- 我们根据三大投资主体资金动向，并分别做52周的标准化后三者取平均，最后做10期的移动平滑，得到资金流指标走势。
- 2026/9/24该指标为-0.05，该指标为10周平均，表现较上月回升，其中融资余额指标较上月相比出现改善迹象。



下载日志已记录，仅供内部参考

5. 风险提示

- **海外局势演化超预期：**中东、俄乌等局部地缘问题，以及中美关系走向出现超预期因素，都可能会造成市场的超预期波动，进而影响我们的判断。

- **通胀持续性超预期：**海内外通胀演绎超预期，或造成相关宏观政策及基本面环境出现变化，从而影响我们的判断结论。

- **流动性收紧超预期：**国内外流动性政策可能会出现超预期收紧，从而进一步影响宏观流动性环境、市场资金面、市场情绪等，部分可能会导致我们此前的判断出现误差。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

下载日志已记录，仅供内部参考

THANKS