下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告

如何看待美股新高，美股与非美市场能否收敛？

全球资产配置每周聚焦 (20261005-20261011)

证券分析师：金倩婧 A0230513070004 冯晓宇 A0230521080005
林遵东 A0230524100005 王胜 A0230511060001

2026.10.12

SWS RESEARCH

下载日志已记录，仅供内部参考

报告摘要

- **热点聚焦：近期美股创下新高，而欧洲和亚太股市则相对疲弱，市场关注美股强势背后的原因是什么？**9月以来美股大盘成长不断走强，本周标普500和纳斯达克指数均创下历史新高，而非美发达市场以及新兴市场9月以来则持续下跌。从资产的跨时区表现来看，9月中旬美股反弹以来，纳指期货在亚洲和欧洲交易时段累计表现相对偏弱，而美国交易时间纳指期货持续上涨。美债方面，9月以来，10年期美债收益率在亚洲交易时段累计下行，欧洲交易时段上行幅度相对有限，而美国交易时段则显著上行。这反映了当前美股的强势更多是盈利驱动下的实际利率上行所致，背后是经济基本面的“金发姑娘”叙事得以强化，而亚洲和欧洲地区整体在基本面承压的背景下整体风险偏好已经走弱。**从美股上涨的贡献来看，**主要由盈利预期上修贡献，估值相对稳定。其中上修幅度较大的行业有能源、信息技术，边际下修的行业有可选消费、通信。**从主题组合观察来看，**9月以来的美股反弹中，受益于个人agent的“爆款”出现，AI硬件领涨，AI软件（网络安全、数据治理、工业设计）、AI相关制造业同样上涨，而AI资本开支方相对滞涨，高位震荡。消费方面，可选消费8月后大幅走弱，最大回撤已经超过15%，必需消费同样走弱，但相比可选消费抗跌。制造业方面，非AI的传统制造业板块8月以来最大回撤已经超过20%，而AI相关制造业仍在走强。另外衡量市场风险偏好的主题组合在6月见到高点后持续走弱，8月后最大回撤超过20%。反映信用压力的主题组合8月后最大回撤超过15%，最近仍在边际走弱。**从市场微观结构来看，美股个股层面开始对下行风险进行保护，而指数层面对系统性风险的担忧并不高。**当前个股波动率水平高于指数波动率水平，体现了市场存在较大的结构性分化。从put-call ratio来看，股票层面已经出现悲观情绪的蔓延，指数层面并未担忧beta型风险。

- **未来美股和非美股市将继续分化还是走向收敛？**美股和非美发达国家的滚动相关性降至近10年来较低水平（负相关）。历史来看，美股上涨而非美股市下跌的情形发生在2018年（持续238天）、2021年（持续114天）、2024年（持续110天）。2018和2021年从分化走向趋同是美股补跌，背后的原因是通胀压力上升，美联储转鹰，利率高位易涨难跌。而2024年则是美股滞涨，非美反弹，市场广度走扩，对应的背景是通胀放缓，利率高位回落。本轮来看，美股和非美的分化持续了53天，利率的上行主要由实际利率推动，通胀预期并非本轮利率上行的主要驱动因素，而实际利率推升的名义利率上行与当前的AI强势原因本就相同。**若后续通胀压力进一步传导，通胀预期升温推升名义利率走高，需关注货币政策额外压力对市场的冲击。若通胀压力相对稳定，那么AI本身的发展对利率的走势以及美股强势持续性的影响更大。若油价下行推动通胀压力边际缓解，则非美市场有望迎来阶段性补涨，推动全球股市收敛。展望后续，10月14日披露美国通胀数据，10月下旬后密集披露美国三季报，10.28美联储FOMC，11月初美国中期选举均为重要关注日期。**

- **全球资本市场回顾：**本周（20261002-20261009）全球大类资产呈现天然气强势冲高、拉美权益领跑而亚太欧股走势分化的轮动特征。1）固收与汇率：10Y美债收益率下行至5.24%，美元指数维持高位运行，非美主要货币涨跌互现。2）权益方面：区域与风格延续剧烈分化。拉美巴西股市显著领涨全球，港股微幅反弹，而韩国股市承压垫底，国内创业板指与欧洲主要股指普遍震荡回调。3）商品方面：能源品类内部走势出现分化。欧美天然气大幅领跑大类资产，原油、工业金属及贵金属等多数品种企稳回暖，主要农产品震荡走弱。**全球资金流向跟踪：**全球资金流入货币市场基金，新兴股市与发达股市均获流入；固收基金方面，美国债市流入明显，本周流入285.5亿美元；权益基金方面，中国股市流出3.7亿美元。截至2026/10/7，过去一周，外资流出中国股市，海外主动基金流出2.8亿美元，而海外被动基金流出1.1亿美元。美股资金大幅流入科技、公用事业和工业品，而金融板块出现较大流出，中国股市资金流入材料、医疗保健和金融。**全球资产性价比指标：**截至2026/10/9，市盈率分位数角度上看，上证指数的估值分位数低于标普500，高于法国CAC40和恒生国企，达到过去10年来的70.5%，但是从PE的绝对水平来看，上证指数、沪深300和恒生国企的估值依旧大幅低于美股。ERP角度上来看，巴西圣保罗、沪深300和上证指数的ERP分位数仍然较高，从股债性价比的角度来说，中国股市相比全球仍有较好的配置价值。截至2026/10/9，标普500、道琼斯指数、纳斯达克指数和欧洲斯托克600指数的ERP分位数分别为0.1%、1.9%、2.4%和0.9%。标普500的风险调整后收益所处分位数下行至86%，纳斯达克100的风险调整后收益所处分位数下行至81%，沪深300的风险调整收益分位数大幅下行至50%。**全球资产风险情绪指标：**美股方面，指数层面，标普500位于20日均线上方，本周期权认沽认购比率低位震荡。本周美国散户看涨比例为40.25%，较上周上升5.6pct。A股方面，期权持仓层面，截至2026/10/9，沪深300看涨期权增仓动能边际有所放缓，博弈仍集中在近端浅虚值；远虚值增仓持续低位走平，多头资金短期博弈节奏趋于理性与谨慎。隐含波动率层面，截至2026/10/9，期权各价位隐含波动率中枢出现全线显著上移，衍生品定价溢价走阔，市场对后续宽幅波动的预期有所升温。期限结构方面，本周大宗商品期限结构呈现原油远期曲线平缓整固、沪铜高位走强且近月升水急剧放大的分化特征。原油方面，近月价格企稳震荡，跨期月差在前期快速挤出后低位走平，Backwardation进一步趋缓，近端供需溢价基本释放；沪铜方面，绝对价格高位坚挺，期限结构曲线全线上移，近月升水大幅飙升，反映现货端偏紧格局进一步加剧。**全球经济数据：**美国9月非农新增大幅失速，失业率微升，消费者信心持续回落；中国月制造业与服务业PMI重返扩张区间。

- **风险提示：美国通胀及货币政策紧缩超预期、美股盈利增长及AI产业发展不及预期、地缘冲突及全球市场风险偏好变化超预期。**

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

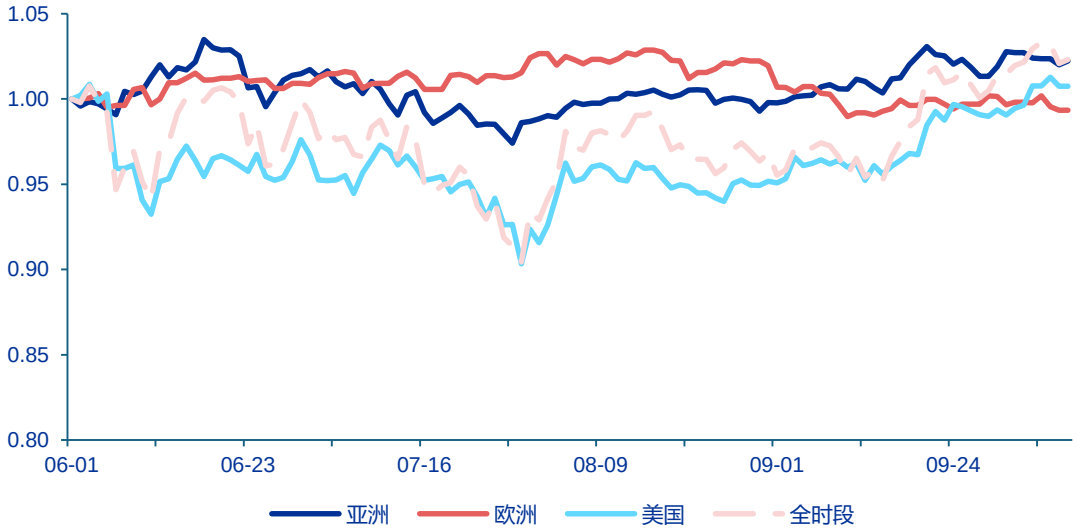
1. **每周热点聚焦：如何看待美股新高，美股与非美市场能否收敛?**
2. 全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流出
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购低位震荡，A股隐含波动率抬升
5. 全球经济数据：美国非农就业急剧放缓，中国PMI重回扩张
6. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

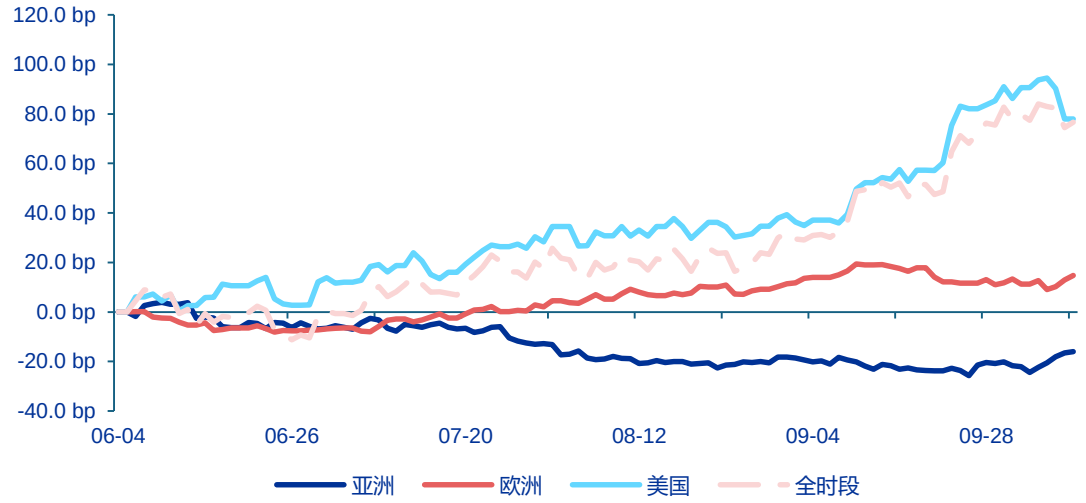
资产的跨时区表现：美国交易时段风险偏好强，欧亚时段风险偏好偏弱

- 从资产的跨时区表现来看，9月中旬美股反弹以来，纳指期货在亚洲和欧洲交易时段累计表现相对偏弱，而美国交易时间纳指期货持续上涨。美债方面，9月以来，10年期美债收益率在亚洲交易时段累计下行，欧洲交易时段上行幅度相对有限，而美国交易时段则显著上行。
- 这背后反映了当前美股的强势更多是盈利驱动下的实际利率上行所致，经济基本面的“金发姑娘”叙事得以强化，而亚洲和欧洲地区整体在基本面承压的背景下整体风险偏好已经走弱。

纳指期货价格净值



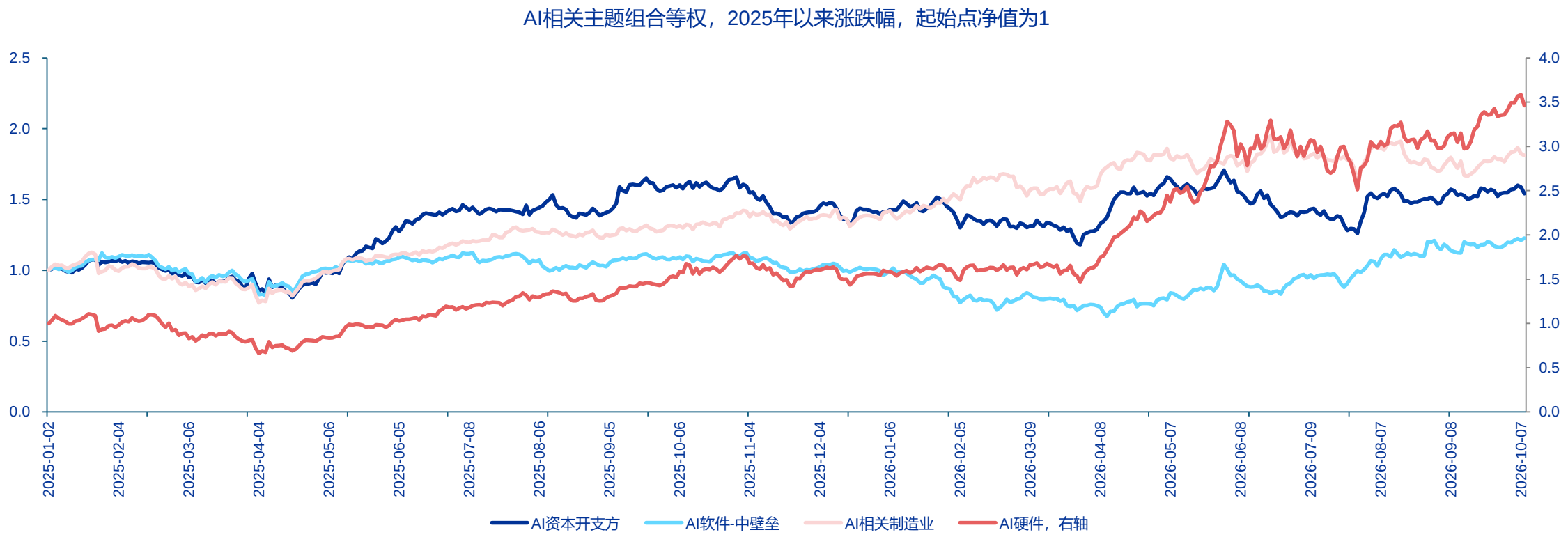
10年期美债收益率累计绝对变化（bp）



下载日志已记录，仅供内部参考

本轮美股反弹中，AI硬件领涨，软件和相关制造业同样走强

- **9月以来的美股反弹中，AI硬件领涨，AI软件、相关制造业同样上涨，而AI资本开支方则相对滞涨，呈现高位震荡。**

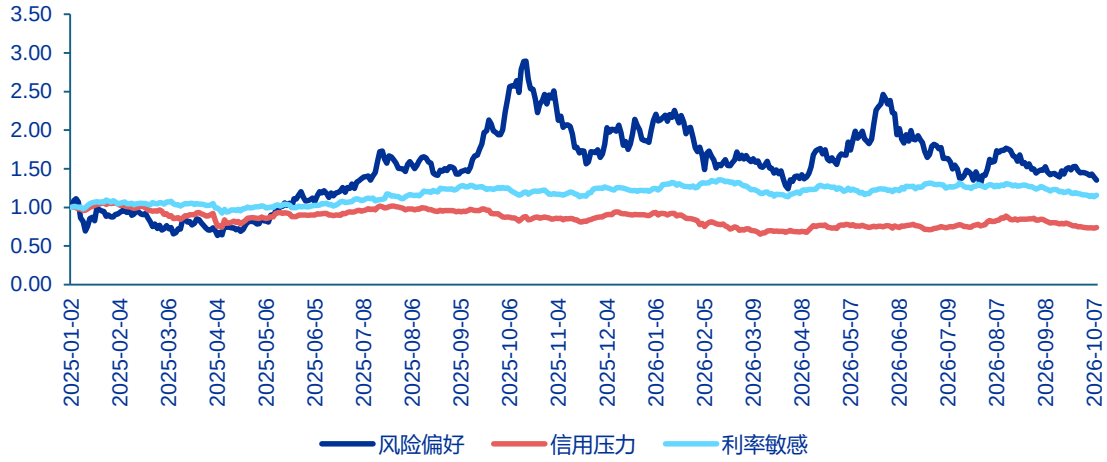


下载日志已记录，仅供内部参考

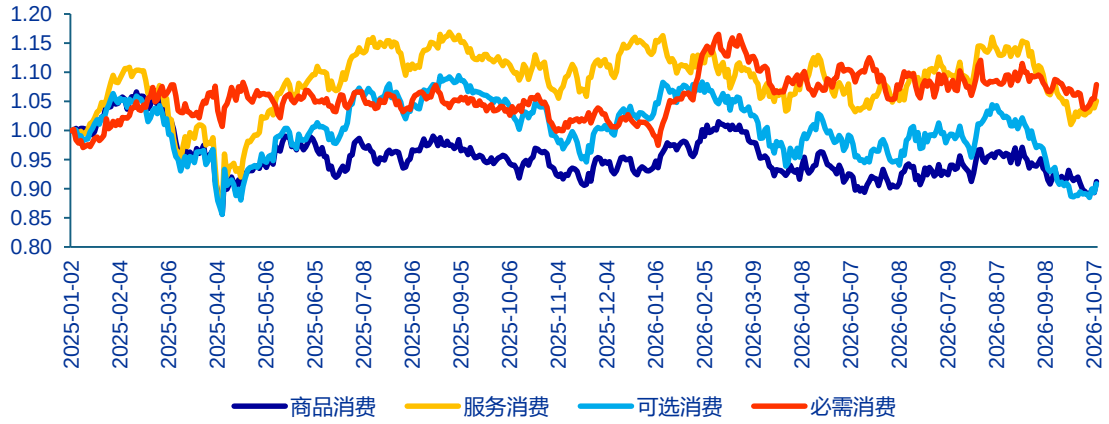
美股非AI方面，可选消费走弱，衡量风险偏好的主题组合大幅走弱

- 消费方面，可选消费8月后大幅走弱，最大回撤已经超过15%，必需消费同样走弱，但相比可选消费抗跌。
- 制造业方面，非AI的传统制造业板块8月以来最大回撤已经超过20%，而AI相关制造业仍在走强。
- 另外，衡量市场风险偏好的主题组合在6月见到高点后持续走弱，8月后最大回撤超过20%。反映信用压力的主题组合8月后最大回撤超过15%，最近仍在边际走弱，利率敏感的板块组合8月以来也在持续走弱。

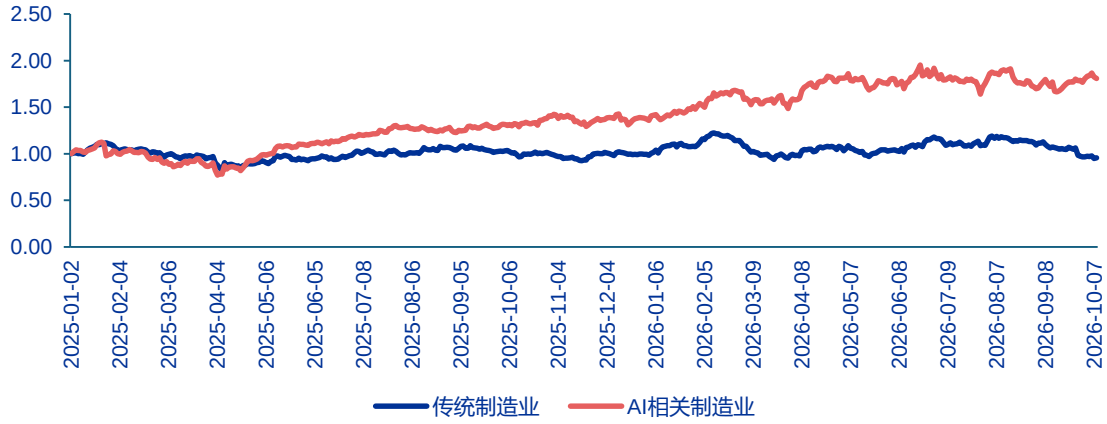
美股风险偏好、信用压力与利率敏感组合



美股消费相关



美股制造相关

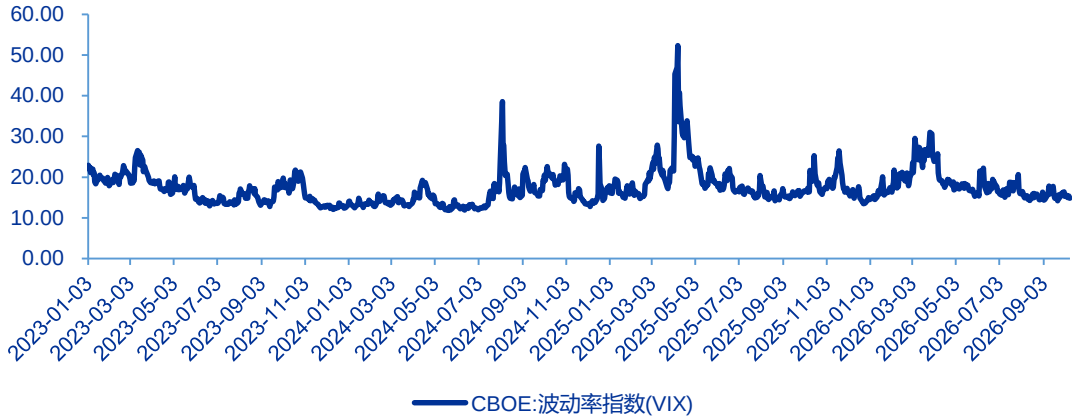


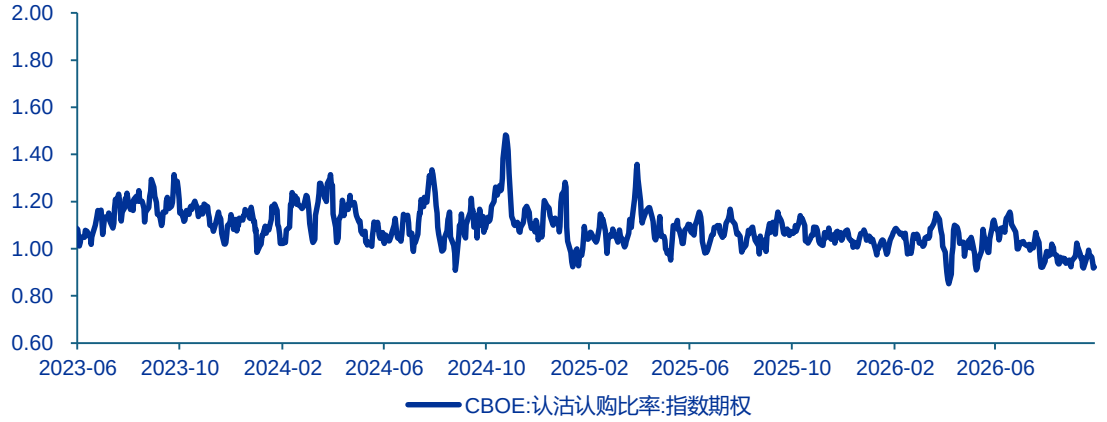
资料来源：同花顺、申万宏源研究 注：主题组合由相关标的等权构建，计算2025年以来涨跌幅，起始点净值为1

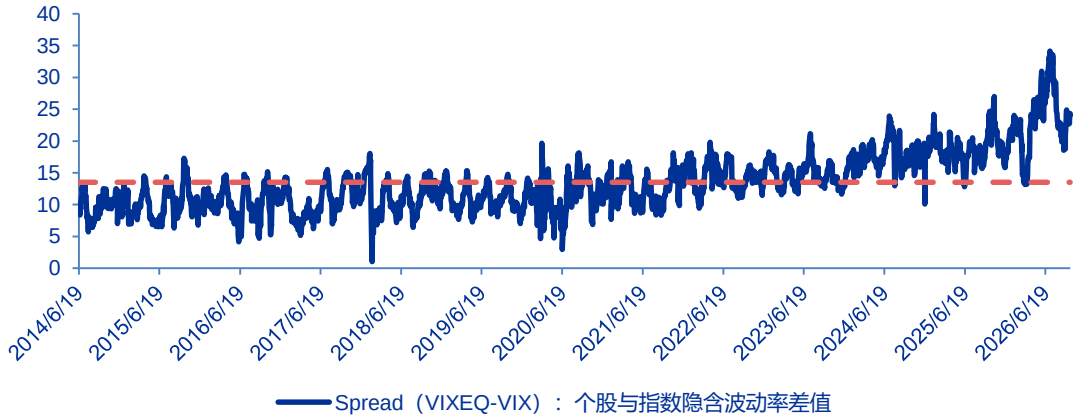
下载日志已记录，仅供内部参考

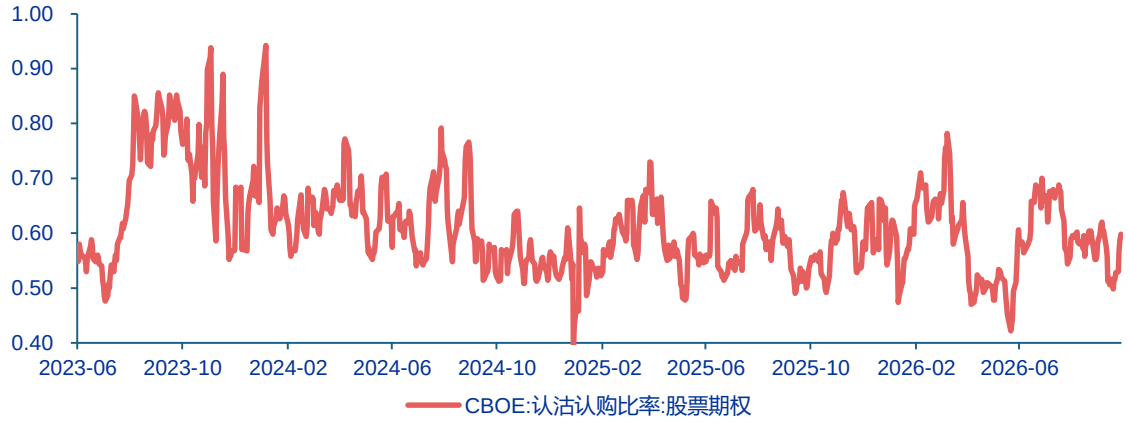
从市场微观结构来看，股票层面出现悲观情绪蔓延

- 从美股市场微观结构来看，当前个股波动率水平高于指数波动率水平，体现了市场存在较大的结构性分化。从put-call ratio来看，股票层面已经出现悲观情绪的蔓延，指数层面并未担忧beta型风险。









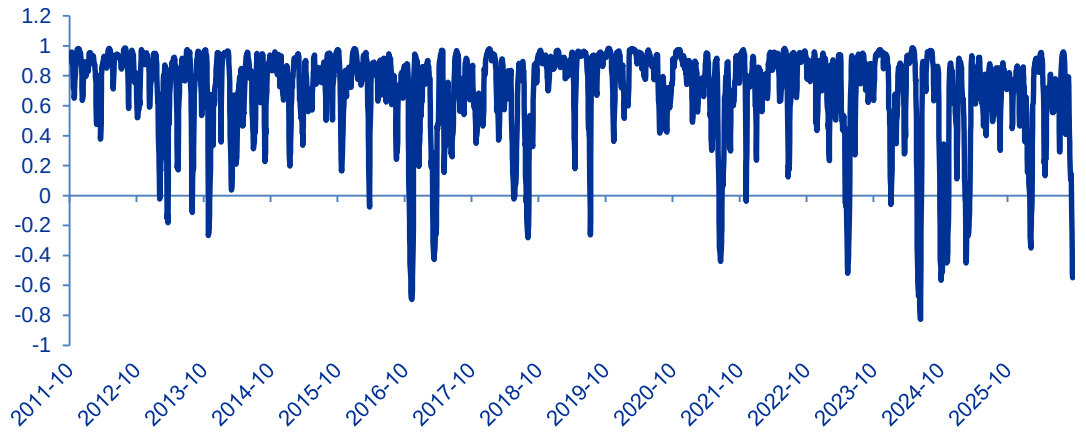
资料来源：CBOE、同花顺、申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

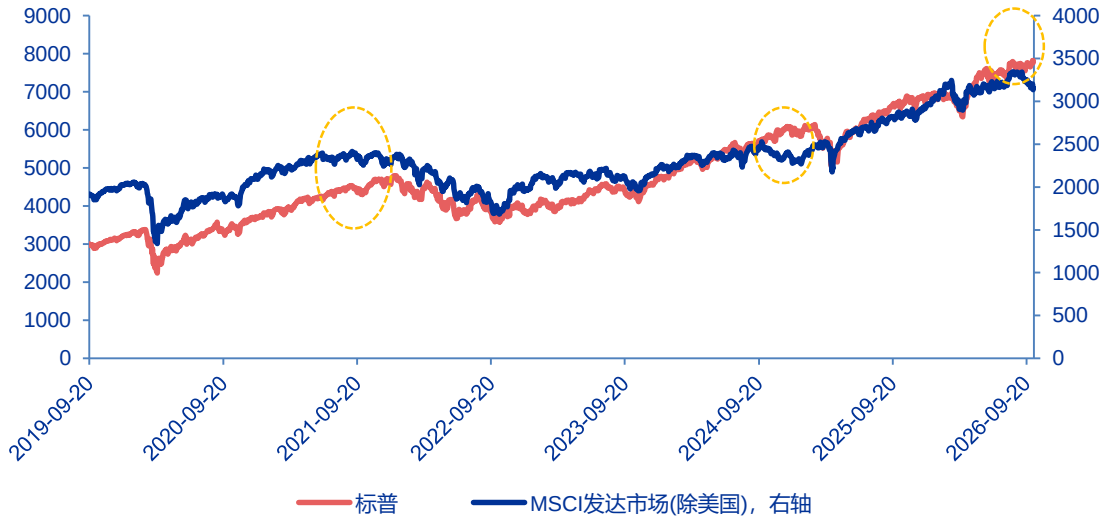
未来美股和非美股市将继续分化还是走向收敛？

- 美股与非美发达市场的滚动相关性降至近10年来较低水平（负相关）。**历史来看，美股上涨而非美股市下跌的情形发生在2018年（持续238天）、2021年（持续114天）、2024年（持续110天）。**2018和2021年从分化走向趋同是美股补跌，背后的原因是通胀压力上升，美联储转鹰，利率高位易涨难跌。而2024年则是美股滞涨，非美反弹，市场广度走扩，对应的背景是通胀放缓，利率高位回落。对于本轮而言，美股和非美的分化持续了53天，利率的上行主要由实际利率推动，通胀预期并非本轮利率上行的主要驱动因素，而实际利率推升的名义利率上行与当前的AI强势原因本就相同。**若后续通胀压力逐步传导，通胀预期升温推升名义利率走高，需关注货币政策额外压力对市场的冲击。若通胀压力相对稳定，那么AI本身的发展对利率的走势影响更大。若油价下行推动通胀压力边际缓解，则非美市场有望迎来阶段性补涨，推动全球股市收敛。**

美股和非美发达市场滚动30日相关性







下载日志已记录，仅供内部参考

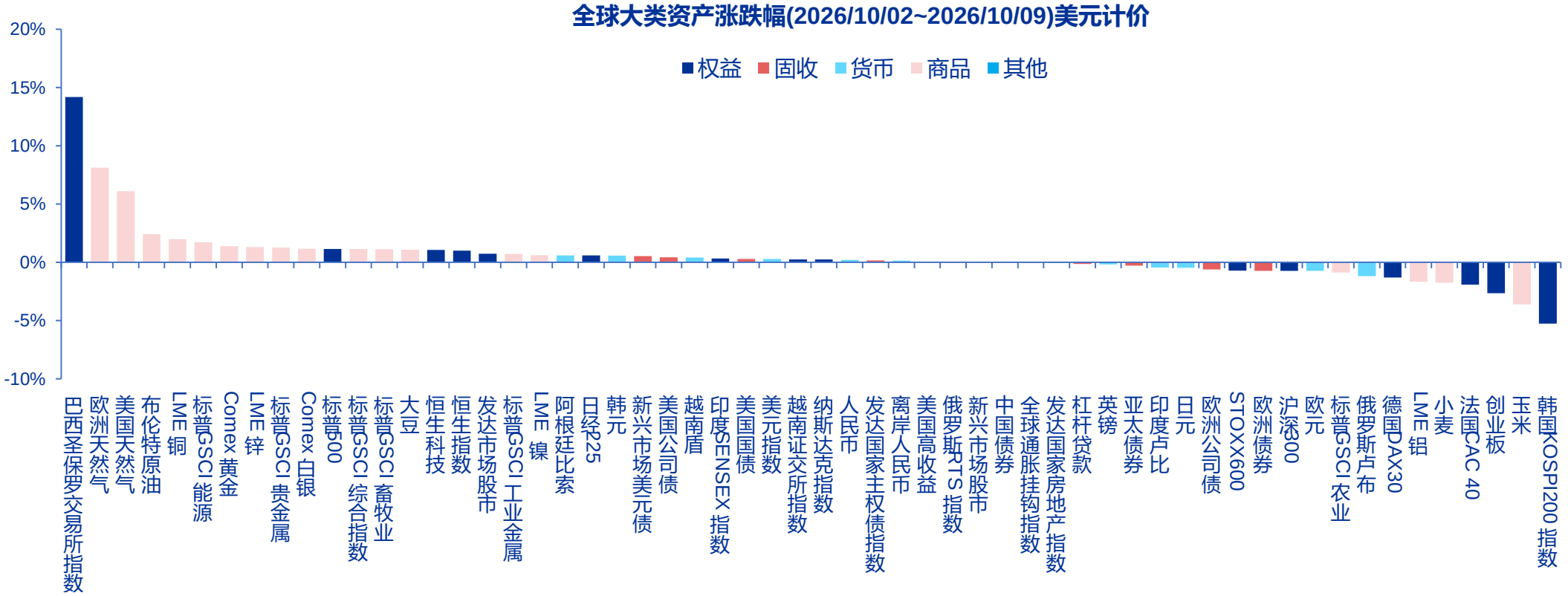
主要内容

1. 每周热点聚焦：如何看待美股新高，美股与非美市场能否收敛？
2. **全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流出**
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购低位震荡，A股隐含波动率抬升
5. 全球经济数据：美国非农就业急剧放缓，中国PMI重回扩张
6. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

欧美天然气与巴西股市领涨，韩国股市与中欧主要指数承压回调

- **全球资本市场回顾：本周（20261002-20261009）全球大类资产呈现天然气强势冲高、拉美权益领跑而亚太欧股走势分化的轮动特征。1）固收与汇率：**10Y美债收益率下行至5.24%，美元指数维持高位运行，非美主要货币涨跌互现。**2）权益方面：**区域与风格延续剧烈分化。拉美巴西股市显著领涨全球，港股微幅反弹，而韩国股市承压垫底，国内创业板指与欧洲主要股指普遍震荡回调。**3）商品方面：**能源品类内部走势出现分化。欧美天然气大幅领跑大类资产，原油、工业金属及贵金属等多数品种企稳回暖，主要农产品震荡走弱。



资料来源：Factset、申万宏源研究 注：图中数据为美元计价，文字中数据来源于后续表格数据

下载日志已记录，仅供内部参考

本周拉美与美日港股走强，A股成长与韩法股市显著承压

		最新收盘价格(2026/10/09)	期间涨跌幅(2026/10/02~2026/10/09)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	年初以来涨跌幅	ERP历史分位数
A股+港股+转债	上证指数	3814	-0.74%	-3.1%	-4.6%	-4.3%	11.9%	59%
	沪深300	4317	-0.9%	-5.1%	-9.7%	-6.9%	8.0%	72%
	创业板指	3043	-2.9%	-8.8%	-20.8%	-11.8%	37.9%	92%
	上证50	2807	-0.6%	-3.3%	-5.0%	-3.2%	3.3%	77%
	中证1000	7156	-2.0%	-5.7%	-12.7%	-10.5%	16.4%	86%
	科创50	1457	-4.8%	-7.1%	-29.4%	6.8%	42.8%	56%
	恒生指数	24211	1.0%	-3.0%	0.1%	-6.5%	20.8%	6%
	恒生科技	4198	1.0%	-3.1%	-11.1%	-13.6%	-6.7%	13%
	恒生中国企业指数	8148	1.5%	-1.5%	1.4%	-5.9%	11.9%	14%
	中证转债	465	-0.7%	-2.9%	-7.0%	-7.8%	11.5%	
	北证50	1037	-0.2%	-1.3%	-14.2%	-20.7%	-0.8%	40%
全球股指	印度SENSEX30	72472	0.8%	-3.2%	-6.6%	-6.5%	-7.4%	9%
	德国DAX	25087	-0.6%	-1.1%	0.1%	5.4%	26.0%	1%
	法国CAC40	7803	-1.2%	-3.9%	-6.4%	-5.5%	6.7%	4%
	西班牙IBEX35	19033	-0.3%	-3.2%	-1.8%	4.6%	65.0%	8%
	英国富时100	10552	0.9%	-0.5%	0.5%	-0.5%	29.9%	22%
	标普500	7812	1.15%	2.9%	3.1%	14.6%	32.2%	0%
	欧洲STOXX600(欧元)	632	0.0%	-0.7%	-1.5%	2.7%	25.1%	1%
	日经225	69031	1.1%	5.8%	0.7%	21.3%	73.0%	2%
	泰国SET指数	1578	0.4%	-2.3%	-2.7%	4.7%	12.7%	5%
	韩国综合股价200	1045	-5.8%	-6.1%	-12.7%	18.9%	228.7%	16%
	沪深300	4317	-0.9%	-5.1%	-9.7%	-6.9%	8.0%	72%
	巴西IBOVESPA指数	209067	8.8%	11.0%	17.5%	6.0%	73.8%	34%
	胡志明指数	1735	-0.2%	-5.1%	-5.1%	-0.9%	36.4%	19%
	恒生指数	24211	1.0%	-3.0%	0.1%	-6.5%	20.8%	6%
	阿根廷MERV	2828027	2.2%	-10.4%	-13.8%	-5.7%	11.6%	
	发达市场		%	.%	.%	.%	.%	
	新兴市场	1709	0.0%	-2.1%	1.1%	10.4%	58.5%	

资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：分位数计算范围为2010年以来，其中ERP计算中，A股、港股以10年期国债利率为基础，而其他全球性指数以10年期美债利率为基础

下载日志已记录，仅供内部参考

10Y美债利率下行至5.24%，美元指数上涨至102.2，油价上涨

			期间涨跌幅(2026/10/02~2026/10/09,BP)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	近一年涨跌幅	百分分位数
美国债市	美国10年国债收益率	5.24%	-4	41	70	95	66	100%
	10年美债实际利率	2.91%	-1	45	60	96	67	84%
	10年美债通胀预期	2.33%	-3	-4	10	-1	-1	81%
	2年美债收益率	4.80%	-3	37	64	102	55	95%
	30年美债收益率	5.60%	-3	32	55	70	46	100%
	美债期限利差（10年-2年）	0.44%	-1	4	6	-7	11	41%
	美债期限利差（10年-3个月）	0.99%	-10	11	28	38	78	52%
	10年中债收益率	1.69%	0	0	-5	-13	1	4%
	1年中债收益率	1.22%	-1	-2	11	1	13	4%
	3个月中债收益率	1.17%	1	-4	9	0	26	4%
	期限利差：国开债（10年期-1年期）	0.35%	-1	-3	-8	-15	-18	15%
	信用利差：5年AAA企业债-5年国开债	0.13%	0	-4	-10	-2	-28	1%
	等级利差：5年企业债（AA-AAA）	0.15%	0	1	-11	-18	-26	2%
	息差：1年AAA级同业存单-FR007	0.08%	2	1	5	2	71	17%
	R007	1.39%	25	-3	-4	-2	-75	8%
	R001	1.29%	21	-9	-14	-6	-126	19%
	中美利差（10年中债利率-10年美债利率）	-3.55%	4	-41	-75	-108	-65	0%
	中美利差（1年中债利率-1年美债利率）	-4.38%	2	-34	-45	-69	-33	0%

			期间涨跌幅(2026/10/02~2026/10/09,%)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	年初以来涨跌幅	动态风险调整后收益
大宗商品	LME铝（美元/吨）	3057.0	-1.3%	-7.2%	-2.6%	-12.6%	19.8%	93%
	Comex黄金（美元/盎司）	4220.3	1.16%	-4.2%	1.1%	-13.8%	47.4%	53%
	LME铜（美元/吨）	14550.0	1.99%	2.2%	7.9%	13.3%	63.3%	90%
	ICE布油（美元/桶）	104.5	1.88%	1.7%	53.4%	34.3%	105.3%	91%
其他	美元指数	102.2	0.29%	3.2%	1.3%	3.6%	-5.4%	36%
	美元兑人民币	7.3	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.6%	
	欧元兑美元	.	-.%	-.%	-.%	-.%	.%	%
	CBOE波动率	14.8	-3.07%	-16.8%	-1.3%	-22.8%	-14.7%	19%

资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：分位数计算范围为2010年以来，其中ERP计算中，A股、港股以10年期国债利率为基础，而其他全球性指数以10年期美债利率为基础

下载日志已记录，仅供内部参考

本周A股行业中煤炭与传媒领涨；港股零售业、耐用消费品与服装领涨

A股行业	期间涨跌幅(2026/10/05~2026/10/09)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数	A股行业	期间涨跌幅(2026/10/05~2026/10/09)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数
煤炭	2.74%	72.1%	75.6%	39.7%	计算机	0.27%	60.5%	11.5%	98.3%
传媒	2.70%	30.1%	33.1%	93.4%	电力设备	0.12%	13.6%	22.5%	93.1%
石油石化	2.25%	45.5%	80.1%	78.0%	非银金融	0.11%	0.1%	4.0%	99.8%
纺织服饰	2.10%	43.5%	37.9%	89.7%	银行	-0.05%	48.5%	58.7%	64.1%
交通运输	1.98%	51.2%	24.5%	77.9%	轻工制造	-0.29%	59.0%	27.3%	72.2%
公用事业	1.70%	51.5%	40.5%	84.1%	综合	-0.32%	88.7%	46.7%	65.2%
美容护理	1.35%	12.7%	8.8%	96.8%	建筑装饰	-0.37%	66.2%	21.5%	48.7%
商贸零售	1.23%	62.0%	14.9%	77.9%	房地产	-1.41%	62.5%	14.6%	59.3%
有色金属	1.12%	8.8%	43.3%	97.1%	医药生物	-1.71%	32.3%	21.2%	89.0%
基础化工	0.97%	48.8%	41.1%	76.4%	建筑材料	-1.77%	87.7%	53.0%	38.5%
农林牧渔	0.69%	92.0%	23.4%	53.4%	汽车	-1.86%	63.5%	4.3%	72.3%
家用电器	0.67%	39.5%	14.0%	90.4%	国防军工	-2.14%	35.9%	31.6%	99.4%
食品饮料	0.64%	17.3%	4.3%	95.6%	机械设备	-3.46%	74.6%	37.8%	66.6%
环保	0.61%	41.8%	37.0%	84.8%	通信	-4.72%	72.2%	68.1%	82.0%
社会服务	0.52%	34.8%	12.2%	90.8%	电子	-5.66%	66.6%	45.8%	87.0%
钢铁	0.41%	66.8%	26.7%	52.8%					

港股行业	期间涨跌幅(2026/10/05~2026/10/09)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数	港股行业	期间涨跌幅(2026/10/05~2026/10/09)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数
零售业	4.00%	88.6%	11.8%	2.5%	银行	1.32%	78.6%	87.7%	7.9%
耐用消费品与服装	3.36%	22.9%	13.7%	15.0%	汽车与汽车零部件	1.25%	63.1%		18.9%
食品、饮料与烟草	3.34%	24.0%	17.1%	9.2%	软件与服务	1.03%	4.4%	2.9%	17.3%
家庭与个人用品	3.34%	0.3%	0.4%	36.0%	媒体	0.12%	4.7%	4.3%	64.2%
能源	2.93%	28.5%	79.3%	28.0%	多元金融	0.06%	0.0%	33.9%	100.0%
运输	2.92%	26.4%	68.4%	25.3%	保险	0.00%	0.0%		88.5%
食品与主要用品零售	2.59%	17.8%	5.2%	17.7%	商业和专业服务	-0.89%			
电信服务	2.47%	33.3%	19.7%	2.5%	资本货物	-1.10%	91.3%		0.2%
房地产	2.26%				医疗保健设备与服务	-1.13%	9.7%	8.3%	25.5%
消费者服务	2.19%	3.3%		50.2%	制药、生物科技与生命科学	-2.88%	77.8%	33.9%	0.1%
公用事业	.%	.%	.%	.%	技术硬件与设备	-.%	.%	.%	.%
材料	1.48%	60.9%	31.8%	13.4%	半导体与半导体生产设备	-7.94%	92.2%	52.3%	0.0%

资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：分位数计算范围为2010年以来，其中ERP计算中，A股、港股以10年期国债利率为基础，而其他全球性指数以10年期美债利率为基础

下载日志已记录，仅供内部参考

全球资金流入货币市场基金，新兴股市与发达股市均获流入；固收基金方面，美国债市流入明显，本周流入285.5亿美元；权益基金方面，中国股市流出3.7亿美元

- 过去一周，全球资金流入货币市场基金，新兴股市与发达股市均获流入；固收基金方面，美国债市流入明显，本周流入285.5亿美元；权益基金方面，中国股市流出3.7亿美元。
- 相对资金流入方面，最近一周，中国权益基金相对流出明显，富时3倍做空中国ETF出现明显流出。

大类资产类别基金(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2
全球货币市场	1663.7	-30.2	5425.8	601.0	1314.4	3510.5	3907.4	3451.4	1010.0
发达市场股市	103.4	1027.2	10164.2	3152.2	4187.5	2824.5	2617.2	1266.2	1073.7
新兴市场股市	20.6	43.5	-435.8	853.7	1156.7	-132.8	899.3	220.2	272.0
全球政府债券	169.6	429.3	2085.7	1037.3	570.8	477.7	442.9	417.5	361.6
新兴市场债券	20.4	159.5	589.6	278.3	311.5	-0.2	351.2	278.4	192.0
投资级企业债	48.4	152.5	994.8	414.2	374.7	205.9	509.8	517.1	116.7
高收益债券	-7.1	-46.8	96.3	67.5	119.9	-91.2	30.0	222.5	-26.0

大类资产类别基金	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4
全球货币市场	1.5%	0.0%	4.1%	0.6%	1.2%	2.3%	3.7%
发达市场股市	0.0%	0.4%	3.8%	1.1%	1.6%	1.1%	1.1%
新兴市场股市	0.1%	0.1%	-1.5%	2.9%	-3.9%	-0.5%	3.6%
全球政府债券	0.9%	2.3%	11.4%	5.5%	3.2%	2.7%	2.6%
新兴市场债券	0.3%	2.1%	8.2%	3.8%	4.4%	0.0%	5.4%
投资级企业债	0.3%	0.9%	5.9%	2.4%	2.2%	1.2%	3.2%
高收益债券	-0.1%	-0.7%	1.4%	1.0%	1.7%	-1.3%	0.4%

固收类基金，分国家/地区(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2
发达欧洲国家	19.0	30.2	869.7	325.2	316.4	228.2	341.0	436.6	303.3
美国	285.5	716.4	5613.4	2260.7	1714.5	1638.1	1509.9	1760.1	390.1
日本	0.0	4.4	62.9	27.7	19.5	15.8	22.0	30.7	2.2
中国	0.5	149.3	315.3	233.0	212.0	-129.7	229.6	135.7	183.3
新兴市场	21.3	164.5	738.0	323.0	376.1	38.9	409.5	332.7	233.7
印度	0.0	-1.4	9.2	0.0	8.6	0.6	4.2	1.8	-3.1

固收类基金，分国家/地区	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4
发达欧洲国家	0.1%	0.1%	4.0%	1.5%	1.5%	1.0%	1.6%
美国	0.5%	1.2%	9.4%	3.7%	2.9%	2.8%	2.7%
日本	0.0%	0.5%	6.9%	3.0%	2.1%	1.8%	2.4%
中国	0.0%	7.7%	16.7%	12.3%	13.0%	-8.7%	14.8%
新兴市场	0.2%	1.7%	7.9%	3.4%	4.1%	0.4%	4.7%
印度	0.0%	-0.6%	3.4%	0.0%	3.2%	0.2%	1.6%

权益类基金，分国家/地区(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2
发达欧洲国家	41.4	217.7	1487.2	500.3	223.1	763.8	381.4	331.1	446.4
美国	56.3	559.4	6711.0	1909.7	3535.9	1265.4	1869.1	679.9	449.8
日本	-21.4	71.6	689.8	288.3	43.6	357.9	104.3	-26.7	-1.7
中国	-3.7	63.3	-1779.4	436.8	-1233.8	-982.4	563.2	150.9	121.8
新兴市场	33.0	108.1	1.4	1022.1	1001.1	-19.6	969.6	274.6	330.3
印度	-2.6	-18.2	-36.0	-27.1	-48.2	39.4	22.2	11.7	24.1

权益类基金，分国家/地区	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4
发达欧洲国家	0.1%	0.5%	3.3%	1.1%	0.5%	1.7%	0.9%
美国	0.0%	0.3%	3.5%	1.0%	1.9%	0.7%	1.1%
日本	-0.1%	0.4%	3.8%	1.5%	0.2%	2.1%	0.7%
中国	0.0%	0.6%	-13.6%	3.9%	-10.1%	-7.4%	4.3%
新兴市场	0.1%	0.3%	0.0%	2.8%	-2.8%	-0.1%	3.2%
印度	-0.1%	-0.7%	-1.8%	-1.0%	-1.8%	1.0%	0.7%

全球投资中国基金/ETF(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2
主动型固收共同基金	-0.2	-2.2	-15.9	-2.4	-9.8	-3.6	2.9	-0.2	3.7
被动型固收共同基金	0.1	0.9	7.7	3.0	4.1	0.6	0.1	0.9	-0.8
安硕中国ETF	0.0	-0.4	-8.0	-0.3	-2.0	-5.8	-0.5	5.6	0.9
富时三倍做空中国ETF	-0.2	-0.1	-1.1	0.0	-0.5	-0.8	-1.0	0.6	-0.3

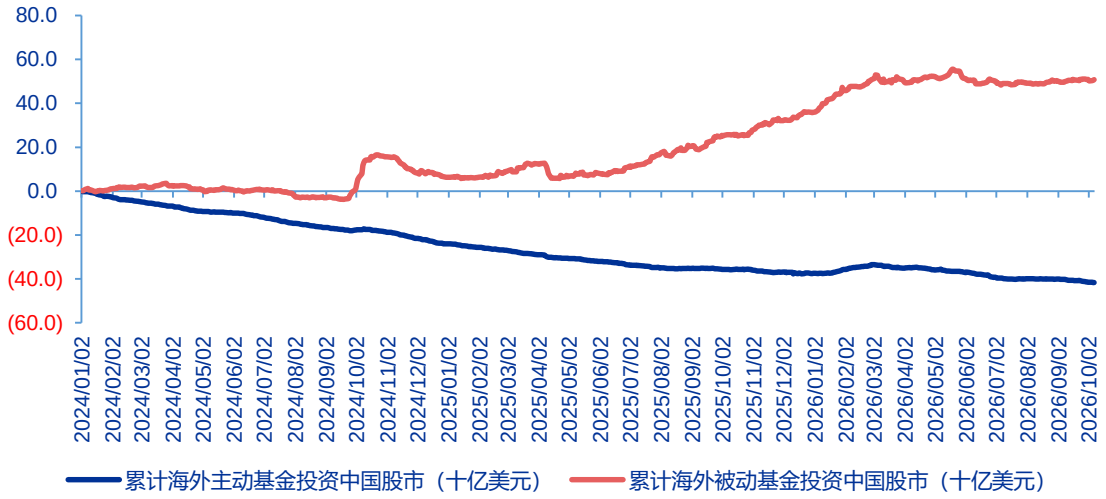
海外投资中国基金类别	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4
主动型固收共同基金	0.0%	-0.5%	-3.9%	-0.6%	-2.4%	-0.9%	0.7%
被动型固收共同基金	0.1%	1.3%	12.0%	4.4%	6.5%	1.0%	0.1%
安硕中国ETF	0.0%	-0.7%	-13.7%	-13.7%	-0.4%	-3.3%	-9.9%
富时三倍做空中国ETF	-14.9%	-13.1%	-104.6%	-104.6%	-0.8%	-43.9%	-74.0%

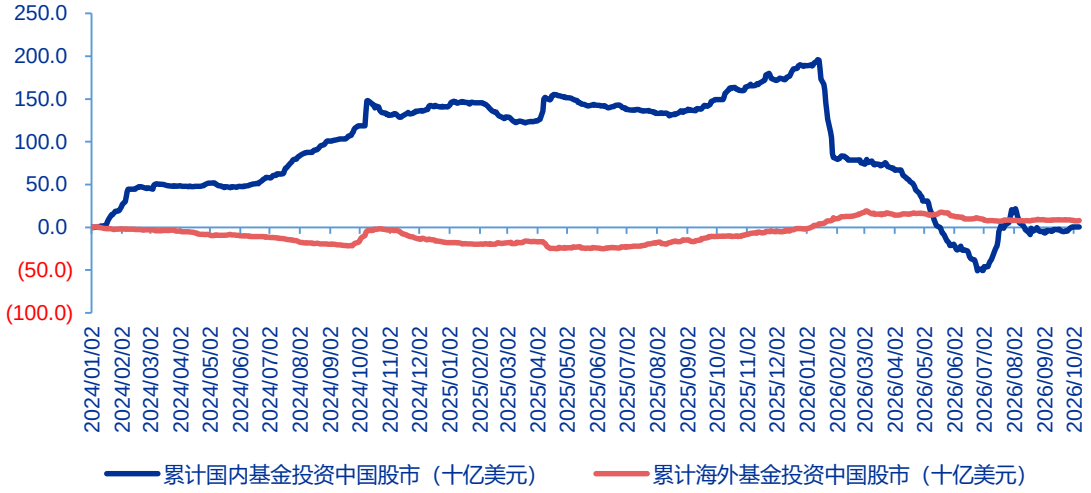
资料来源：EPFR、Factset、申万宏源研究 注：除ETF数据截至当周五以外，其他数据均为截至当周三

下载日志已记录，仅供内部参考

过去一周，外资流出中国股市

- 截至2026/10/7，过去一周，外资流出中国股市。
- 海外资金主动和被动方面，海外主动基金过去一周流出2.8亿美元，而海外被动基金过去一周流出1.1亿美元。





资料来源：EPFR、Factset、申万宏源研究 注：除ETF数据截至当周五以外，其他数据均为截至当周三，期间中国股市国庆休市

下载日志已记录，仅供内部参考

过去一周，美股资金大幅流入科技、公用事业和工业品，而金融板块出现较大流出，中国股市资金流入材料、医疗保健和金融

美国权益基金行业资金流向(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2
科技	22.6	63.7	438.8	229.6	187.2	22.0	151.1	-45.4	-54.4
公用事业	9.4	22.6	27.8	28.9	-7.1	6.1	24.2	17.5	17.7
工业品	7.2	5.0	197.7	13.0	103.1	81.6	43.8	50.3	2.2
能源	5.5	-2.3	96.8	-18.3	6.0	109.1	3.9	-23.2	-40.0
通信	5.2	11.7	-19.5	5.7	-4.9	-20.4	8.7	8.1	14.1
消费	2.3	14.9	-25.3	14.3	-32.7	-7.0	-21.8	-13.5	-3.0
医疗保健	1.7	5.9	36.4	56.4	-20.2	0.2	48.2	-32.2	-44.5
基建	0.5	6.4	59.3	9.6	30.0	19.6	8.9	7.4	1.2
材料	-1.4	-0.3	45.0	-2.3	23.7	23.5	7.0	0.4	-4.0
房地产	-3.3	3.7	16.3	4.0	18.9	-6.6	13.0	-2.4	2.6
金融	-11.2	-24.4	-46.9	-11.7	-32.2	-3.0	-19.0	52.4	-82.7

全球中国权益基金行业资金流向(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q3	2026Q2	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2
材料	2.4	2.8	60.9	0.7	-45.8	105.9	21.2	53.0	-1.1
医疗保健	0.4	-18.1	14.4	-35.3	15.0	34.7	40.2	21.6	-24.1
金融	0.0	-1.3	-6.3	2.9	-32.9	23.6	30.7	99.3	1.0
工业品	0.0	-3.3	53.3	-3.6	-9.0	65.9	11.0	7.2	-1.3
基建	0.0	2.3	2.0	2.3	0.0	-0.3	-0.4	0.2	-0.3
房地产	0.0	2.4	3.1	3.2	-3.6	3.5	-3.2	-1.0	0.2
通信	0.0	4.0	92.9	17.1	36.6	39.2	6.8	11.7	-1.0
公用事业	0.0	-2.1	9.0	-2.4	6.2	5.2	0.6	0.1	-0.2
能源	0.0	-2.3	9.4	-10.1	-12.0	31.5	2.1	9.3	0.2
消费	-0.2	-2.7	-26.5	-8.3	-12.1	-6.1	2.3	26.7	-5.9
科技	-2.0	35.6	101.9	309.8	-332.9	125.0	245.9	40.8	63.0

资料来源：EPFR、Factset、申万宏源研究 注：除ETF数据截至当周五以外，其他数据均为截至当周三

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 每周热点聚焦：如何看待美股新高，美股与非美市场能否收敛？
2. 全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流出
3. **资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平**
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购低位震荡，A股隐含波动率抬升
5. 全球经济数据：美国非农就业急剧放缓，中国PMI重回扩张
6. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

上证指数的PE分位数位于历史的70.5%，但绝对水平相比美股差距仍然明显

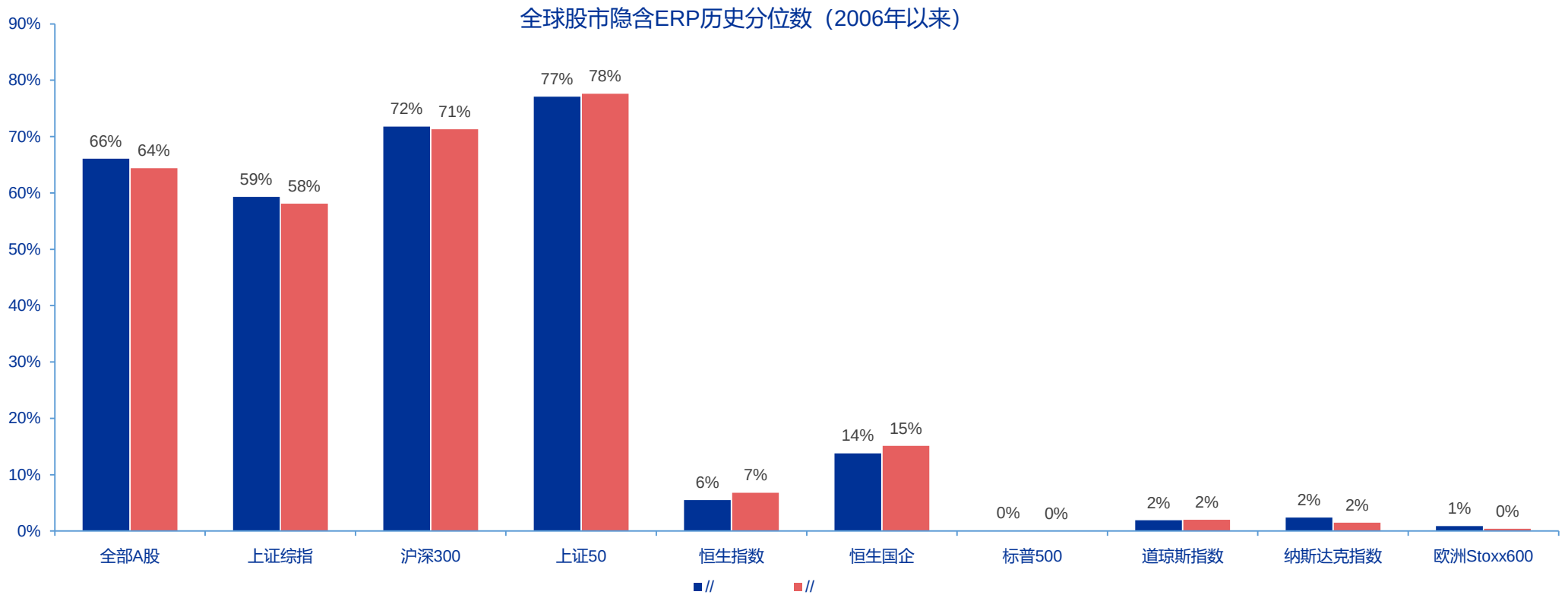
- 截至2026/10/9，市盈率分位数角度上看，上证指数的估值分位数低于标普500，高于法国CAC40和恒生国企，达到过去10年来的70.5%，但是从PE的绝对水平来看，上证指数、沪深300和恒生国企的估值依旧大幅低于美股。
- ERP角度上来看，巴西圣保罗、沪深300和上证指数的ERP分位数仍然较高，从股债性价比的角度来说，中国股市相比全球仍有较好的配置价值。

市场名称	PE所处分位数	2026-10-09的PE	2025年4月PE	2022年4月PE	2018年12月PE	市场名称	ERP所处分位数	2026-10-09的ERP	2025年4月ERP	2022年4月ERP	2018年12月ERP
标普500	78.2%	26.1	24.2	21.4	17.7	沪深300	71.8%	5.9%	6.6%	5.6%	6.5%
上证指数	70.5%	15.5	13.8	11.9	11.0	上证指数	59.3%	4.8%	5.6%	5.5%	5.9%
法国CAC40	70.4%	18.3	16.6	14.7	14.4	巴西圣保罗交易所指数	33.9%	3.8%	6.0%	12.3%	3.1%
恒生国企	66.4%	9.4	8.8	8.4	8.5	富时100	21.5%	1.1%	1.8%	4.1%	6.2%
西班牙IBEX35	64.4%	15.4	11.0	9.0	10.8	越南证交所指数	19.0%	3.4%	4.0%	3.6%	3.6%
德国DAX	63.8%	16.1	15.0	14.0	12.2	富时大马吉隆坡综合指数	16.4%	2.3%	1.4%	3.4%	2.5%
日经225	62.5%	21.1	16.5	15.2	13.8	韩国KOSPI200	16.1%	2.7%	4.3%	5.2%	9.0%
沪深300	62.4%	13.1	12.1	11.8	10.2	恒生国企	13.8%	5.4%	6.9%	9.0%	9.0%
恒生指数	61.1%	10.8	9.4	9.5	9.5	印度Sensex	9.0%	0.0%	0.2%	1.1%	1.5%
斯托克600	57.3%	16.8	14.5	15.1	13.7	西班牙IBEX35	7.5%	1.2%	4.6%	8.2%	6.5%
富时100	50.9%	15.8	15.8	14.3	11.2	恒生指数	5.5%	4.0%	6.2%	7.6%	7.9%
韩国KOSPI200	48.1%	12.7	11.4	12.3	8.5	泰国证交所100	4.7%	1.3%	2.2%	2.4%	4.0%
巴西圣保罗交易所指数	32.3%	11.0	9.6	6.6	17.3	法国CAC40	3.5%	0.2%	1.6%	3.9%	4.2%
越南证交所指数	19.6%	11.6	11.9	15.5	15.8	日经225	1.6%	-0.5%	1.6%	3.7%	4.5%
泰国证交所100	14.5%	15.2	14.9	19.0	14.8	德国DAX	1.1%	1.0%	2.2%	4.3%	5.4%
印度Sensex	.%	.	.	.	.	斯托克	.%	.%	.%	.%	.%
富时马来西亚	0.0%	13.3	16.9	15.9	19.2	标普500	0.1%	-1.4%	-0.4%	1.8%	2.9%

下载日志已记录，仅供内部参考

全部A股的ERP边际较上周上行，处于历史中性水平

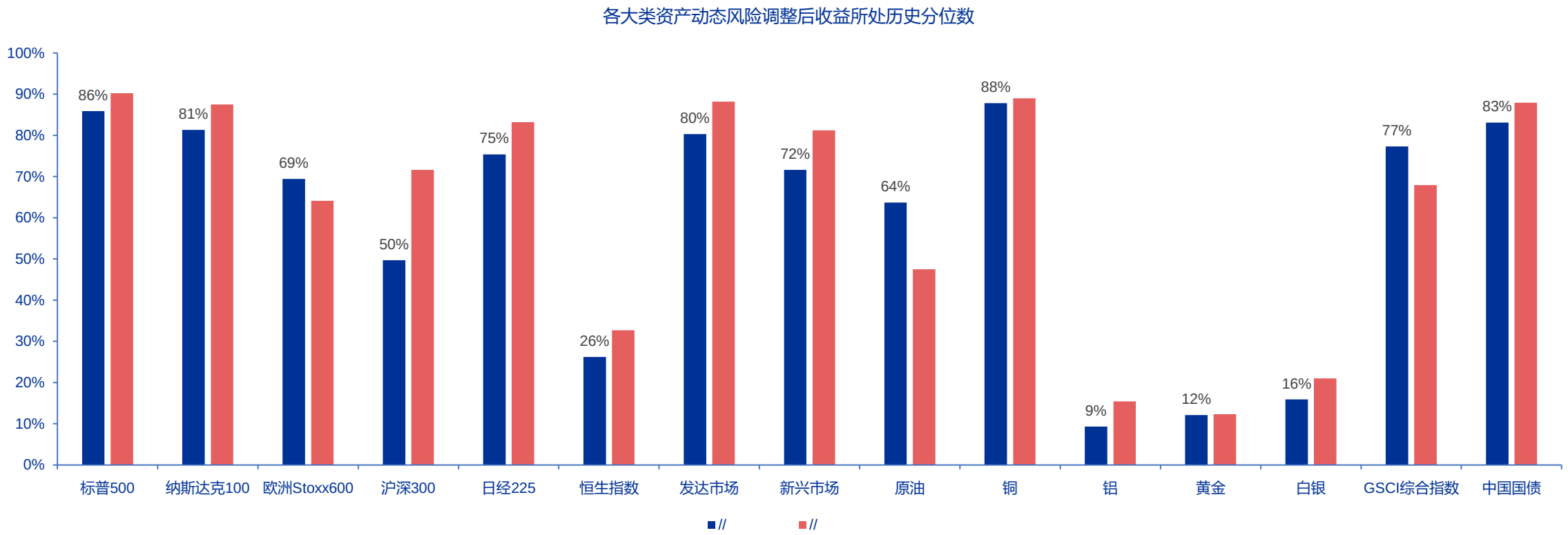
- **全部A股的ERP分位数本周录得66%，上周为64%。**
- **截至2026/10/9，**标普500、道琼斯指数、纳斯达克指数和欧洲斯托克600指数的ERP分位数分别为0.1%、1.9%、2.4%和0.9%。



下载日志已记录，仅供内部参考

本周权益类资产的动态风险调整后收益分位数多数下行

- **截至2026/10/9，标普500的风险调整后收益所处分位数下行至86%，纳斯达克100的风险调整后收益所处分位数下行至81%，沪深300的风险调整收益分位数大幅下行至50%。**



下载日志已记录，仅供内部参考

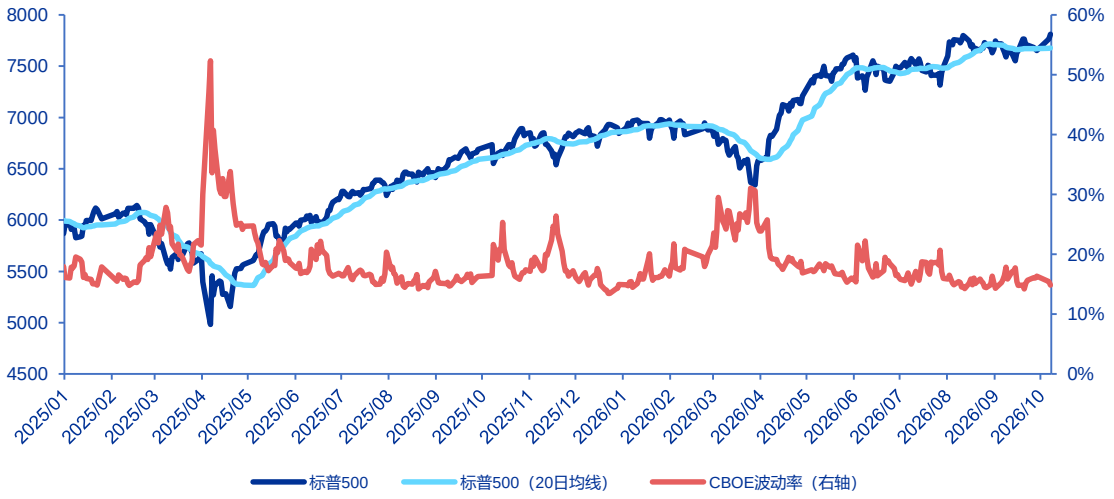
主要内容

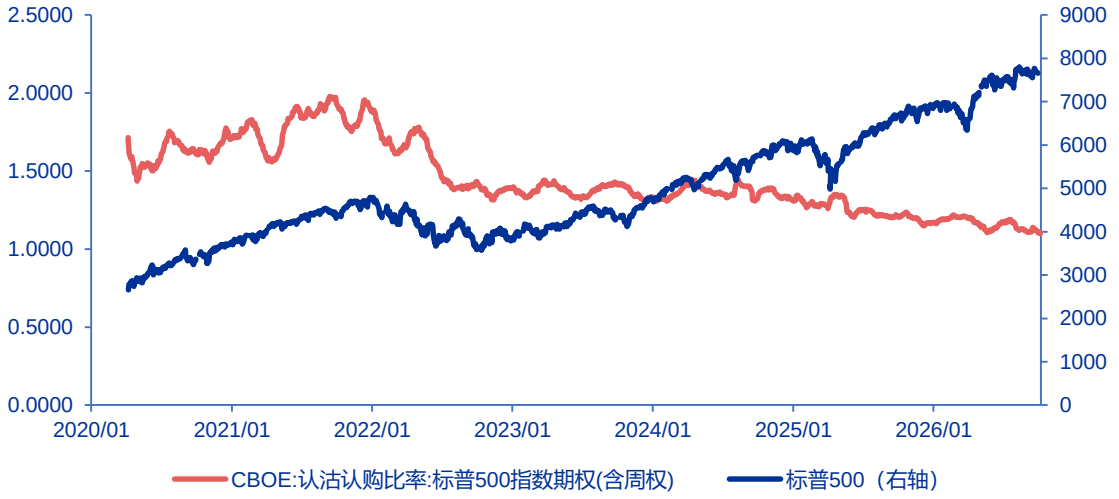
1. 每周热点聚焦：如何看待美股新高，美股与非美市场能否收敛？
2. 全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流出
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. **资产风险情绪：美股认沽/认购低位震荡，A股隐含波动率抬升**
5. 全球经济数据：美国非农就业急剧放缓，中国PMI重回扩张
6. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

标普500位于20日均线上方，本周期权认沽认购比率低位震荡

- 截至2026/10/9，标普500指数收于7811.54点，稳居20日均线上方运行；CBOE波动率指数（VIX）围绕15%关口温和震荡，市场恐慌情绪维持偏低。
- 本周标普500期权认沽/认购比率收于1.1，中枢进一步回落低位整理，风险偏好维持稳健。

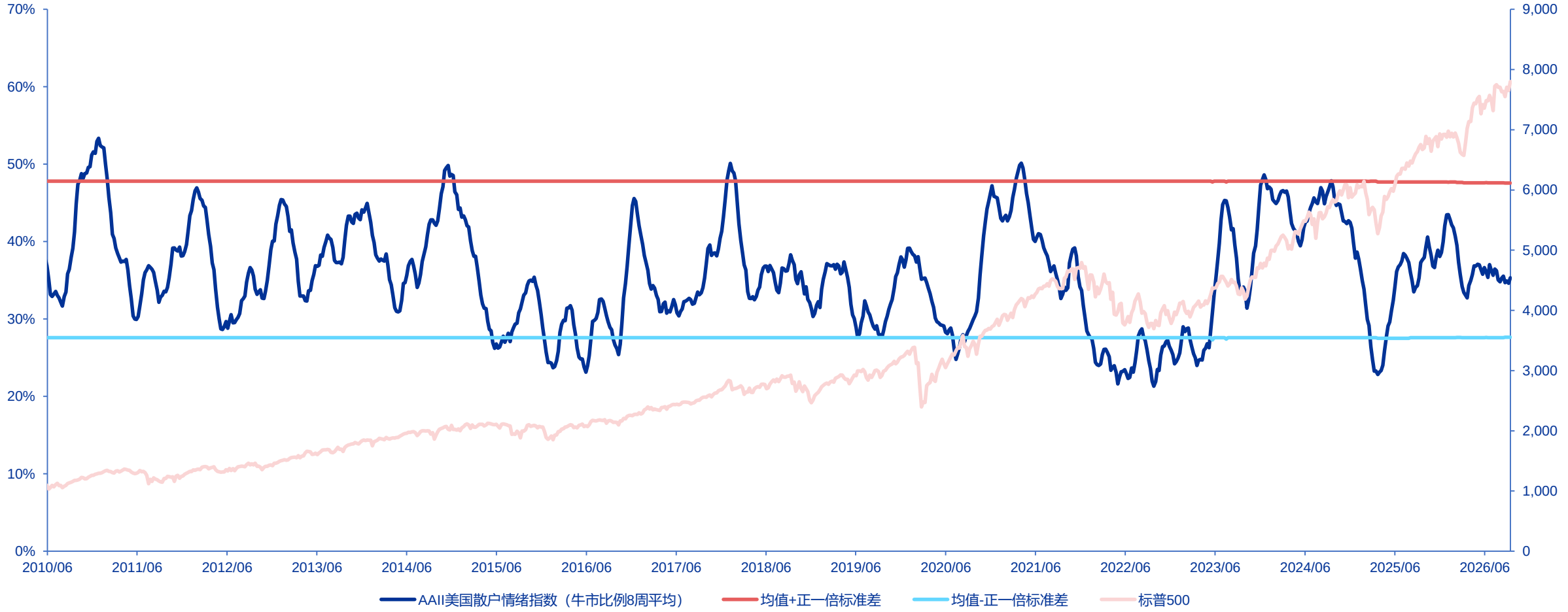




资料来源：Wind、申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

本周美国散户看涨比例为40.25%，较上周上升5.6pct



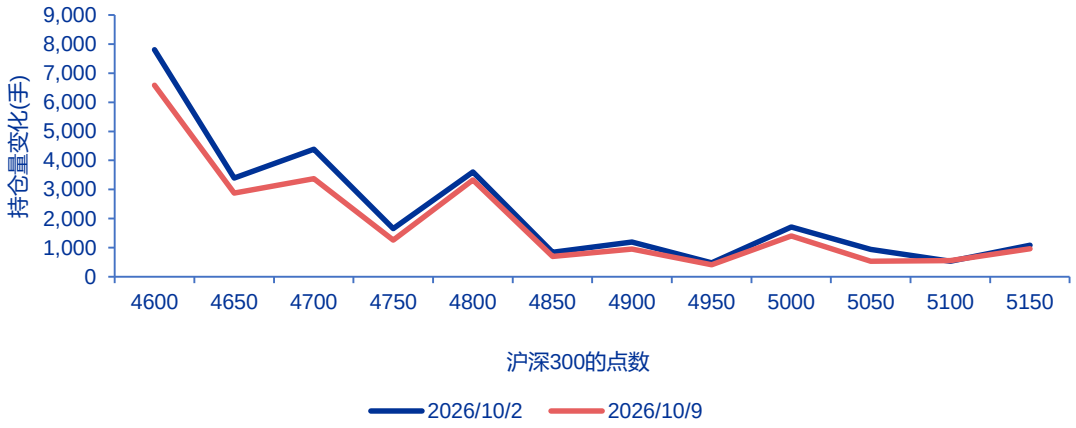
资料来源：美国个人投资者协会，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

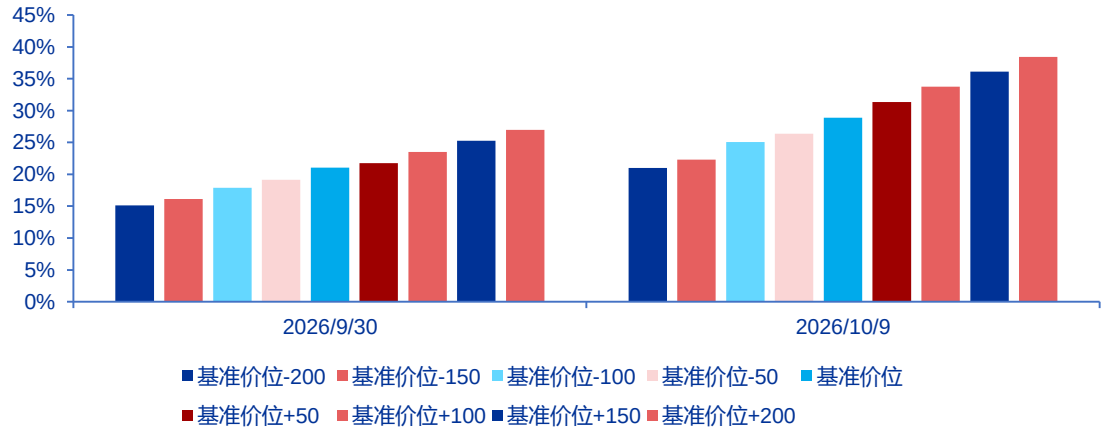
10月看涨期权近端浅虚值增仓放缓，隐含波动率中枢全线显著上移

- **期权持仓层面，**截至2026/10/9，沪深300看涨期权增仓动能边际有所放缓，博弈仍集中在近端浅虚值；远虚值增仓持续低位走平，多头资金短期博弈节奏趋于理性与谨慎。
- **隐含波动率层面，**截至2026/10/9，期权各价位隐含波动率中枢出现全线显著上移，衍生品定价溢价走阔，市场对后续宽幅波动的预期有所升温。

沪深300的10月到期看涨期权的周均持仓量环比变化



沪深300期权的各价位隐含波动率



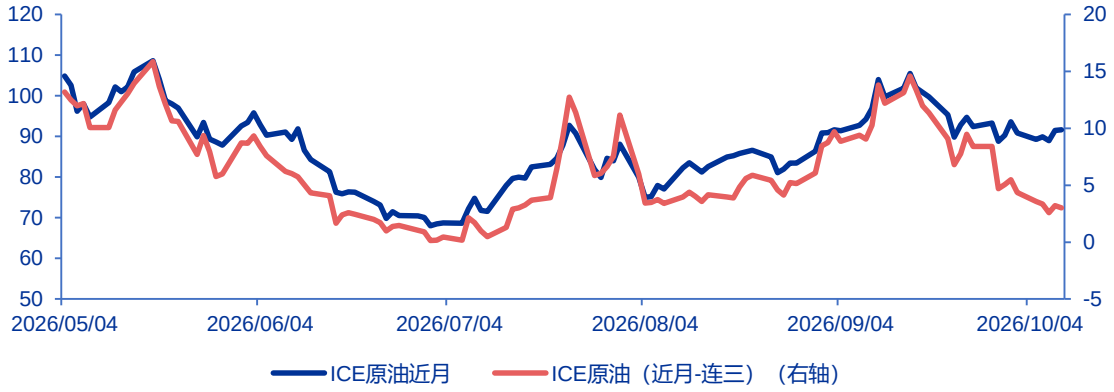
资料来源：iFind、申万宏源研究 注：选取期权为沪深300在2026年10月的看涨期权，基准价为当日沪深300收盘价向上取整

下载日志已记录，仅供内部参考

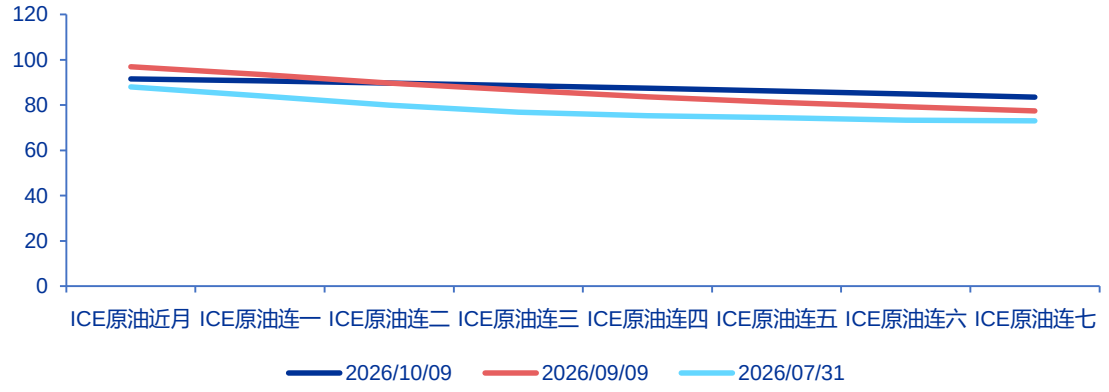
期限结构：原油高位平缓且月差筑底，沪铜全线上移、近月升水大幅走阔

- **本周大宗商品期限结构呈现原油远期曲线平缓整固、沪铜高位走强且近月升水急剧放大的分化特征。**原油方面，近月价格企稳震荡，跨期月差在前期快速挤出后低位走平，Backwardation进一步趋缓，近端供需溢价基本释放；沪铜方面，绝对价格高位坚挺，期限结构曲线全线上移，近月升水大幅飙升，反映现货端偏紧格局进一步加剧。

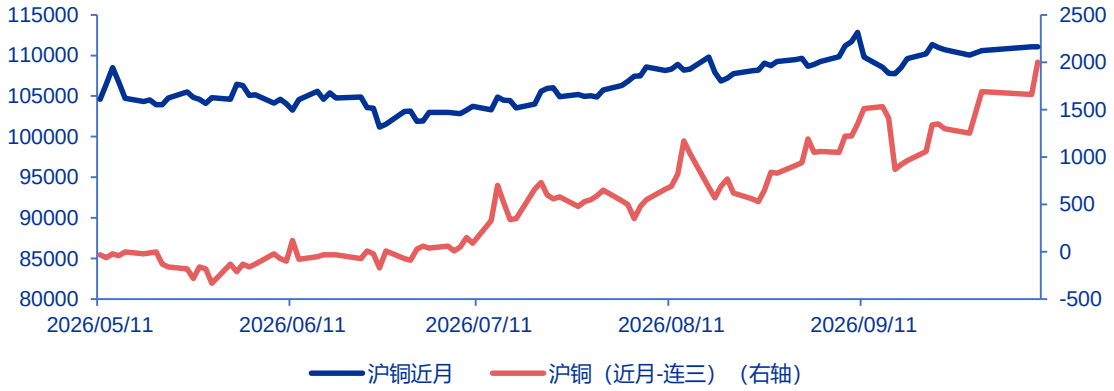
原油期限结构（美元/桶）



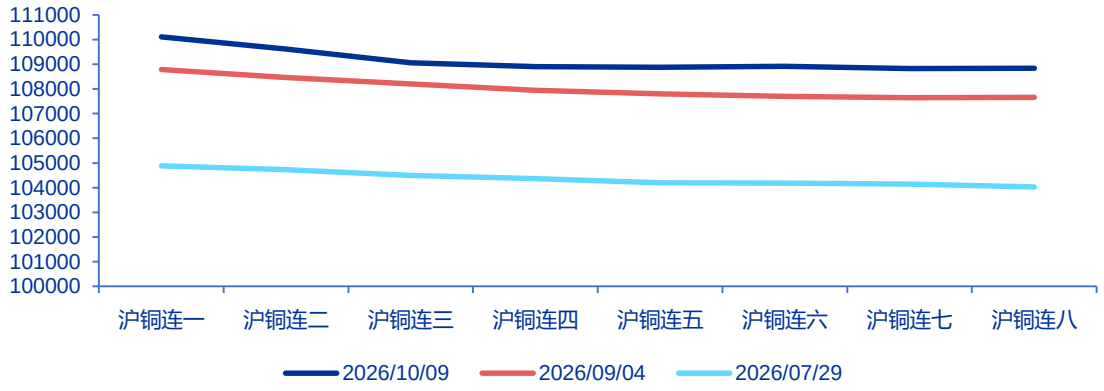
原油期限结构（美元/桶）



沪铜期限结构（元/吨）



沪铜期限结构（元/吨）



下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 每周热点聚焦：如何看待美股新高，美股与非美市场能否收敛?
2. 全球资金流向：货币市场资金流入，中国股市权益资金净流出
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购低位震荡，A股隐含波动率抬升
5. **全球经济数据：美国非农就业急剧放缓，中国PMI重回扩张**
6. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

美国经济：9月非农新增大幅失速与失业率微升，消费者信心持续回落

			2026-09-30	2026-08-31	2026-07-31	2026-06-30	2026-05-31	线性图
经济指标	经济景气度	实际GDP折年同比/%				2.2		
		实际GDP折年季调环比/%				2.2		
		制造业PMI/%	54.5	54.6	55.6	53.3	54.0	
		非制造业PMI/%	54.9	55.4	54.1	54.0	54.5	
		密歇根消费者信心指数	48.1	51.7	55.2	49.5	44.8	
	通胀	CPI同比/%		3.4	3.4	3.5	4.2	
		核心CPI同比/%		2.4	2.5	2.6	2.9	
		PCE同比/%		3.4	3.4	3.5	3.8	
		核心PCE同比/%		3.0	3.0	3.0	3.2	
		PPI同比/%		5.4	4.8	5.6	5.9	
		核心PPI同比/%		4.6	4.3	4.8	4.5	
		1年通胀预期/%	4.6	4.0	4.2	4.6	4.8	
		5年通胀预期/%	3.2	3.3	3.3	3.3	3.9	
供给	生产	制造业工业生产指数同比/%		1.0	1.4	1.7	1.8	
		工业产能利用率/%		76.3	76.3	76.2	76.2	
		PMI——工业产出指数/%	56.7	58.3	58.5	52.2	54.3	
	劳动力市场	新增非农就业人数/千人	29.0	133.0	-10.0	31.0	63.0	
		失业率/%	4.2	4.1	4.1	4.2	4.3	
		平均时薪环比/%	0.13	0.32	0.13	0.27	0.21	
	库存	美国:库存总额:季调环比/%				0.1	0.4	
需求	消费	个人实际可支配收入同比/%				1.5	1.2	
		个人实际消费支出同比/%		1.0	1.4	1.7	1.8	
		零售和食品服务销售额同比/%		5.4	4.5	5.9	6.7	
		PMI——新订单指数/%	55.3	53.7	56.7	56.0	56.8	
	地产	新房销售同比/%		-2.0	-0.8	1.1	2.3	
		成屋销售同比/%		-1.2	0.7	3.8	3.7	
		新房开工同比/%		-1.2	-8.6	4.4	-8.3	
		成屋开工同比/%		4.2	2.4	-1.8	-0.4	
信贷与杠杆		M同比/%		.	.	.	.	
		M1同比/%		6.1	5.8	5.6	5.6	

资料来源：Wind、申万宏源研究 注：红色底色代表数据边际上行，绿色底色代表数据边际下行

下载日志已记录，仅供内部参考

中国经济：9月制造业与服务业PMI重返扩张区间

		2026-09-30	2026-08-31	2026-07-31	2026-06-30	2026-05-31	线性图
经济和通胀景气度指标	实际GDP当季同比/%				4.3		
	GDP季调环比/%				0.9		
	工业增加值增速/%		5.2	4.5	5.3	4.5	
	制造业PMI/%	50.1	49.8	49.2	50.3	50	
	服务业PMI/%	50.2	49.3	49.3	50.4	50.3	
	CPI同比/%		0.8	0.5	1	1.2	
	核心CPI同比/%		1	0.9	1	1.1	
	PPI同比/%		3.8	3.5	4.1	3.9	
消费	社会消费品零售总额增速（%，当期）		0.4	0.6	1	-0.6	
	PMI——新订单指数/%	50.5	50.6	48.5	51.2	49.9	
	房地产销售面积增速/%		-12.1	-11.8	-11.6	-10.8	
	房地产新开工面积增速/%		-24.8	-24	-23.4	-22.6	
投资	固定资产投资增速/%		-7.2	-6.7	-5.7	-4.1	
	制造业投资增速/%		-2.3	-1.7	-1.2	-0.4	
	基建投资增速/%		-5.4	-4.1	-2.4	0.8	
	房地产投资增速/%		-21.5	-20.4	-18	-15.9	
	服务业投资/%		-9.9	-9.5	-8.4	-6.8	
出口	出口同比/%		25.0	23.9	26.9	19.2	
	进口同比/%		28.2	27.5	35.8	27.4	
信贷与杠杆	M2/%		7.5	7.7	8	8.6	
	M1/%		4.1	4	4	5.5	
	社会融资存量同比/%		7.2	7.4	7.4	7.7	
	新增人民币贷款/亿元		600	-3400	16100	5200	
	新增中长期人民币贷款/亿元		2378	-3502	7184	-771	
利润	工业企业利润同比/%		.	.	.	.	

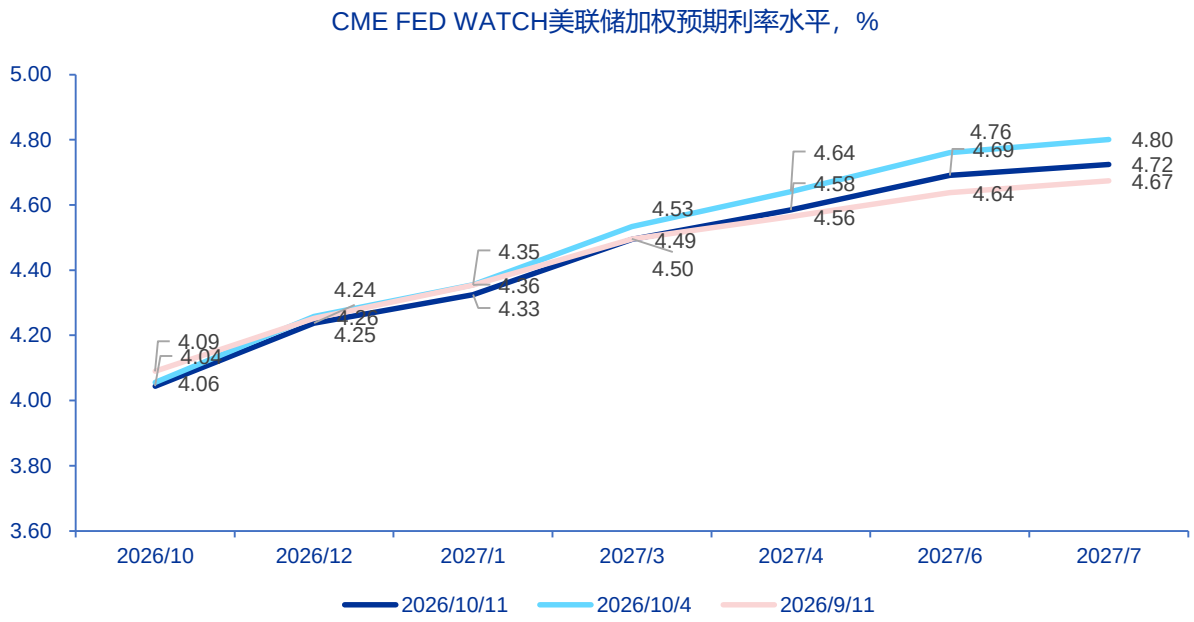
资料来源：Wind、申万宏源研究 注：红色底色代表数据边际上行，绿色底色代表数据边际下行

下载日志已记录，仅供内部参考

美联储加息预期：远期利率曲线全线下移，10月按兵不动概率超八成

- **美联储CME远期加权预期利率曲线较前一周全线下移，市场紧缩定价显著缓和；10月议息会议按兵不动（维持在375-400bp）的概率大幅跃升至82.3%，加息25bp的概率骤降至17.7%。**

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/10/28	82.3%	17.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2026/12/9	18.7%	67.6%	13.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	11.8%	49.6%	33.5%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	3.8%	24.0%	44.4%	24.3%	3.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	2.5%	17.1%	37.4%	31.2%	10.6%	1.2%	0.0%	0.0%
2027/6/9	1.5%	11.2%	29.2%	33.7%	19.0%	5.0%	0.5%	0.0%
2027/7/28	1.3%	9.9%	26.8%	33.1%	20.9%	6.9%	1.1%	0.1%
2027/9/15	1.1%	8.4%	23.8%	32.0%	23.1%	9.3%	2.1%	0.2%
2027/10/27	1.0%	8.0%	23.1%	31.6%	23.5%	9.9%	2.4%	0.3%
2027/12/8	1.2%	8.5%	23.4%	31.4%	23.1%	9.7%	2.4%	0.3%



下载日志已记录，仅供内部参考

下周重要经济指标：国内9月通胀、外贸与社融，美国9月零售与PPI

日期	时间	国家/地区	指标名称
2026/10/13	20:55	美国	10月10日红皮书商业零售销售:周同比(%)
	22:00	美国	9月成屋销售量:季调:折年数(万套)
2026/10/14	待定	中国	9月出口金额:当月同比(%)
	待定	中国	9月进口金额:当月同比(%)
	待定	中国	9月贸易差额(亿美元)
	9:30	中国	9月PPI:同比(%)
	9:30	中国	9月CPI:同比(%)
2026/10/15	待定	中国	9月M2:同比(%)
	待定	中国	9月新增人民币贷款(亿元)
	待定	中国	9月M1:同比(%)
	待定	中国	9月M0:同比(%)
	待定	中国	9月社会融资规模:当月值(亿元)
	待定	中国	9月社会融资规模存量:同比(%)
	待定	中国	9月社会融资规模存量(万亿元)
	20:30	美国	10月纽约联储制造业指数
	20:30	美国	10月纽约联储制造业物价指数
	20:30	美国	10月03日续请失业金人数:季调(人)
	20:30	美国	10月10日初请失业金人数:季调(人)
	20:30	美国	9月PPI最终需求:季调:同比(%)
	20:30	美国	9月核心PPI最终需求:季调:同比(%)
	20:30	美国	9月核心PPI:季调:同比(%)
	20:30	美国	9月PPI最终需求:未季调:同比(%)
	20:30	美国	9月核心PPI最终需求:未季调:同比(%)
	:	美国	月零售销售:同比(%)

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- **1、美国通胀及货币政策紧缩程度或超预期，**当前美股上涨主要受到盈利预期上修和实际利率上行支撑。若后续能源价格上涨、通胀黏性增强，推动通胀预期和美债名义利率进一步上行，美联储货币政策可能较市场预期更加鹰派，进而对美股估值、全球流动性及风险资产价格形成压力；
- **2、美股盈利增长及AI产业发展进程或不及预期，**当前美股上涨集中于AI硬件及相关产业链，市场结构性分化较为明显。若AI技术商业化进程、资本开支回报或企业盈利兑现不及预期，可能引发相关板块估值调整；同时，若美国就业及消费进一步走弱，可能加剧非AI板块盈利压力，并向整体美股市场传导；
- **3、全球通胀、地缘政治及市场风险偏好变化或超预期，**当前美股与非美市场走势明显分化，部分地区经济基本面及市场风险偏好承压。若地缘冲突进一步升级、能源供给受到扰动，或美国贸易及财政政策出现较大调整，可能加剧全球通胀和利率波动，推动跨市场风险偏好重新定价，进而放大全球资产价格波动。

下载日志记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数（A股）、恒生中国企业指数（H股）、纳斯达克指数（美股）

下载日志日记录，仅供内部参考

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

下载日志已记录，仅供内部参考

有信仰 敢担当
守正创新 追求卓越

申万宏源研究微信订阅号

申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

金倩婧
jinqj@swsresearch.com

冯晓宇
fengxy2@swsresearch.com

王胜
wangsheng@swsresearch.com

林遵东
linzd@swsresearch.com