下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

金融产品深度报告 20261014

A 股 9 月复盘与 10 月展望——缩量调整中的结构性分化，与政策托底的十字路口

2026 年 10 月 14 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 唐遥衍
执业证书：S0600524120016
tangyk@dwzq.com.cn

相关研究

《9 月美国 CPI 前瞻：核心环比预计温和，仍需关注油价扰动——海外周报 20261011》
2026-10-11

《9 月 PPI 同比增速或录得年内新高》
2026-10-11

投资要点

■ **9 月行情的本质：海外估值调整下的结构性分化：**

■ 2026 年 9 月万得全 A 回调 5.31%，呈“月初震荡、月中反抽、月末回调”三段式，9 月 24 日、9 月 28 日出现的两次较明显调整，对整体走势影响较大。美联储加息推升美债 10Y 逼近 5%，全球无风险利率上行压制大盘成长，外资流出、存量资金抱团低流动性微盘，大小盘剪刀差走至分化。国内 PMI 尚稳，本轮回调更多来自估值端调整，业绩端暂未明显走弱。10 月初延续弱势，10 月 8 日普跌、10 月 9 日深 V 放量修复，但单日反转未确认趋势。

■ **行业分化：政策主线 vs 周期回调：**

■ 2026 年 9 月行业分化比大盘更明显。房地产+6.28%为 9 月领涨行业，受房贷贴息+PSL 组合拳驱动；医药+2.47%、银行+2.32%、美容护理+0.80%体现防御、超跌与高股息。周期/成长线回调：有色-12.87%、电力设备-9.46%、机械-8.53%、电子-8.22%，受大宗回落、美国抛储、新能源链回调和成长估值回调影响。节后两日风格快速反向切换：10 月 8 日资源+防御占优，10 月 9 日转为 AI 应用+大金融领涨，存量资金高频轮动。

■ **宏观背景：海内外约束的边际变化：**

■ 海外 2026 年 9 月全球加息共振，美联储加息至 3.75%-4.00%，日央行、澳洲联储同步收紧；9 月底 PCE 低于预期带来松动，但 10 月初纪要放鹰、沃勒称仍需加息，美债 10Y 升至 5.365%创二十余年新高，海外约束“鹰派再强化”。国内财政金融协同组合拳落地：房贷贴息、PSL 降息扩围六张网、再贷款加码、1.2 万亿买断式逆回购，政策精准克制，提供政策底但总量 β 有限。10 月 9 日《新质生产力意见》最高级别定调。

■ **市场核心分歧解析：**

■ 核心分歧集中于七问：2026 年 9 月普跌主因是海外高利率导致估值回调，而非国内基本面恶化；微盘逆势是存量资金抱团，风险度 107.45 处高位，10 月 9 日首现“局部顶左侧信号”；地产是精准托底而非大水漫灌，总量 β 有限、结构 α 主导；价值跑赢成长是短期避险，若加息预期降温，成长有超跌修复弹性；10 月倾向震荡分化；新质生产力《意见》为方向性中长期加持、非短期单向利好；有色下跌由大宗回落和美国抛储驱动，能源强、金属弱，反转未现。

■ **10 月展望：五维度框架：**

■ 五维框架中，F2 政策+海外定方向，F1 风险收益定下行空间，F3 资金博弈定上行斜率，F4 日历效应供概率，F5 情景给结论。万得全 A 风险度处低位，大盘成长 3%-4%分位超跌，微盘 97%分位拥挤。政策托底与海外高利率拉锯，缩量存量博弈限制普涨。历史大幅回调后次月胜率 57%、2020 年以来胜率 73%。2026 年 10 月起，基准是震荡承压；美债回落且政策加码则反弹，加息且地缘升级则下行，霍尔木兹封锁或地产信用风险为小概率尾部。

■ **核心结论与总结**

■ 2026 年 9 月核心是海外利率上行估值回调+结构分化，国内 PMI 尚稳，是估值回调而非业绩走弱。10 月 8 日延续弱势但防御拓宽，10 月 9 日探底回升、成交 1.92 万亿，AI 应用+大金融领涨，美债长端回落提供外部条件。10 月基准仍是震荡、结构分化，但短期不必过度悲观。政策底、风险度低位与美债长端回落已提供超跌反弹线索；若后续美债 10Y 不再创新高、成交站稳 1.9 万亿上方，市场存在超跌反弹窗口，对短期修复可适度乐观一些。中期趋势反转仍需利率拐点与增量资金确认。风格高频轮动、持续性弱。关键跟踪美债 10Y、FOMC、成交额、三季报、地缘、AI 延续性、微盘动量。

■ **风险提示：**美联储超预期加息；地缘冲突升级；微盘拥挤度与局部顶风险；政策效果不及预期；政策预期落空风险；数据口径风险。整体需关注海外利率、地缘、微盘拥挤与政策兑现。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 2026 年 9 月行情复盘：海外估值调整下的结构性分化 4
1.1. 传导闭环：为什么"估值回调"会演变为"结构分化" 4
1.2. 三段式走势：月初震荡、月中反抽、月末回调 4
1.3. 大小盘剪刀差分化 5
1.4. 10 月初至今（截至 2026 年 10 月 9 日）的延续 5
2. 行业分化：政策主线 vs 周期回调 6
2.1. 典型行业深度归因：房地产 vs 有色金属 7
2.2. 节后两个交易日行业表现：风格切换的实证 8
3. 宏观背景：海内外约束的边际变化 9
3.1. 海外：从"边际松动"到"鹰派再强化" 9
3.2. 国内：财政金融协同组合拳落地 + 节后资金面 10
3.3. 产业政策最高级别定调：《关于发展新质生产力的意见》 11
4. 市场核心分歧解析 12
4.1. 核心分歧与我们的回答 12
4.2. 关键分歧的深入解读 13
5. 2026 年 10 月展望 14
5.1. 量化模型：权益综合信号（宽基方向） 14
5.2. 宽基方向：五维框架 15
5.3. 风格观察 19
5.4. 行业观察（产业链基本面五条线索） 20
5.5. 量化跟踪阈值 20
6. 核心结论与总结 21
6.1. 复盘结论 21
6.2. 展望结论 22
6.3. 核心预期差清单 22
6.4. 关键跟踪变量 22
7. 风险提示 23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1： 万得全 A 指数风险趋势模型（2026/10/09）.....16

表 1： 9 月万得全 A 三段式走势（截至 2026/09/30）.....4
表 2： 主要宽基指数涨跌与风险度（2026 年 9 月涨跌区间 2026-08-31 至 2026-09-30，风险度截至 2026-10-09）.....5
表 3： 申万一级行业领涨榜（数据区间 2026-08-31 至 2026-09-30）.....7
表 4： 申万一级行业领跌榜（数据区间 2026-08-31 至 2026-09-30）.....7
表 5： 申万一级行业 2026 年 10 月 8 日至 9 日涨跌对照（数据区间：单日）.....8
表 6： 2026 年 9 月底以来政策组合明细（2026 年 9 月 29 日至 2026 年 10 月 9 日）.....10
表 7： 核心分歧与我们的回答（数据截至 2026 年 10 月 9 日）.....12
表 8： 2026 年 10 月权益综合信号评分（五维分解）.....15
表 9： 模型历史表现（2016 年 1 月至 2026 年 9 月，共 129 个月）.....15
表 10： 综合信号 -1 的历史表现（样本内出现 14 次）.....15
表 11： 大幅回调月后次月日历效应统计（样本区间 2000-01 至 2026-09）.....18
表 12： 2026 年 10 月情景假设（自 2026-10-09 起算）.....18
表 13： 2026 年 10 月风格观察（自 2026-10-09）.....19
表 14： 2026 年 10 月量化跟踪指标（截至 2026-10-09）.....21
表 15： 核心预期差清单（2026 年 10 月）.....22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 2026 年 9 月行情复盘：海外估值调整下的结构性分化

1.1. 传导闭环：为什么"估值回调"会演变为"结构分化"

2026 年 9 月 A 股的回调与分化，拆开看是一条四步传导链：

【利率端】美联储 2026 年 9 月 16 日加息→美债 10Y 收益率逼近 5%上方 → 【估值端】"长久期资产"（大盘成长/白马）贴现率抬升→估值承压+外资流出 → 【资金端】内资存量资金避开高波动的大盘品种 → 【抱团端】转向低流动性、低机构持仓的微盘股抱团→大小盘剪刀差走阔

这条链的每一环都有数据支撑：

【利率端】：2026 年 9 月美国 10 年期国债收益率一度逼近 5%，全球无风险利率中枢上移，是 2026 年 9 月 A 股估值的最大压制源；进入 10 月，10 年期收益率进一步升至 5.365%（2002 年 4 月以来最高），约束尚未缓解，边际上略有增强；

【估值端】：沪深 300、创业板指风险度分别跌至自成立以来 3%、4%分位，大盘成长类资产回调到了历史较低位置，说明贴现率抬升对长久期资产的冲击明显；

【抱团端】：截至 2026 年 9 月 30 日，万得微盘股指数风险度升至自成立以来 97%分位，与大盘形成结构性分化。

根源是利率敏感度的差异：大盘成长久期长、机构持仓重、外资定价比例高，对贴现率最敏感，利率上行期首当其冲；微盘股短久期、内资定价、低机构持仓，几乎不受外资流出和贴现率抬升的直接影响，反而成了存量资金在利率上行期的避风港。

2026 年 9 月普跌源于海外利率上行估值回调，而非国内基本面恶化；分化的根源是长久期与短久期资产的利率敏感度差异，在存量博弈中被资金行为放大。

1.2. 三段式走势：月初震荡、月中反抽、月末回调

2026 年 9 月万得全 A 的回调并非一路向下，而是清晰的"三段式"结构（数据截至 2026 年 9 月 30 日）：

表1：9 月万得全 A 三段式走势（截至 2026/09/30）

阶段	区间	涨跌	特征
月初震荡	9/1-9/10	-1.49%	缩量阴跌，方向不明
月中反抽	9/11-9/20	+1.70%	政策预期升温，短暂修复
月末回调	9/21-9/30	-4.58%	两根大阴线，对整体走势影响较大

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

月末急跌是 2026 年 9 月下跌的主要贡献段：2026 年 9 月 24 日 单日下跌 1.83%、2026 年 9 月 28 日 单日下跌 2.74%。月末急跌的触发因素，一是海外加息预期在 2026 年 9 月下旬反复（2026 年 10 月加息概率一度回升），二是国庆长假前的避险资金撤离，三是微盘抱团在月末出现松动迹象。全月最高收盘 6507.99（2026 年 9 月 1 日）、最低收盘 6176.22（2026 年 9 月 28 日），月内振幅 5.37%。

这一走势结构提示两个关键信息：其一，2026 年 9 月下跌的"质"并不健康——它不是温和的价值回归，而是月末集中宣泄，情绪宣泄后往往伴随超跌修复需求；其二，月末急跌恰逢政策组合拳密集落地（2026 年 9 月 29 日 PSL 降息等），政策对冲与情绪宣泄在 2026 年 9 月 30 日 前后形成了阶段性对冲。

1.3. 大小盘剪刀差分化

2026 年 9 月市值从大到小，跌幅逐级收窄、直至微盘转正，是典型的"流动性收缩下的资金抱团"。从沪深 300 的下跌 5.78%、到中证 500 的下跌 6.50%、再到国证 2000 的下跌 4.69%，最后到万得微盘股指数的上涨 1.11%，"越小越抗跌"的单调排列说明资金持续向最小市值、最低流动性的角落收缩。不过要看到，微盘股风险度已升至 107.45（2026 年 10 月 9 日），处自成立以来高位（历史上仅约 3%的时间更高），且于当日首次触发"局部顶左侧信号"，它的抗跌反映的是拥挤度处于历史高位、而非安全边际——抗跌的成色与持续性，要打个问号。

表2：主要宽基指数涨跌与风险度（2026 年 9 月涨跌区间 2026-08-31 至 2026-09-30，风险度截至 2026-10-09）

指数	2026 年 9 月涨跌	2026 年 10 月 8 日	2026 年 10 月 9 日	风险度（2026-10-09）	风险状态
万得微盘股指数	+1.11%	-0.33%	+0.35%	107.45	超涨状态
红利指数	-2.97%	+1.42%	+0.57%	81.23	高风险
国证 2000	-4.69%	-1.85%	+0.22%	41.04	中风险
上证指数	-3.61%	-0.79%	+0.05%	27.55	中低风险
上证 50	-3.87%	-0.64%	+0.08%	12.74	低风险
沪深 300	-5.78%	-1.09%	+0.16%	-3.43	超跌状态
中证 500	-6.50%	-2.51%	+0.04%	9.57	低风险
创业板指	-8.82%	-3.15%	+0.22%	-2.96	超跌状态
科创 50	-9.17%	-4.82%	+0.06%	-4.78	超跌状态
万得全 A	-5.31%	-1.614%	+0.184%	16.66	低风险

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 10 月初至今（截至 2026 年 10 月 9 日）的延续

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

国庆节后首个交易日（2026 年 10 月 8 日），A 股承接节前走势、回调开局：万得全 A 下跌 1.614%、收于 6095.79，成交额放量至 16943 亿元（较 2026 年 9 月 30 日的 14501 亿元放大约 17%），显示节后资金有所回流，但更多体现为存量资金兑现与调仓，增量做多意愿尚不明显。

结构上，10 月 8 日的分化较 9 月末更明显，且风格天平向"资源+防御"进一步倾斜：

抗跌端：红利指数上涨 1.42%、万得微盘股指数仅跌 0.33%，石油石化（上涨 2.46%）、公用事业（上涨 1.64%）、交通运输（上涨 1.33%）、煤炭（上涨 1.15%）、银行（上涨 1.03%）领涨——"高股息+资源+防御"成为节后首日的避风港；

回调端：科创 50 下跌 4.82%、创业板指下跌 3.15%，电子（下跌 4.25%）、通信（下跌 3.90%）、计算机（下跌 2.02%）领跌——成长股在美债收益率创新高的背景下继续回调估值。

10 月首个交易日延续了 9 月的核心矛盾（海外利率压制成长），但风格从"微盘独强"演变为"红利+资源+微盘共同防御、成长补跌"，防御的广度扩大，反映市场对海外利率风险的定价较 9 月末更充分。

次日（2026 年 10 月 9 日）市场出现方向相反的修复：万得全 A 早盘一度下行、随后逐级回升，全天收涨 0.184%、收于 6107.00，成交额放量至 19167 亿元（较 10 月 8 日增加 2224 亿元、增幅 13.1%），全市场超 3200 只个股上涨、69 只涨停、封板率 83%；创业板指 3000 点大关失而复得。结构上，主线发生了两个交易日内少见的快速切换：领涨端由前一日的资源/防御，切换为 AI 应用（传媒上涨 5.28%、计算机上涨 2.33%）与大金融（非银金融上涨 1.61%），商贸零售和有色金属紧随其后；而前一日的领涨端则普遍回落（银行下跌 1.07%、石油石化下跌 0.20%、公用事业上涨 0.06%），前一日的领跌端多数止跌（电子下跌 1.47%、通信下跌 0.86%，跌幅收窄），但国防军工反而领跌 1.70%。

两个交易日的组合信息量大于单日：10 月 8 日是"资源+防御占优、成长估值回调"，10 月 9 日则反转为"AI 应用+大金融领涨、资源/防御退潮"。这种快速反向切换说明，在当前"存量博弈+政策与海外消息面高频扰动"的环境下，单一交易日的风格信号稳定性低，不宜据某一日结构外推中期趋势；但两日共同提供的确切信息是：资金并未系统性撤离，而是在"高股息防御"与"政策/AI 主题"之间高频轮动——这正是"跷跷板轮动、非普涨"格局的实证。

2. 行业分化：政策主线 vs 周期回调

2026 年 9 月行业分化的核心是两条线：政策托底线（房地产、银行、医药）逆势上涨，周期/成长线（有色、电力设备、机械设备）回调。行业的分化比大盘更明显，也更

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

能揭示资金的真实去向。

表3：申万一级行业领涨榜（数据区间 2026-08-31 至 2026-09-30）

排名	行业	9 月涨跌	归因
1	房地产	+6.28%	房贷贴息+PSL 组合拳，政策驱动
2	医药生物	+2.47%	防御属性+超跌+创新药催化
3	银行	+2.32%	高股息+息差保护预期（PSL 降息利好负债成本）
4	美容护理	+0.80%	防御性消费

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表4：申万一级行业领跌榜（数据区间 2026-08-31 至 2026-09-30）

排名	行业	9 月涨跌	归因
31	有色金属	-12.87%	大宗回落+美国抛储 4000 万桶
30	电力设备	-9.46%	新能源链持续回调、超跌
29	机械设备	-8.53%	出口链+制造业景气担忧
28	电子	-8.22%	成长股估值回调（风险度处历史低位）

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1. 典型行业深度归因：房地产 vs 有色金属

2026 年 9 月最值得深挖的两个行业，一个是政策驱动的房地产（上涨 6.28%），一个是周期回调的有色金属（下跌 12.87%），两者恰好是"政策主线 vs 周期回调"的典型样本。

房地产（上涨 6.28%）：政策驱动的逆势上涨。 从基本面看，房地产的上涨并非销售数据的真实回暖，而是政策预期的集中定价——月末"财政金融协同组合拳"落地，房贷贴息（首套+120 ㎡+150 万三门槛）直指刚需购房成本，PSL 降息（1.75%→1.5%）并扩围至"六张网"新基建，银行息差保护预期也带动了银行股同步走强。从资金面看，房地产是 2026 年 9 月政策边际变化最大的方向，吸引了存量资金中"赌政策"的那一部分。但要清醒认识到：政策是结构性的（精准托底而非大水漫灌），房地产的上涨更多是"预期先行"，后续的持续性取决于政策实效能否落到基本面数据上——而截至 2026 年 10 月 9 日，节后两日房地产板块分别下跌 1.17%、0.24%，说明政策预期在假期后出现回吐、且尚未企稳，预期先行后的验证压力已经显现。

有色金属（下跌 12.87%）：周期回调的典型。 直接压力来自大宗商品回落与美国抛储 4000 万桶（WTI 跌破 90 美元），油价下行通过"通胀预期回落→大宗商品估值

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

下修"的链条压低了有色、油气等资源品的价格中枢。更深层的逻辑是，美联储加息周期下全球需求预期走弱，叠加美元走强，共同压制了以美元计价的工业金属。有色企稳的关键不在 A 股内部，而在全球需求与美元走向，短期看趋势性反转信号尚未出现。不过 10 月 8 日石油石化逆势上涨 2.46%，反映地缘冲突（霍尔木兹海峡、俄乌）推升的原油风险溢价开始被定价，能源板块与工业金属出现分化。

2.2. 节后两个交易日行业表现：风格切换的实证

节后首日行业表现清晰勾勒出"资源+防御 vs 成长"的对立：领涨的全部是低估值、高股息、与利率负相关度低的防御性/资源性行业；领跌的则是对美债收益率最敏感的成长行业（电子、通信、计算机）。值得注意的是，9 月领涨的房地产（下跌 1.17%）、医药生物（下跌 2.49%）在 10 月 8 日均转为下跌，说明 9 月的"政策预期交易"在节后出现退潮，市场重新回到"海外利率定价"的主逻辑上。

但 2026 年 10 月 9 日这一格局被迅速改写：传媒单日上涨 5.28%（AI 应用、影视院线午后涨停潮，新华传媒 9 连板）、计算机上涨 2.33%、商贸零售上涨 2.30%、有色金属上涨 2.17%、非银金融上涨 1.61% 领涨；国防军工下跌 1.70%、电子下跌 1.47%、银行下跌 1.07% 领跌。前一日的防御端（银行、石油石化、公用事业）集体转为滞涨或下跌，而前一日的领跌端（传媒、计算机）则大幅反弹——行业主线在两个交易日内完成一次完整的反向切换。

行业分化的主线从 9 月的"政策托底 vs 周期回调"，在 10 月首日演变为"资源+防御 vs 成长估值回调"，又在 10 月 9 日反转为"AI 应用+大金融 vs 资源/防御退潮"。三个阶段的共同底色是存量资金在有限方向间的高频轮动：政策预期交易在节后退潮较早（地产、医药），地缘驱动能源链只在 10 月 8 日独立走强一日，AI 应用则在 10 月 9 日接力成为新的资金焦点。对判断的含义是：行业主线的持续性偏弱，单日排名变化不足以确认中期趋势，需以成交额能否持续放大、以及 AI 应用能否从主题走向业绩兑现为观察锚。

表5：申万一级行业 2026 年 10 月 8 日至 9 日涨跌对照（数据区间：单日）

方向	行业	2026 年 10 月 8 日	2026 年 10 月 9 日
10 月 8 日领涨	石油石化	+2.46%	-0.20%
10 月 8 日领涨	公用事业	+1.64%	+0.06%
10 月 8 日领涨	交通运输	+1.33%	+0.64%
10 月 8 日领涨	煤炭	+1.15%	+1.57%
10 月 8 日领涨	银行	+1.03%	-1.07%
10 月 8 日领跌	电子	-4.25%	-1.47%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

10 月 8 日领跌	通信	-3.90%	-0.86%
10 月 8 日领跌	机械设备	-2.51%	-0.98%
10 月 8 日领跌	医药生物	-2.49%	+0.80%
10 月 8 日领跌	传媒	-2.46%	+5.28%
10 月 9 日领涨	传媒	-2.46%	+5.28%
10 月 9 日领涨	计算机	-2.02%	+2.33%
10 月 9 日领涨	商贸零售	-1.04%	+2.30%
10 月 9 日领涨	有色金属	-1.02%	+2.17%
10 月 9 日领涨	非银金融	-1.47%	+1.61%
10 月 9 日领跌	国防军工	-0.45%	-1.70%
10 月 9 日领跌	电子	-4.25%	-1.47%
10 月 9 日领跌	银行	+1.03%	-1.07%
10 月 9 日领跌	机械设备	-2.51%	-0.98%
10 月 9 日领跌	建筑材料	-0.89%	-0.88%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 宏观背景：海内外约束的边际变化

3.1. 海外：从"边际松动"到"鹰派再强化"

2026 年 9 月主基调是全球加息共振——美联储 2026 年 9 月 16 日 加息 25bp 至 3.75%-4.00%、日央行 2026 年 9 月 18 日 加息至 1.25%（31 年高位）、澳洲联储 2026 年 9 月 29 日 第四次加息至 4.60%，全球主要央行的无风险利率中枢集体上移，构成了压制 A 股估值的最大外部约束。

9 月底曾出现三个关键的边际松动信号：① 2026 年 8 月 PCE 低于市场一致预期（2026 年 9 月 30 日 公布），核心 PCE 同比 3.0%（市场一致预期 3.3%），2026 年 10 月加息概率一度从 50.9% 降至 37.1%；② 威廉姆斯（美联储三把手）偏鸽表态"年内仅需加息一次、2026 年 10 月不必急"；③ 美国抛储 4000 万桶，WTI 在 2026 年 9 月跌破 90 美元，缓解输入性通胀压力。

但进入 10 月，这一"边际松动"被逆转：

美联储 9 月会议纪要放鹰（2026 年 10 月 7 日公布）：显示 9 月加息背后是"鹰派共识"，多数官员倾向年内再加息一次，仅未明确时点；理事沃勒表态"仍需更多加息"（2026 年 10 月 8 日）：明确"需进一步加息以更快压低通胀，但加息节奏保持灵活、无需连续会议进行"——方向未变、时点弹性加大；美债收益率创二十余年新高：截至 2026 年 10 月 7 日收盘，10 年期国债收益率升至 5.365%（2002 年 4 月以来最高）、30 年期升至 5.732%（2002 年 5 月以来最高），美国 30 年期固定抵押贷款利率已达 7%上方。

结论：海外约束从 9 月底的"边际缓和"逆转为 10 月初的"鹰派再强化"，A 股拿到

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

的不再是"喘息窗口"，而是"高利率更久"的再度确认。这直接解释了节后首日成长股的补跌——美债收益率创新高，长久期资产的贴现率压力重新加大。

2026 年 10 月 9 日出现本轮的第一个反向信号：美债长端收益率自高位回落，30 年期回落至 5.6024%、10 年期回落至 5.235%，"创新高"的定价出现短暂修正，这是当日 A 股探底回升、成长股止跌（科创 50 由前一日下跌 4.82%转为上涨 0.06%）的直接外部条件。但需审慎看待这一回落：其一，单日回落不构成趋势反转，美债 10 年期仍在 5.2%上方的高位；其二，加息预期本身仍处拉锯状态——圣路易斯联储主席穆萨莱姆（Musalem）称"未来 6 至 9 个月仍需加息"、富兰克林邓普顿 CEO 预计"12 月加息"、摩根士丹利则认为"十年来首次看多美债"、太平洋投资管理公司（PIMCO）提示"10 年期有触及 6%的风险"，市场存在明显分歧。结论是：海外约束在 10 月 9 日出现边际缓和的第一个信号，但尚未构成"利率拐点"的确认，需连续多个交易日的回落与加息预期下修才能成立。

3.2. 国内：财政金融协同组合拳落地 + 节后资金面

2026 年 9 月底至 10 月初国内政策密集落地，构成 2026 年 10 月的政策底。与过去几轮刺激相比，这轮政策的关键词是"精准、克制、有边界"，我们逐一拆解其突破与限制：

表6：2026 年 9 月底以来政策组合明细（2026 年 9 月 29 日至 2026 年 10 月 9 日）

政策	时间	指向	突破 vs 限制
房贷贴息	2026 年 10 月 1 日实施	刚需住房需求（首套+120 ㎡+150 万）	突破：财政直接补贴购房成本，定向激活刚需；限制：三门槛限定了受益人群，非全面刺激
PSL 降息	2026 年 9 月 29 日	1.75%→1.5%，定向降息	突破：PSL 时隔多年再次降息，降低结构性融资成本；限制：定向工具，不直接降 LPR（贷款市场报价利率）
六张网纳入 PSL	2026 年 9 月 29 日	算力网/通信网/电网等新基建	突破：PSL 投向由棚改/基建扩展至新基建，方向性转变；限制：仍是结构性投放
再贷款加码	2026 年 9 月 29 日	科技+2000 亿、支农支小+5000 亿	突破：结构性再贷款扩量，定向支持科技与小微；限制：定向、量级温和
买断式逆回购	2026 年 10 月 8 日	12000 亿流动性投放	突破：大规模流动性投放，对冲缴税与资金面压力；限制：常规货币政策工具，非降准降息
7 天期逆回购	2026 年 10 月 9 日	20 亿元、操作利率 1.40%	突破：短端操作利率稳定在 1.40%，流动性延续合理充裕；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

			限制：操作量级很小（当日净回笼 60 亿元），属日常对冲
《关于发展新质生产力的意见》	2026 年 10 月 9 日	中共中央、国务院联合印发，5 方面 19 项举措	突破：产业政策层级由国务院上升为中共中央与国务院联合印发，覆盖科技创新、产业创新、发展方式、体制机制、人才机制全链条；限制：同步设定反泡沫约束，明确"不能脱实向虚、贪大求全、搞泡沫化"

数据来源：Wind，东吴证券研究所

节后资金面的新变化：2026 年 10 月 8 日，央行开展 6060 亿元隔夜逆回购操作、当日净回笼 6085 亿元，同时开展 12000 亿元买断式逆回购——"短期回笼+中期投放"的组合，反映央行在维护流动性合理充裕的同时，避免短期资金过度淤积。2026 年 10 月 9 日，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作（利率 1.40%）、当日净回笼 60 亿元，短端资金面维持平稳。此外，国庆假期楼市出现"看房热情回升"（开发商优惠活动带动），是房贷贴息政策的初步效果，但成交数据的实质性验证仍需观察。

这套政策传递的信号很清楚：没有动用"降 LPR、全面降准"这类总量工具，而是用"财政贴息与结构性货币工具"的组合，方向是"稳地产、促新基建、保小微"。对市场而言，政策提供了"政策底"的确定性，但因为是结构性的，它提供的是结构 α 而非总量 β。需要正视的是：海外鹰派再强化（3.1 节）大幅抬升了外部约束，政策底与海外压力的拉锯中，政策底的"托而不举"特征更加明显。

海外从"边际松动"逆转为"鹰派再强化"（美债创二十余年新高），国内政策底以"精准克制"方式落地、节后以"短期回笼+中期投放"组合维护流动性；海内外约束的拉锯较 9 月底略有加大，市场情绪边际趋于谨慎，是 10 月展望需要下调乐观预期的核心原因。

3.3. 产业政策最高级别定调：《关于发展新质生产力的意见》

2026 年 10 月 9 日 18 时 10 分，新华社受权发布中共中央、国务院印发的《关于发展新质生产力的意见》。这是继 2025 年 8 月国务院《"人工智能+"行动意见》之后，产业政策层级的再一次跃升——由国务院层面上升为中共中央与国务院联合印发。

文件共 5 方面 19 项举措：一是大力推进科技创新（5 项）；二是推动科技创新和产业创新深度融合（5 项，含"全面实施人工智能+行动"）；三是着力推进发展方式创新（3 项）；四是扎实推进体制机制创新（4 项）；五是深化人才工作机制创新（2 项）。其中，第（七）项提出培育壮大新兴产业，明确新一代信息技术、新能源、新材料、智能网联新能源汽车、机器人、生物医药、高端装备、航空航天等方向，并强调避免"内卷式"竞争、低空经济与商业航天健康有序发展；第（八）项前瞻布局未来产业，点名量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信（6G），并建

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

立未来产业投入增长和风险分担机制；第（十）项要求全面实施"人工智能+"行动，覆盖智能网联新能源汽车、AI 手机和电脑、人形机器人等新一代智能终端；第（十六）项提出加大金融创新产品供给，壮大耐心资本、支持优质科技型企业上市融资。

与 2025 年 8 月《"人工智能+"行动意见》相比，本次文件的边际变化有三：其一，层级升格（中共中央与国务院联合印发）；其二，范围扩展（从"人工智能+"单一主线扩展至覆盖科技创新、产业创新、发展方式、体制机制、人才机制的全链条）；其三，同时设定约束条件——明确"不能脱实向虚、贪大求全、搞泡沫化"，严禁借发展新质生产力之名违规滥用政策，对"一哄而上、盲目投资"造成重大损失的严肃追责。

对市场而言，这一文件的意义是方向性的中长期加持、但伴随反泡沫约束：一方面确立了 AI 应用、未来产业（量子科技、具身智能、6G、核聚变）的中长期政策主线，为成长方向提供了顶层背书；另一方面"反泡沫、防一哄而上"的表述对纯题材炒作构成约束。需要特别指出，文件于 2026 年 10 月 9 日 18 时 10 分发布、属盘后事件——当日传媒板块上涨 5.28%主要由 AI 应用产业催化（AI 短剧、影视院线）驱动，并非直接源自本文件。这构成一个重要的可验证节点：政策级利好在下一交易日的兑现程度，将检验当前"主题行情能否转化为持续主线"的成色。

4. 市场核心分歧解析

4.1. 核心分歧与我们的回答

下表提炼了 2026 年 9 月收官、10 月初开局后市场最具争议的七个问题，并给出我们的判断（预期差所在）：

表7：核心分歧与我们的回答（数据截至 2026 年 10 月 9 日）

市场分歧	我们的回答
2026 年 9 月为什么普跌？	海外"高利率更久"是主因，而非国内基本面恶化——美联储加息、日央行加息至 31 年高位，全球无风险利率上行压制估值；国内 PMI（采购经理指数）尚稳，是"估值回调"而非"业绩疲软"
微盘股为什么一枝独秀？	纯资金抱团，基本面无支撑——成交萎缩下量化/游资在低流动性微盘抱团取暖，微盘风险度 107.45 处自成立以来高位、10 月 9 日首现"局部顶左侧信号"。风险度高属上涨常态、非择时信号，真正风险在 2026 年 12 月日历效应；但短期动量已由 62.94 骤降至 35.69，拥挤度与动能背离，需警惕高位小票补跌
房地产反弹是政策底吗？	"精准托底"而非"大水漫灌"——房贷贴息三门槛（首套+120 ㎡ +150 万）、PSL 投向扩至新基建；10 月 8 日房地产板块下跌 1.17%，政策预期已现退潮，验证"总量 β 有限、结构 α 主导"
价值跑赢成长能持续吗？	随利率路径走，10 月初天平偏向价值/红利——9 月底曾预期"利率降温→成长修复"，但 10 月初美债收益率创二十余年新高，成长补跌、红利逆势上涨，"高利率更久"再度强化，短期价值/红利占优

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 10 月会延续下跌还是修复？	多空交织、倾向震荡但天花板下移——宏观择时模型-1（偏弱），海外鹰派再强化压制上行，但政策底+风险度低位（万得全 A 风险度 16.66）封住下行；10 月 9 日深 V 反转+成交放量至 1.92 万亿，显示下行有承接，基准"震荡、结构分化"
新质生产力《意见》是重大利好吗？	方向性中长期加持、非短期单向利好——中共中央+国务院联合印发确立 AI 应用与未来产业主线，但文件同时明确"不能脱实向虚、贪大求全、搞泡沫化"、严禁一哄而上；且 10 月 9 日 18 时 10 分盘后发布，当日传媒行情并非由该文件驱动，政策定价需看后续交易日表现。
有色（2026 年 9 月下跌 12.87%）的下跌结束了吗？	能源链与工业金属分化——大宗回落+美国抛储压制工业金属，但地缘（霍尔木兹、俄乌）推升原油，10 月 8 日石油石化上涨 2.46%；有色企稳需看全球需求与美元走向，短期趋势性反转信号未现

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 关键分歧的深入解读

分歧一：是"估值回调"还是"业绩疲软"？ 这是我们与市场最大的预期差。2026 年 9 月 A 股的普跌，市场容易归因于"国内基本面走弱"，但证据并不支持：2026 年 9 月官方制造业 PMI 为 50.1%，环比回升 0.3 个百分点、重回荣枯线上方，制造业景气边际改善；社融与信贷结构同样保持平稳。既然国内基本面并未走坏，下跌的根源就只能来自估值端——全球无风险利率上行推高了大盘成长类资产的贴现率。"估值回调"意味着一旦利率预期边际松动，估值修复的弹性会来得比"业绩走弱"更快、更直接——不过，10 月初美联储纪要偏鹰、沃勒提及仍需加息、美债收益率创二十余年新高，显示“利率边际松动”的假设暂未得到印证，这也是我们适度下调 10 月乐观预期的主要原因。

分歧二：微盘股的强势能否延续？ 万得微盘股指数 2026 年 9 月逆势上涨 1.11%、10 月 8 日仅跌 0.33%、10 月 9 日再涨 0.35%，是抗跌性最强的宽基，但我们对这一强势的可持续性保持警惕。从机制上看，微盘股的抗跌并非基本面驱动，而是"存量博弈下的资金抱团"——10 月 9 日万得全 A 成交放量至 19167 亿元，但增量资金相对有限，量化与游资在低流动性、低机构持仓的微盘股中抱团取暖。问题在于，这一抱团已把微盘股风险度推升至 107.45、处于自成立以来高位，且于 2026 年 10 月 9 日首次触发"局部顶左侧信号"（短期动量由 62.94 骤降至 35.69），安全边际较薄。我们不做"微盘即将见顶"的方向判断，但可以确定的是：风险度高位是微盘长期上涨偏拥挤的结构常态、并非择时信号；微盘真正的回撤触发在于①2026 年 12 月日历效应（财务暴雷+机构排名考核）②绝对主线出现虹吸资金——当前 10 月 9 日 AI 应用+大金融的快速走强，已具备"潜在虹吸源"的雏形，这是相较 10 月 8 日新增的边际风险，需持续观察。

分歧三：房地产反弹是"政策底"还是"反弹卖点"？ 房地产 2026 年 9 月上涨 6.28%，是申万一级行业中的正收益明显的行业，直接触发因素是月末"财政金融协同组合拳"。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

但我们强调，这轮政策是"精准托底"而非"大水漫灌"：房贷贴息设定了首套、120 ㎡、150 万三门槛，PSL 投放方向扩展至"六张网"，再贷款也是定向的，而非全面降 LPR。这种结构化的政策设计，决定了它的总量 β 有限，更多体现在结构 α 上。10 月 8 日房地产板块下跌 1.17%，医药生物下跌 2.49%，恰好印证了"政策预期先行、退潮同样迅速"的判断——3.1 节的海外鹰派再强化削弱了政策底的相对吸引力，政策链的行情需要基本面数据来重新支撑。

分歧四：价值/红利跑赢成长能持续吗？ 2026 年 9 月大盘价值（银行、红利）逆势抗跌，10 月 8 日红利指数进一步上涨 1.42%，是"高利率估值回调"的镜像——大盘成长久期长、对贴现率最敏感，被资金抛弃得最狠，避险资金被动流入价值。这一风格的持续性取决于利率路径：9 月底我们曾判断"若海外加息预期降温，成长有超跌修复弹性"，但 10 月初美债收益率创二十余年新高，这一前提被打破。修正后的判断是：在美债收益率确认回落之前，价值/红利的防御属性仍占优，成长（创业板指/科创 50 风险度处自成立以来 3-4%分位）的修复弹性需等待利率拐点确认，而非简单依据"超跌"。

分歧五：2026 年 10 月延续下跌还是修复？ 市场在这个问题上分歧最大：看空者强调宏观择时模型 -1 分、海外鹰派再强化（美债 5.365%）、地缘风险；看多者强调政策底、大跌后次月历史胜率、风险度低位。2026 年 10 月 9 日的深 V 反转（万得全 A 上涨 0.184%、成交放量至 19167 亿元、美债长端回落）为"修复"一侧提供了当日证据，但单日反转不足以推翻中期约束。综合判断是震荡、结构分化，但"上有顶"的天花板较 9 月底预期下移——下有政策底与风险度低位（万得全 A 风险度 16.66）封住下行，上有海外高利率与存量博弈限制上行。既不会重演 9 月的单边下跌，也难以出现趋势性上涨，基准是"下有底、上有顶（且顶下移）"的震荡格局（详见第五部分五维框架）。

分歧六：有色/能源的下跌结束了吗？ 有色金属是 2026 年 9 月领跌板块（下跌 12.87%），直接压力是大宗商品回落与美国抛储 4000 万桶（WTI 跌破 90 美元）。但 10 月出现关键分化：工业金属（铜、铝）仍受美元走强与全球需求走弱压制，而能源（石油石化）受地缘冲突（霍尔木兹海峡油轮遇袭、俄乌升级）推升，10 月 8 日石油石化逆势上涨 2.46%。我们的判断是：能源链的风险溢价已开始独立定价，工业金属仍需等待全球需求与美元拐点，有色板块内部的"能源强、金属弱"分化将延续。

5. 2026 年 10 月展望

5.1. 量化模型：权益综合信号（宽基方向）

"权益综合信号"月频量化择时模型以基本面、资金面、国际面、估值面、技术面五维度打分合成综合信号（正看多、负看空、0 中性），据以判断万得全 A 月度方向，样本自 2016 年 1 月起、数据截至 2026 年 9 月 30 日。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表8：2026 年 10 月权益综合信号评分（五维分解）

月份	基本面	资金面	国际面	估值面	技术面	综合信号	当月万得全 A
2026 年 10 月	-2	+1	0	-1	+1	-1（偏弱）	跟踪中（10 月 8 日 -1.614%、10 月 9 日+0.184%）

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表9：模型历史表现（2016 年 1 月至 2026 年 9 月，共 129 个月）

指标	数值
策略整体胜率	68.99%
策略超额胜率（正超额+零超额占比）	78.29%
策略年化超额收益率	16.96%
正信号胜率 / 负信号胜率 / 0 信号胜率	72.73% / 64.56% / 82.35%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表10：综合信号 -1 的历史表现（样本内出现 14 次）

指标	数值
出现次数	14 次
正收益率概率	57.14%
平均收益率	-1.14%
正收益平均 / 负收益平均	+1.59% / -4.77%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

信号解读与张力：2026 年 10 月综合信号 -1（偏弱）。历史回测显示 -1 的"看跌"成色并不强——14 次中出现正收益 8 次（概率 57.14%）、平均收益率仅 -1.14%，说明 -1 更多是"偏弱"。结合海外鹰派再强化（美债 10 年期 5.365%创二十余年新高、10 月 9 日小幅回落至 5.235%）、政策底、风险度低位（万得全 A 风险度 16.66），综合判断：模型信号"偏弱"、结构数据"下有支撑"、海外约束"边际加重但 10 月 9 日首现缓和信号"，三者叠加指向"震荡承压、结构分化"——10 月或非单边下跌（政策底+风险度低位支撑，10 月 9 日深 V 已验证），但上行受海外高利率强约束，基准是"上有顶、下有底"的震荡，且顶较 9 月底预期下移。

5.2. 宽基方向：五维框架

五个维度并非平行，其中 F2（政策+海外）主导方向，F1 看下行空间，F3 看上行斜率，F4、F5 分别提供概率参考与最终的情景加权。落到 2026 年 10 月（自 2026 年 10 月 9 日起算）：F2 的政策托底与海外鹰派再强化拉锯，且海外一侧加重，决定了"非单边、且偏承压"；F1 风险度低位封住下行空间；F3 节后放量但增量不足限制上行斜

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

率；F4 大跌后次月偏反弹提供概率支撑（弱化）；F5 综合为"震荡、结构分化"的基准。

F1 风险收益结构：整体低位、结构拥挤（含历史分位）

图1：万得全 A 指数风险趋势模型（2026/10/09）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

万得全 A 风险度 16.66（处自成立以来约 20%分位），上证指数 27.55——整体处在历史偏低位置，下行空间有限。从历史对标看，当前万得全 A 风险度 16.66 与历史上几个典型的"阶段底部区域"处于同一水平：2022 年 11 月上旬（风险度约 18.8，对应 2022 年 10 月恐慌底后的修复起点）、2020 年 4 月（风险度约 23.1，对应疫情底 V 型反转起点）、2016 年 3 月（风险度约 21.0，对应熔断后修复）。这些时点的共同特征是"风险度处于 20 附近或以下的中低区、之后往往迎来修复行情"，但只是概率参考，并非必然。

但结构上分化明显：

超跌端：沪深 300 风险度 -3.43（超跌状态）、创业板指 -2.96（超跌状态）、科创 50 -4.78（超跌状态）——大盘成长类已处历史低位，安全边际厚，这是 10 月"超跌修复"弹性的来源（前提是海外利率不再上行）；10 月 9 日超跌端已出现修复迹象（科创 50 由前一日下跌 4.82%转为上涨 0.06%、创业板指上涨 0.22%）；

拥挤端：微盘股 107.45（超涨状态，自成立以来高位）、红利指数 81.23（高风险）——拥挤度高、安全边际薄；微盘股于 10 月 9 日首次触发"局部顶左侧信号"。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

结论：大盘整体安全边际厚，但"超跌的结构"（沪深 300/创业板/科创 50）与"高位常态的结构"（微盘/红利）并存——超跌成长有修复需求，但需海外利率配合；微盘/红利风险度高属上涨常态、非择时信号，但微盘的"局部顶左侧信号"与红利拥挤度均需纳入观察，真正风险在 2026 年 12 月日历效应与主线虹吸。

F2 主导逻辑边际变化：政策托底 vs 海外鹰派再强化（海外加重）

强化项（国内）：财政金融协同组合拳落地、2026 年 10 月 8 日央行 12000 亿买断式逆回购、2026 年 10 月 9 日中共中央与国务院印发《关于发展新质生产力的意见》——国内政策面边际友好，是 10 月的托底力量，且产业政策为成长方向提供了顶层背书；

加重项（海外）：美联储 9 月纪要鹰派、沃勒"仍需加息"、美债 10 年期收益率升至 5.365%（2002 年 4 月以来最高）——海外约束从 9 月底的"边际松动"逆转为"鹰派再强化"，是本轮展望最重要的边际变化；

缓和信号（海外，新增）：2026 年 10 月 9 日美债长端收益率自高位回落（30 年期约-7 个基点、10 年期回落至 5.235%），是"鹰派再强化"之后的第一个反向信号，但尚不构成利率拐点；

加剧项（地缘）：俄乌冲突升级（克拉马托尔斯克 30 死）、霍尔木兹海峡油轮遇袭；2026 年 10 月 8 日特朗普表示中期选举前不攻击伊朗、油价回落——地缘风险溢价短期缓和、但选举后不确定性仍高。

结论：主导逻辑从 9 月底的"政策托底 vs 高利率（边际缓和）"，演变为 10 月的"政策托底+产业政策加持 vs 高利率（再强化）+地缘风险"，并在 10 月 9 日出现"产业政策利好+美债回落"的双重边际改善。核心含义是：10 月不会像 9 月那样单边下跌（有政策底与风险度低位），但上行天花板较 9 月底预期明显下移（海外鹰派再强化），方向是"下有底、上有顶（顶下移）"的震荡；10 月 9 日结构上 AI 应用/大金融占优、资源/防御退潮，风格切换的确认尚需观察。

F3 资金博弈结构：节后放量、增量仍不足

2026 年 9 月是缩量调整——万得全 A 成交额从 2026 年 8 月日均 22546 亿元降至 2026 年 9 月日均 18315 亿元，环比下降 18.8%；2026 年 9 月 30 日 当日成交 14501 亿元，处近 1 年 0.8% 分位的低位。10 月 8 日节后首日成交额回升至 16943 亿元（较 9 月 30 日放大约 17%），但需注意：这一放量伴随的是指数下跌 1.614%，属"放量下跌"，更可能是前期获利盘/避险盘兑现，而非增量资金入场。10 月 9 日成交额进一步放大至 19167 亿元（较 10 月 8 日增加 2224 亿元、增幅 13.1%），且伴随指数上涨 0.184%、超 3200 只个股上涨、ETF 持续放量——这是节后首次出现"放量上涨"，指向资金承接意愿的边际改善，但单日尚不足以确认增量资金系统性入场。10 月的资金变量多空交织：

潜在增量：2026 年 10 月 8 日央行净回笼 6085 亿元（短期收紧）但 12000 亿买断式

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

逆回购投放（中期对冲）；房贷贴息落地（政策驱动的结构性增量）；

潜在减量：微盘/红利拥挤度高位（若 12 月日历效应或主线虹吸引发抱团松动，则有资金流出）、海外若超预期加息引发外资流出、地缘风险下的避险情绪。

结论：资金面大概率维持"存量博弈为主、政策驱动的结构性增量"格局。普涨缺乏资金基础，结构行情是主基调——10 月即便修复，也更可能是结构性的（资源/防御占优），而非全面普涨。

F4 日历效应与均值回归

基于万得全 A 指数（881001.WI）日频原始数据（2000-01 至 2026-09，共 321 个月）实测：

表11：大幅回调月后次月日历效应统计（样本区间 2000-01 至 2026-09）

统计	样本	结果
单月大跌≤-5%后次月	65 次（全样本）	胜率 57%、次月均值+0.5%；2020 以来胜率 73%、均值+2.4%
单月大涨≥5%后次月	75 次（全样本）	本月中位+9.7% → 次月中位+2.3%（涨幅显著收敛）

数据来源：Wind，东吴证券研究所

结论：2026 年 9 月万得全 A 指数回调 5.31%。历史规律显示"回调幅度较大后次月偏反弹"——全样本胜率 57%、次月均值上涨 0.5%，近 6 年（2020 以来）胜率升至 73%、均值上涨 2.4%。但需警惕：日历效应在"海外利率系统性上行"的环境下会明显弱化（如 2022 年多次大跌后次月仍疲弱），10 月初美债创二十余年新高，故本次日历效应的参考权重应下调。综合看，基准虽为震荡分化，但短期存在超跌反弹窗口：若美债 10Y 回落至 5.0%下方并站稳、成交持续站上 1.9 万亿，修复弹性有望打开，对短期行情可适度乐观一些。

F5 情景分析

表12：2026 年 10 月情景假设（自 2026-10-09 起算）

情景	触发条件	关键观察信号
震荡承压（基准）	海外鹰派维持、地缘不实质升级、政策底托而不举	美债 10Y 维持 5.2%上方、政策链缺乏增量催化
超跌反弹（乐观）	海外加息预期明确降温（美债持续回落）+政策加码	美债 10Y 回落至 5.0%下方并站稳、降准落地、成交站稳 1.9 万亿上方
继续下行（悲观）	2026 年 10 月 FOMC 超预期加息+地缘升级	10 月加息落地、美债 10Y 破 5.5%
尾部风险（黑天鹅）	地缘冲突实质升级（霍尔木兹封锁）、地产信用风险发酵	霍尔木兹实质受阻、外资单日流出超百亿

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

备注：情景为定性刻画：基准情景发生可能性最高，乐观、悲观情景次之，尾部风险属小概率情形。情景未赋具体概率数值——各情景缺乏历史统计或量化模型的严格概率依据，仅依五维框架的定性判断排序。短期若触发乐观情景条件，市场存在超跌反弹窗口，对短期修复可适度乐观一些；但基准情景与中期约束不变。

5.3. 风格观察

表13：2026 年 10 月风格观察（自 2026-10-09）

风格	方向判断	逻辑
红利/价值	由占优转为震荡	高利率环境下的类债防御属性仍在，但 10 月 9 日银行下跌 1.07%、红利指数仅涨 0.57%，防御相对吸引力边际下降
微盘股	谨慎（由"相对占优"下调）	风险度 107.45 处自成立以来高位，10 月 9 日首次触发"局部顶左侧信号"（短期动量 62.94→35.69），拥挤度与动能背离；AI 应用+大金融走强构成潜在虹吸源
资源（能源）	震荡	地缘（霍尔木兹、俄乌）推升原油的溢价已在 10 月 8 日定价，10 月 9 日石油石化转为下跌 0.20%，煤炭上涨 1.57%
大盘成长	超跌待修复	美债长端 10 月 9 日回落，科创 50 由-4.82%转为+0.06%、创业板指上涨 0.22%，超跌端出现修复迹象，但需利率回落确认
AI 应用/大金融	边际走强	10 月 9 日传媒上涨 5.28%、计算机上涨 2.33%、非银金融上涨 1.61%；叠加《关于发展新质生产力的意见》盘后发布，政策与资金形成共振，需观察 10 月 12 日延续性

数据来源：Wind，东吴证券研究所

风格结论：10 月初"高利率更久"再度强化，风格天平明确偏向红利/价值（防御）+微盘（抱团）+资源（地缘），成长（创业板/科创）承压。这与 9 月底"利率降温→成长修复"的乐观预期形成反差——修正的核心依据是美债收益率创新高。三条品种关系仍成立：红利↔微盘同向、科技↔红利跷跷板、微盘↔科技存量博弈下跷跷板，合起来是跷跷板轮动、非普涨。

微盘择时：微盘风险度高（107.45，自成立以来高位）是长期上涨偏拥挤的结构常态、非择时信号；真正风险是①2026 年 12 月日历效应（财务暴雷+机构排名）②绝对主线虹吸。相较 10 月 8 日，10 月 9 日出现两个新增的边际变化：其一，微盘首次触发"局部顶左侧信号"（短期动量 62.94→35.69）；其二，AI 应用+大金融快速走强，已具备"潜在虹吸源"雏形。两者均不构成"微盘见顶"的充分条件，但拥挤度高位下需提高警惕、并密切跟踪信号验证。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

风格切换量化确认信号：①微盘股风险度回落至 90 以下；②创业板指综合动量回升至 40 以上；③单日成交额持续在 1.9 万亿上方——满足 2 个及以上可确认风格切换。

5.4. 行业观察（产业链基本面五条线索）

线索一：资源/能源链（石油石化+煤炭+有色）——地缘冲突（霍尔木兹海峡、俄乌）推升原油风险溢价，石油石化 10 月 8 日上涨 2.46%，但 10 月 9 日转为下跌 0.20%；同时有色金属 10 月 9 日上涨 2.17%、煤炭上涨 1.57%，反映资源链内部向工业金属与煤炭扩散。资源链是 10 月 8 日最确定的边际改善方向，但 10 月 9 日部分回吐。

线索二：防御/红利链（银行+公用事业+交通运输）——高利率环境下类债属性占优，10 月 8 日银行上涨 1.03%、公用事业上涨 1.64%、交通运输上涨 1.33%，验证防御逻辑。

线索三：政策托底链（地产+新基建）——房贷贴息、PSL 六张网已落地，但 10 月 8 日房地产下跌 1.17%，政策预期退潮，需基本面数据重新验证；新基建方向的算力网/电网相对抗跌。

线索四：超跌成长链（电子+电力设备+计算机）——风险度处历史低位（科创 50 -4.78、创业板 -2.96 超跌），10 月 8 日电子下跌 4.25%、通信下跌 3.90%，但 10 月 9 日出现分化：软件与应用端（计算机上涨 2.33%）随 AI 应用走强，硬件端（电子下跌 1.47%）仍弱。超跌不等于反弹，修复需等美债利率拐点；10 月 9 日计算机的走强更多来自 AI 应用主题而非超跌修复。

线索五：AI 应用与未来产业链（传媒+计算机+通信设备）——2026 年 10 月 9 日传媒上涨 5.28%领涨全行业（AI 短剧、影视院线涨停潮）、计算机上涨 2.33%，是当日资金主攻方向；叠加中共中央与国务院《关于发展新质生产力的意见》于当日 18 时 10 分盘后发布，明确"全面实施人工智能+行动"与量子科技、具身智能、6G、核聚变等未来产业方向，政策与资金形成共振，构成 10 月最具弹性的主题线索。但需注意：当日行情由产业催化驱动、非文件直接驱动，且文件同时含"反泡沫、防一哄而上"约束，主题行情的持续性需以后续交易日的兑现程度和三季报业绩验证。

三季报验证链（2026 年 10 月中下旬密集披露）：按"业绩确定性"分三类——①政策驱动需兑现（地产链、AI 算力），三季报是检验"政策预期能否落地业绩"的关卡；②超跌但业绩稳健（医药、部分高端制造）；③业绩下修风险（周期品、部分新能源细分）。截至 2026 年 10 月 9 日，三季报预告尚未集中披露，以上为前瞻推演、非结论。

5.5. 量化跟踪阈值

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表14：2026 年 10 月量化跟踪指标（截至 2026-10-09）

指标	当前值（2026-10-09）	关注阈值	观察意义
万得全 A 风险度	16.66	跌破 0 则进入超跌区	进一步下行空间
微盘股风险度	107.45	回落至 90 以下需关注	拥挤度变化信号
微盘股短期动量	35.69（前值 62.94）	若持续下行则确认局部顶	局部顶信号验证
美债 10Y 收益率	5.235%（10 月 9 日回落）	若站上 5.5%则压制加剧、跌破 5.0%则压制缓和	海外约束强度
2026 年 10 月 FOMC	加息概率约 37%（9 月底口径）	若回升至 60%上方则有压制	海外约束升级
成交额	19167 亿（10 月 9 日）	能否持续站上 1.9 万亿上方	增量资金信号

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 核心结论与总结

6.1. 复盘结论

2026 年 9 月 A 股的核心特征是海外利率上行估值回调、叠加结构分化：全球加息共振推高无风险利率，压制大盘成长估值，存量资金在缩量环境下抱团微盘，走出了"万得全 A 下跌 5.31%、万得微盘股指数却上涨 1.11%"的剪刀差。国内基本面并未恶化（制造业 PMI 重回荣枯线上方），是"估值回调"而非"业绩疲软"。10 月首个交易日（10 月 8 日），这一格局延续但风格拓宽：万得全 A 再跌 1.614%，防御从"微盘独强"演变为"红利+资源+微盘共同抗跌"，成长补跌（科创 50 单日-4.82%），核心诱因是海外鹰派再强化（美债创二十余年新高）。

10 月 9 日出现本轮首个反向信号：万得全 A 探底回升、上涨 0.184%收于 6107.00，成交额放量至 19167 亿元（较前一日增加 2224 亿元），全市场超 3200 只个股上涨；领涨主线由"资源+防御"切换为"AI 应用+大金融"（传媒上涨 5.28%、计算机上涨 2.33%、非银金融上涨 1.61%），外部条件是美债长端收益率回落（30 年期约-7 个基点、10 年期回落至 5.235%）。但需注意，当日 18 时 10 分新华社发布《关于发展新质生产力的意见》属盘后事件，传媒行情主要由 AI 应用产业催化驱动、非文件直接驱动；且电子（下跌 1.47%）、国防军工（下跌 1.70%）仍在调整，成长股内部的"应用强、硬件弱"分化明显。单日深 V 反弹不构成趋势反转，但确认了在风险度低位与政策底支撑下，指数下行具备承接力量。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

6.2. 展望结论

2026 年 10 月是"政策托底+产业政策加持"与"海外高利率再强化"的拉锯，基准判断为震荡、结构分化：下有政策底、产业政策（《关于发展新质生产力的意见》）与风险度低位（万得全 A 风险度 16.66）封住下行空间，上有海外高利率（美债 10 年期仍在 5.2%上方）+存量博弈限制上行斜率。与 9 月底的乐观预期相比，10 月展望的核心修正是"上行天花板下移"——美债收益率创二十余年新高使"利率降温→成长修复"的假设一度失效，10 月 9 日的长端回落是该假设修复的第一个信号、但尚未确认。结构上，10 月 9 日"AI 应用+大金融"边际走强、红利/资源防御属性边际下降、微盘出现局部顶左侧信号，风格较 10 月 8 日发生明显切换；这是震荡而非单边反转，方向上"下有底、上有顶（顶下移）"，且结构主线高频轮动、持续性偏弱。短期看，10 月 9 日深 V 反转、美债长端回落与超跌成长止跌，已给出超跌反弹的初步信号；在政策底与风险度低位支撑下，对短期修复可适度乐观一些，但不宜外推为趋势反转。

6.3. 核心预期差清单

表15：核心预期差清单（2026 年 10 月）

市场共识	我们的不同判断
9 月底"海外边际松动、10 月成长修复"	10 月初海外鹰派再强化（美债 5.365%创二十余年新高），"利率降温"假设一度被证伪；10 月 9 日美债长端回落、成长止跌，但单日回落未确认拐点
微盘强势延续	纯资金抱团、风险度 107.45（自成立以来高位），10 月 9 日首现"局部顶左侧信号"（短期动量 62.94→35.69），且 AI 应用走强构成潜在虹吸源；拥挤度高位下需提高警惕
地产"全面刺激"	"精准托底"，总量 β 有限、结构 α 主导；10 月 8 日地产跌 1.17%、10 月 9 日再跌 0.24%，政策预期持续退潮
有色=周期回调到底	能源链与工业金属分化——地缘推升原油（石油石化 10 月 8 日+2.46%、10 月 9 日-0.20%），有色 10 月 9 日+2.17%反弹，工业金属与能源轮动
2026 年 10 月延续下跌	政策底+产业政策+风险度低位封下行（10 月 9 日深 V 验证），但海外高利率与存量博弈压上行，倾向震荡、结构分化
AI 应用只是短期主题	《关于发展新质生产力的意见》为中共中央+国务院联合印发、明确"全面实施人工智能+行动"，具中长期政策背书；但文件同时防"一哄而上、泡沫化"，主题持续性需后续交易日兑现与三季报验证

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6.4. 关键跟踪变量

2026 年 10 月判断的证伪与验证，取决于以下几个可跟踪的信号：① 美债 10 年期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

收益率（站上 5.5%则压制加剧，跌破 5.0%并站稳则"利率拐点"确认、成长修复弹性打开；10 月 9 日已回落至 5.235%）；②2026 年 10 月 FOMC 是否加息（若落地则基准情景下修至"继续下行"）；③ 成交额能否持续站上 1.9 万亿上方（观察增量资金信号，10 月 9 日 19167 亿需确认持续性）；④ 三季报景气兑现情况（验证政策驱动板块与 AI 应用的业绩支撑）；⑤ 地缘风险（霍尔木兹海峡通航状态、俄乌局势）；⑥AI 应用主线的延续性（《关于发展新质生产力的意见》于 10 月 9 日盘后发布，兑现程度是政策定价与主题持续性的关键检验）；⑦ 微盘股短期动量（10 月 9 日已由 62.94 降至 35.69，若持续下行则确认"局部顶"）。

7. 风险提示

1) 美联储超预期加息风险（概率中、影响高）

若美联储在 2026 年 10 月或 12 月超预期加息，美债收益率与美元进一步上行，将加重全球风险资产与 A 股估值的压制。跟踪预警指标为 CME 加息概率与美债 10 年期收益率（若站上 5.5%则压制加剧）。

2) 地缘冲突升级风险（概率中、影响高）

若霍尔木兹海峡实质性受阻或俄乌冲突进一步扩大，原油与能源价格上行将强化全球再通胀、推高利率中枢。跟踪预警指标为霍尔木兹通航状态与布伦特原油价格。

3) 微盘拥挤度与局部顶风险（概率中、影响中）

微盘股风险度升至 107.45（自成立以来高位），2026 年 10 月 9 日首次触发"局部顶左侧信号"（短期动量由 62.94 降至 35.69），叠加 AI 应用主线走强形成潜在虹吸；此外 2026 年 12 月面临财务暴雷与机构排名压力。跟踪预警指标为微盘短期动量能否企稳、以及 AI 应用成交占比是否持续抬升。

4) 政策效果不及预期风险（概率中、影响中）

若房贷贴息等政策落地后地产成交未回暖（10 月 8 日地产已跌 1.17%），政策托底逻辑将受挫。跟踪预警指标为地产成交与地产链景气的实际数据。

5) 政策预期落空风险（概率中、影响中）

10 月 9 日《关于发展新质生产力的意见》为盘后发布，若主题行情未能延续，或政策落地节奏慢于预期（文件同时强调"不能脱实向虚、贪大求全、搞泡沫化"、严禁一哄而上），则 AI 应用等主题方向可能快速降温。

6) 数据口径风险（概率低、影响低）

行业/风格/指数涨跌为原始数据 2026 年 8 月 31 日至 2026 年 10 月 9 日实算；风险

下载日志已记录，仅供内部参考

度为因子数据 TR（各指数自成立以来分位）；美债收益率为 2026 年 10 月 9 日收盘口径（10 年期 5.235%，较 10 月 7 日高点 5.365%回落）。

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn