下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 10 月 06 日

盈利斜率放缓，政策接力渐近

——投资策略周报

策略研究团队

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

相关研究报告

《开源金股，10 月推荐—投资策略专题》-2026.9.29

《中秋节假日影响，机构关注度环比回落—机构调研周跟踪》-2026.9.28

《会晤后，重盈利、寻张力—投资策略周报》-2026.9.27

● **节后怎么看：再平衡仍是主线，但新的边际变化正在出现**

十一假期前，市场已经经历了一轮较为明显的再平衡，前 5%个股成交额集中度从 49.8%的高位明显回落，极致拥挤带来的筹码压力正在缓解。市场仍是“长叙事未破、新叙事未出、拥挤度初步缓和”，基准路径仍是“反弹—高波震荡”。但三个边际变化值得重视：盈利现实斜率开始放缓、内需政策重要性提升、海外科技环境边际改善。相比节前，科技反弹的土壤有所改善，而地产及内需资产的重要性也在同步上升。

● **盈利顶：领先指标仍指向年末，但现实斜率已经开始放缓**

企业融资总额与新增中长期贷款两个领先指标虽然开始分化，但总体仍指向 2026 年末前后工业企业利润增速可能逐渐进入顶部区域，此前“盈利顶可能出现在年底附近”的判断尚未被推翻。**但现实盈利二阶导已经率先放缓**：1-5 月规上工业企业利润累计同比增长 18.8%，1-8 月回落至 15.7%，单月增速亦连续下降。**当前盈利仍处于上行周期高位，但“年底附近见顶”的判断正在迎来更加严峻的验证，接下来真正重要的问题是：内需能不能接棒？**

● **从盈利压力到政策接力：地产及地产链的重要性正在提升**

跨国经验表明，当外需边际贡献下降时，扩大国内需求往往成为增长再平衡的重要抓手。对于中国而言，中长期扩大内需依赖收入分配和社会保障等结构性改革，而短周期稳增长仍需要财政政策、降低居民融资成本以及稳定房地产市场。近期购房贷款贴息的单项力度不宜高估，但更值得重视的是中央财政开始直接介入居民购房融资成本，意味着房地产需求端财政工具进一步打开。随着盈利斜率放缓、内需压力逐渐显现，**我们相比此前对地产及地产链更加积极，未来更可能看到多批次、渐进式、组合式政策不断累积。**

● **海外：分母预期有所修正，科技反弹土壤进一步改善**

十一期间，美国就业和通胀数据偏弱，市场对于美联储近端进一步加息的押注明显下降；与此同时，美股和港股 AI 硬件重新走强。需要强调的是，这意味着“连续加息”的最差路径得到一定修正，而非全球流动性已经全面转松。对于 A 股科技而言，节前的三重压制——自身交易拥挤、海外科技调整、美债利率上行——已有前两项明显改善。因此，科技反弹的土壤较节前进一步改善，但仍需区分“反弹条件改善”和“重新进入单边主升”，**科技继续坚持“大切中小、重视上游、国产>海外”。**

● **投资建议——继续再平衡，提升内需权重**

短期看，拥挤度已经明显缓和，基准路径仍是“反弹—高波震荡”，继续把握赚钱效应扩散带来的再平衡机会。配置上：（1）继续重点推荐小微盘，关注中证 2000 和万得微盘股；（2）科技当前具备较好的反弹土壤，坚持“大切中小、重视上游、国产>海外”；（3）行业再平衡继续重点推荐有色、化工、医药、农业、造船，同时提升地产及地产消费链的关注度；（4）银行、公用事业、电力等高股息方向继续具备组合配置价值。中期看，牛市逻辑尚未破坏，但需要适度降低斜率预期，继续寻找“科技内部二次点火+内需政策抬升+低位行业基本面改善”的交集。

● **风险提示：**宏观政策超预期变动；地缘风险超预期升级；历史不代表未来。

下载日志已记录，仅供内部参考

目　录

1、 节后怎么看：再平衡仍是主线，但新的边际变化正在出现.....3
2、 盈利顶：领先指标仍指向年末，但现实斜率已经开始放缓.....4
3、 从盈利压力到政策接力：地产及地产链的重要性正在提升.....5
4、 海外：分母预期有所修正，科技反弹土壤进一步改善.....6
5、 投资建议：继续再平衡，提升内需权重.....7
6、 风险提示.....8

图表目录

图 1： 当前交易拥挤度相较前期有较为明显的回落.....3
图 2： 企业融资指标领先工业企业利润约 9 个月.....4
图 3： 今年以来中国经济的 K 型演绎：生产强、需求弱.....5

下载日志已记录，仅供内部参考

1、 节后怎么看：再平衡仍是主线，但新的边际变化正在出现

十一假期前，市场经历了一轮比较明显的再平衡。前期高度集中的科技资产出现调整，小微盘和部分低位方向相对占优；与此同时，我们持续跟踪的前 5%个股成交额集中度已经从此前 49.8%的高位明显回落，意味着最极致的筹码压力正在逐步缓解。我们此前对于市场的概括是："长叙事未破、新叙事未出、拥挤度初步缓和"，对应的基准路径仍然是"反弹—高波震荡"。

图1：当前交易拥挤度相较前期有较为明显的回落



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据截至 9.30 收盘

十一假期之后，这个大的判断暂时没有发生根本性变化，**但有三个边际变化值得重视：**

第一，国内盈利的现实斜率开始放缓。此前领先指标指向工业企业盈利高点可能出现在年底附近，但 5 月以来现实数据的二阶导已经连续回落，意味着盈利上行能否延续，开始更加依赖后续需求的接力。

第二，内需政策的重要性正在提高。近期房地产需求端政策继续加码，单项政策力度未必足以扭转地产基本面，但从盈利和内需的现实压力出发，我们认为政策进一步向内需倾斜具有越来越强的必要性。相比此前，我们对于地产及地产消费链的态度可以更加积极一些。

第三，假期海外环境边际转暖。美国就业和通胀数据偏弱，使得近端进一步加息的预期明显降温；与此同时，海外 AI 硬件重新走强。对于 A 股科技而言，这意味着节前同时存在的"高拥挤+海外科技调整+美债利率压力"中，至少前两个因素都已经出现一定改善。

因此，节后我们并不认为市场会简单重新回到某一个方向的单边行情。再平衡依然是当前最重要的市场特征，只是相比节前，科技反弹的土壤有所改善，而地产及内需资产的重要性也在同步上升。

下载日志已记录，仅供内部参考

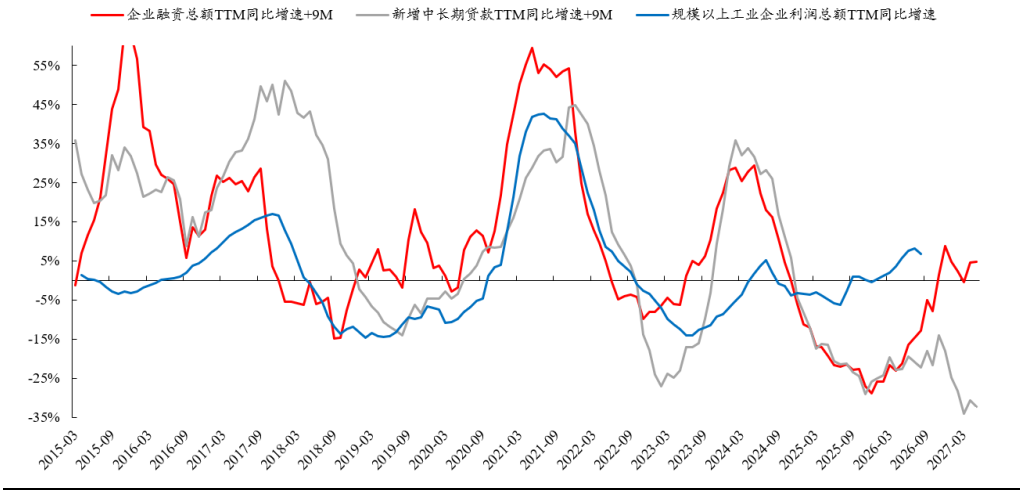
2、 盈利顶：领先指标仍指向年末，但现实斜率已经开始放缓

进入四季度之后，市场对于盈利的关注点会逐渐从 2026 年转向 2027 年。相比当前盈利增速究竟有多高，更重要的问题开始变成：本轮盈利上行还能维持多久，盈利高点究竟在哪里？

我们此前基于企业融资数据构建了一组工业企业盈利的领先指标。从历史规律来看，企业融资总额以及新增中长期贷款，与规模以上工业企业利润具有比较稳定的领先关系，将相关指标向后平移 9 个月后，对盈利周期的拐点具有较好的指示意义。而我们通过专题报告论证：企业融资总额在当下更适应新经济下的盈利指引，而其对 2027 年的工业企业利润增速的指引相较新增中长期贷款更为积极。

从目前的领先信号来看，两个指标虽然已经开始出现一定分化，但总体上仍然指向：2026 年末前后，工业企业利润增速可能逐渐进入顶部区域。因此，我们此前对于“盈利顶可能出现在年底附近”的判断目前还没有必要直接推翻。

图2：企业融资指标领先工业企业利润约 9 个月



数据来源：Wind、开源证券研究所

但问题在于，现实盈利的二阶导已经率先出现了明显放缓。

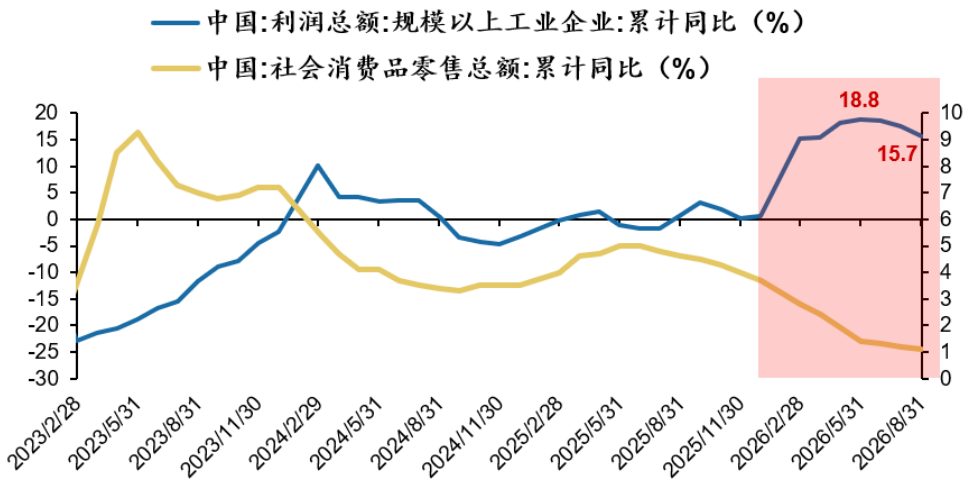
今年 1-5 月，规模以上工业企业利润累计同比增长 18.8%，达到本轮以来的阶段性高点；此后 1-6 月、1-7 月、1-8 月累计增速分别回落至 18.7%、17.6%和 15.7%。如果观察单月数据，减速更加明显：6 月、7 月和 8 月工业企业利润同比增速分别为 15.1%、11.2%和 4.2%。

也就是说，当前盈利的绝对增速依然不低，但边际状态已经从此前的持续加速，转向高位减速。

另一个值得注意的现象是，盈利与国内需求之间仍然存在比较明显的背离。今年以来，工业企业利润一度维持接近 20%的高增长，而社会消费品零售总额累计同比却持续下行。企业部门盈利明显改善，但并没有同步转化为居民部门需求的扩张。

下载日志已记录，仅供内部参考

图3：今年以来中国经济的 K 型演绎：生产强、需求弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

这种背离意味着，本轮盈利改善中相当一部分动力来自价格、出口以及部分高景气产业，而国内需求的接力仍然相对不足。**如果未来外需、价格或者高景气产业的边际拉动减弱，而内需又没有明显改善，那么当前盈利高增长的持续时间就会面临更大的考验。**

因此，现阶段我们并不急于将盈利顶部的判断直接前移。更加准确的表述是：盈利仍然处于上行周期的高位，但 5 月以来现实数据的连续减速，使得此前“年底附近见顶”的判断正在迎来更加严峻的验证。

接下来真正重要的问题是：内需能不能接棒。

如果国内需求后续明显改善，企业盈利仍然存在“二次点火”的可能，盈利顶部也可能继续后移；反之，如果内需始终偏弱，那么目前看到的二阶导下降，就可能逐步演化为盈利周期真正的顶部。

这也是为什么进入四季度之后，内需政策的权重正在明显上升。

3、 从盈利压力到政策接力：地产及地产链的重要性正在提升

从跨国经验来看，当原本较为依赖出口的经济体遭遇外需动能下降时，通过释放国内需求实现经济增长动力的再平衡并不少见。

比较典型的案例是日本。1980 年代中期，日元大幅升值以后，日本出口部门承受明显压力，1986 年的“前川报告”明确提出降低对外需的依赖、推动经济向内需主导转型，此后住房投资、设备投资和公共投资都成为扩大国内需求的重要抓手。

另一个案例是 2008-2009 年的韩国。全球金融危机导致国际贸易快速收缩，韩国随后实施了较大规模的财政刺激，通过公共投资、居民转移支付和减税等方式稳定国内需求。两者虽然所处的发展阶段和宏观环境与今天中国并不相同，但背后的共同逻辑是相似的：**当外需的边际贡献下降时，国内需求的重要性自然上升。**

下载日志已记录，仅供内部参考

对应到当前中国，扩大内需大体可以从两个时间维度理解：

（1）中长期来看，提高居民收入、完善收入分配和社会保障机制，是提高居民消费能力和消费倾向更加根本的方式。近年来这一方向持续推进，但无论是收入分配改革还是社会保障体系完善，都很难在短期内一蹴而就。

（2）而在短周期稳增长层面，**财政政策、降低居民融资成本以及稳定房地产市场，依然是经验更加成熟、传导速度也相对更快的政策工具。**

尤其结合我们在第二章讨论的盈利二阶导压力增大来看，短期稳增长的重要性正在进一步提高。如果工业企业盈利继续出现高位减速，而国内需求仍然偏弱，那么稳定内需不再只是一个长期转型问题，也越来越成为短期稳定盈利和经济增长的问题。

近期房地产政策的变化值得、也应该放到这一框架下理解。9 月 29 日居民购房贷款贴息政策，对于符合条件的新发放首套商业性住房贷款给予年化 1 个百分点贴息，贷款本金最高 100 万元、期限最长 5 年，同时设置面积和总价限制。客观来看，政策对于一二线核心区域覆盖有限，单项政策的总量拉动也不宜高估，因此市场对于力度的疑虑并非没有道理。

但相比于具体力度，我们认为更值得重视的是**政策工具本身的变化**：中央财政开始直接介入居民购房融资成本，意味着房地产需求端的财政政策工具进一步打开。

因此，我们相比此前对地产和地产链更加积极。我们的判断并不是未来一定会出现某一个“大政策”，而是随着盈利斜率放缓、内需压力逐渐显现，政策持续向内需倾斜的必要性越来越高，未来更可能看到多批次、渐进式、组合式政策不断累积。

在下一阶段市场再平衡中，我们认为地产及地产消费链的重要性会逐步提升。地产内部仍不建议单纯博弈政策弹性，而更加关注行业出清后集中度提升的长期逻辑，优先选择资产负债表稳健、融资能力较强、能够持续提升市场份额的企业。

4、 海外：分母预期有所修正，科技反弹土壤进一步改善

十一假期期间，海外出现了一些对 A 股风险偏好相对有利的变化，其中最重要的是**美国经济数据和货币政策预期的边际修正。**

一方面，美国就业和通胀数据均出现一定程度走弱。8 月核心 PCE 没有进一步明显加速，9 月非农就业明显低于市场预期，失业率也有所回升。数据公布以后，市场对于美联储 10 月进一步加息的押注明显下降。也就是说，节前一度担忧的“通胀重新抬头-连续加息-美债利率进一步上行”的最差路径，至少出现了一定修正。

当然，这并不意味着海外已经重新进入全面宽松交易。美国通胀仍高于目标，美债长端利率也维持高位，年内再次加息的可能性并未完全消失。**因此，更准确的描述是：近端连续加息的风险下降，而不是全球流动性环境已经全面转松。**

另一方面，海外科技重新表现出较强韧性。十一期间，美股和港股 AI 硬件明显

下载日志已记录，仅供内部参考

走强，在节前市场重新讨论“AI 资本开支与盈利回报是否匹配”的背景下，这至少说明当前产业趋势尚未出现明显破坏。

对于 A 股科技而言，节前同时存在三个压制因素：自身交易拥挤、海外科技调整、美债利率上行。到十一之后，前两项已经出现明显改善：A 股自身拥挤度从高位回落，海外 AI 硬件重新走强，同时近端加息预期也有所降温。因此，我们认为科技板块节后的反弹土壤较节前明显改善。

但仍需区分“反弹条件改善”和“重新进入单边主升”。**我们此前对于市场的概括“长叙事未破、新叙事未出、拥挤度初步缓和”目前仍然成立。**

因此，科技仍然延续此前三条思路：“大切中小、重视上游、国产>海外”。随着拥挤度下降和海外环境改善，科技反弹值得参与；但在新的产业叙事尚未形成之前，仍不建议重新回到少数大市值科技资产高度集中的交易结构。

结合前文来看，节后的市场环境正在变得更加均衡：**科技外部压力下降、内需政策重要性提升、小微盘受益于筹码扩散。**下一阶段最重要的关键词依然是“再平衡”。

5、 投资建议：继续再平衡，提升内需权重

短期看，拥挤度已经明显缓和，市场微观结构较 7-8 月改善，基准路径仍是“反弹—高波震荡”，继续把握赚钱效应扩散带来的再平衡机会。**相比节前，海外科技环境有所改善，同时盈利斜率放缓后稳内需政策的重要性上升，因此配置上应更加均衡。**

再平衡方向：

（1）继续重点推荐小微盘。拥挤交易逐步松动后，小微盘仍是资金扩散的重要受益方向，同时能够兼顾未来科技主线重新强化后的产业景气机会，继续重点关注中证 2000 和万得微盘股。

（2）科技当前具备较好的反弹土壤。继续坚持“大切中小、重视上游、国产>海外”。海外 AI 硬件重新走强、近端加息预期降温，科技反弹的外部环境较节前改善；但新的强叙事尚未形成，因此仍更看好中小市值、产业链上游以及国产替代方向，而非重新集中于少数大市值科技资产。

（3）行业再平衡继续重点推荐有色、化工、医药、农业、造船。有色、化工继续受益于 PPI 改善及供需格局变化；医药、农业兼具低位、内需和基本面改善弹性；造船继续受益于较强的产业景气和订单周期。**与此同时，随着稳内需政策权重提升，地产及地产消费链的重要性也较此前上升，地产内部更建议关注行业出清后集中度提升逻辑明确的龙头。**

（4）高股息仍具备组合配置价值。银行、公用事业、电力等稳定类资产在高波动环境下仍具有较好的风险收益比，“优化的高股息”依然适合作为组合底仓，但现阶段弹性相对有限。

下载日志已记录，仅供内部参考

中期看，牛市逻辑尚未破坏，但需要适度降低斜率预期。盈利仍处于较高增速区间，但现实二阶导已经开始放缓，后续行情能否进一步打开空间，越来越依赖内需改善以及新的产业叙事出现。因此，下一阶段收益来源或更多从单一 Beta 转向行业内部和风格之间的再平衡。**配置上，继续寻找“科技内部二次点火+内需政策抬升+低位行业基本面改善”的交集。**

6、 风险提示

宏观政策超预期变动；

地缘政治超预期升级风险；

历史数据不代表未来表现。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

下载日志已记录，仅供内部参考

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn