下载日志已记录，仅供内部参考

10 月资产配置月报

加息预期逐步消化，大类资产震荡分化

证券分析师

程强
资格编号：S0120524010005
邮箱：chengqiang@tebon.com.cn

谭诗吟
资格编号：S0120523070007
邮箱：tansy@tebon.com.cn

投资要点：

- 海外方面，9 月 FOMC 会议加息释放鹰派信号，年内或仍有一次额外加息；中东局势仍在反复，对市场形成持续的预期扰动。展望 10 月，我们认为市场对于今年的加息预期已经基本消化，除非美国经济数据超预期强劲或是中东局势再度发酵，否则 10 月缺乏新的预期差。国内经济延续“K 型”分化，部分存量政策的积极效果逐步显现；社融扩张速度放缓，融资结构持续转变；中美元首会晤达成八点成果共识，短期或有助于对市场风险偏好形成支撑。

- **10 月资产配置展望：**

- **美债利率与美元指数：或维持高位震荡。**在经济数据强劲+地缘局势反复+美联储加息的背景下，我们认为 10 月美债利率或维持高位，“美联储加息—联储恢复抗通胀信誉—短债利率上行而长债利率稳定”的演绎路径不一定会持续，可能阶段性的向“短端利率上行—通过利率曲线驱动长端利率上行”的传导链条。美元指数在美联储 10 月加息预期强化的背景下可能同样维持强势震荡。

- **商品：化工或取决于需求修复，10 月或震荡分化；有色处于宏观压制、产业托底的局面，10 月可能维持高位震荡；黑色在政策温和的背景下，偏弱震荡或仍是主旋律。**化工品的供应端仍然受到原油价格的扰动，在中东局势和油价的中性假设下，10 月化工品对需求端的敏感度可能在抬升，目前需求仍待修复，传统“金九”旺季下游备货力度不及预期，10 月化工品可能震荡分化。有色或仍然处于宏观压制、产业托底的局面，美联储 10 月加息预期强化或对有色的情绪形成扰动，但产业供给紧缺的情况仍未明显改善，有色在美联储加息的背景下似乎能维持较强韧性，9 月 LME 铜期货价格突破宽幅震荡区间，创出新高，我们判断 10 月以铜为代表的有色金属可能维持高位区间震荡。黑色目前的预期仍然不强，在政策定调温和的背景下或维持偏弱震荡。

- **黄金：短期或继续维持日线级别的震荡，若 10 月 FOMC 会议加息，可能迎来较好的配置机会。**美联储加息的预期下，9 月伦敦金现维持 4 个小时级别的弱势震荡。展望 10 月，我们认为在 10 月 FOMC 会议之前，如果美国经济数据强劲，或是中东局势超预期发酵再度抬升通胀预期，金价可能继续维持弱势。等到 10 月 FOMC 会议之后，如果市场对美联储降息预期基本消化，黄金可能迎来良好的配置机会。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **美股：或维持高位震荡。**10 月美股或继续面临美联储加息预期的压制和产业趋势的驱动，但从 9 月美股的表现来看，美联储加息对于美股龙头指数的影响非常有限。从盈利来看，10 月下旬美股三季度财报逐步展开，10 月的财报披露大多集中在金融、消费和医药领域，对于美股龙头指数的影响可能相对有限。从 FactSet 的盈利预期来看，分析师在 7 月和 8 月提高了标普 500 第三季度 EPS 的预期，行业内部有所分化，对能源行业的上调幅度最大（11.8%），对信息技术的上调幅度为 3.0%。整体来看，我们认为 10 月美股可能继续维持高位震荡。

- **港股：恒生科技存在阶段性反弹的可能性，但持续性机会仍需等待盈利和资金的验证。**盈利方面，当前市场对恒生科技的盈利预期没有明显改善，但也没有明显的恶化，整体维持中性。流动性方面，美联储的加息预期仍在持续，但更多需要观察市场预期的边际变化，在市场已经基本消化加息的假设下，10 月外部流动性对于恒生科技的压制可能边际减弱。从技术面来看，恒生科技的日线结构到了前低附近，我们认为可能会迎来一定的支撑。综合来看，我们觉得在当前的位置，恒生科技随时可以迎来短期反弹，但持续性可能还需要盈利和资金的验证。

- **A 股：市场或重新切换至盈利验证期，成长风格的胜率和赔率有望迎来修复。**我们仍然建议 10 月采取均衡配置的思路，结构性方面建议关注：1）科技行业经过中报验证后估值有所消化，下游需求有望带动全年业绩增长，同时市场对于明年仍保持乐观看法，关注三季报能够得到盈利进一步验证的细分领域与个股；2）非银金融有望受益于国庆假期后的市场活跃度回升；3）能源有色板块在地缘溢价与供需偏紧的共同支撑下价格有望保持高位。

- **风险提示：**海外通胀反弹超预期；地缘政治局势超预期；美联储紧缩超预期；全球 AI 产业联动增强对 A 股形成外部扰动。



下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 宏观因子 5
2. 资产配置 8
3. 风险提示 11

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：美国新增非农和失业率 5
图 2：美国 CPI 同比增速 5
图 3：当前 CME 模型显示市场预期下一次加息在今年 12 月 6
图 4：美国 2 年通胀预期 6
图 5：2026 年 1-8 月主要宏观指标概览（%） 7
图 6：美债利率走势 8
图 7：美元指数走势 8
图 8：原油价格走势 8
图 9：LME 铜现货结算价 8
图 10：10Y 美债实际收益率与黄金走势 9
图 11：美股标普 500 行业涨跌幅 9
图 12：美股标普 500 行业涨跌幅 PE 估值 9
图 13：市场上调标普 500 第三季度的 EPS 预期 9
图 14：市场对能源行业的 EPS 预期上调幅度最大，信息技术其次 9
图 15：在美债收益率快速持续上行的背景下，恒生科技的股债收益比也在较低水位 10
图 16：A 股宽基指数涨跌幅 10
图 17：A 股宽基指数 PE 估值 10
图 18：A 股行业涨跌幅 11
图 19：A 股行业 PE 估值 11

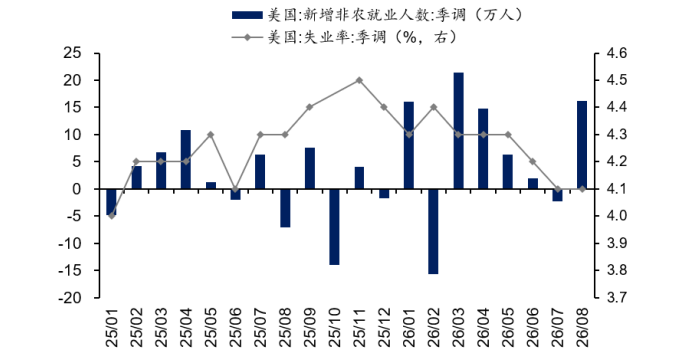
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 宏观因子

海外方面，非农与通胀数据均支持美联储紧缩；9 月 FOMC 会议加息，释放鹰派信号，年内或仍有一次额外加息；中东局势仍在反复，对市场形成持续的预期扰动。展望 10 月，我们认为市场对于今年的加息预期已经基本消化，除非美国经济数据超预期强劲或是中东局势再度发酵，否则 10 月缺乏新的预期差。

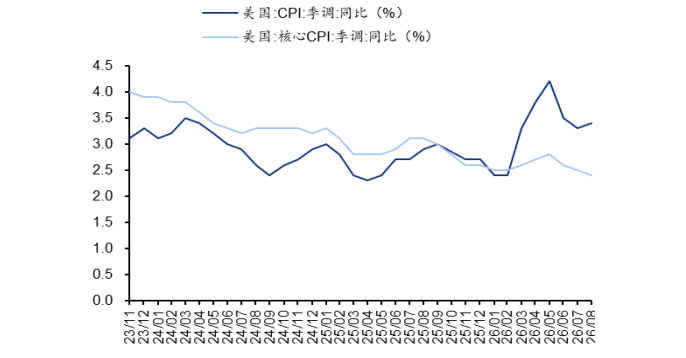
经济方面，非农就业超预期，通胀数据核心 CPI 环比略超预期，两者均支持美联储紧缩。非农就业方面，8 月非农就业增长 16.2 万人，远高于预期值 5.6 万人；8 月失业率 4.1%，符合市场预期，前值 4.1%，劳动参与率由 61.4%回升至 61.6%，意味着本次失业率稳定并不是因为更多劳动者退出劳动力市场。数据公布后，市场对美联储的加息预期随即升温。通胀方面，8 月 CPI 同比 3.4%，环比 0.4%，符合市场预期；核心 CPI 同比 2.4%，符合市场预期；核心 CPI 环比上涨 0.3%，高于预期值 0.2%。通胀数据给了美联储加息一个“恰到好处”的理由，数据公布后，加息预期再度升温。

图 1：美国新增非农和失业率



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：美国 CPI 同比增速



资料来源：Wind，德邦研究所

货币政策方面，在经济数据的铺垫下，美联储在 9 月 FOMC 上如期加息，从点阵图到沃什讲话全面释放鹰派信号，目前市场预期年内还有一次额外加息。9 月 FOMC 会议尘埃落定，美联储将联邦基金目标利率上调 25bp 至 3.75%-4.00%，为 2023 年 7 月以来首次加息。利率决议偏鹰，12 名票委全票通过支持加息。本次会议最大的意义并不在于 25bp 本身，而在于美联储在经济仍保持韧性的情况下重新启动加息。此前市场关注的是美联储是否会容忍通胀维持在较高水平以换取经济和就业稳定，此次会议给出明确答案，即当前通胀水平仍未达到政策目标，美联储愿意通过进一步收紧金融条件推动通胀回落。从投票结果来看，12 名票委全票通过支持加息，体现出联储内部对于当前通胀压力存在较高一致性。点阵图强化年内再加息预期。点阵图偏鹰，18 名提供预测的官员中，12 人预计年内还有一次 25bp 的额外加息，4 人预计年内还有两次加息，2 人预计年内不再加息。2026 年底联邦基金利率中值为 4.1%，高于当前 3.75%-4.00%的目标区间。经济预测体现“高增长+高通胀”组合。本次 SEP 对美国经济展望整体偏乐观，2026 年 GDP 增长预测为 2.3%，维持较强水平，失业率预测约 4.1%，PCE 通胀预测为 3.7%，仍明显高于 2%的目标。这一组合或说明美联储当前并不认为经济需要降息刺激。沃什讲话强调通胀风险，弱化市场宽松预期。沃什本次讲话释放三方面信号：一是强调通胀仍然“过高且持续时间过长”；二是表示“很难将金融条件描述为限制性”，暗示加息或不止一次；三是表明再次拒绝前瞻性指导，强调政策需要基于数据和趋势，而不是短期市场波动。整体来看，全票通过加息、点阵图暗示年内再度加息、经济预测全面上调、沃什讲话均偏鹰，此次会议算得上是一次“干净的”鹰派加息。

目前我们的判断与美联储点阵图一致，认为年内仍有一次加息，明年暂且预计按兵不动，第三、第四次的加息还看不到，很多需要关注后续的数据趋势。我们认为当前市场对于加息的预期已经基本消化，如果后续没有更多的预期差出现，

下载日志已记录，仅供内部参考

下一次加息带来的扰动可能有限。

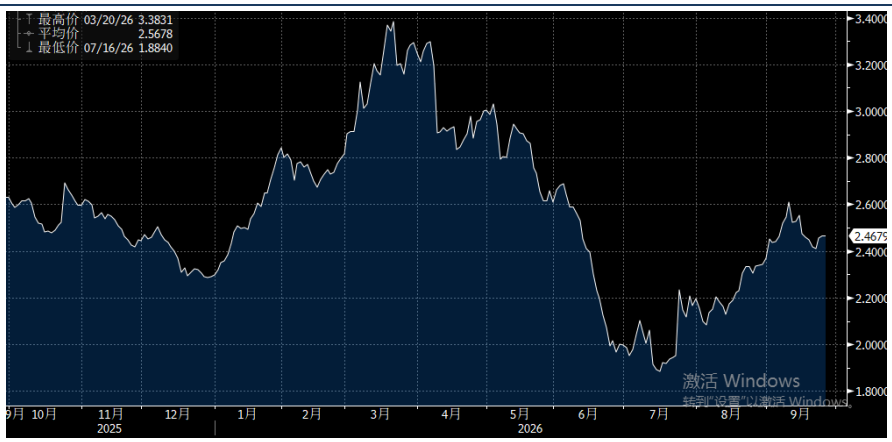
图 3：当前 CME 模型显示市场预期下一次加息在今年 12 月

	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	82.8%	17.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2026/12/9	17.1%	69.3%	13.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	11.0%	50.7%	33.4%	4.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	3.8%	24.6%	44.8%	23.6%	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	2.4%	17.3%	37.7%	31.1%	10.4%	1.1%	0.0%	0.0%
2027/6/9	1.5%	11.5%	29.8%	33.6%	18.4%	4.7%	0.4%	0.0%
2027/7/28	1.3%	10.2%	27.3%	33.1%	20.4%	6.5%	1.0%	0.1%
2027/9/15	1.1%	8.9%	24.9%	32.3%	22.3%	8.5%	1.8%	0.2%
2027/10/27	1.1%	8.6%	24.1%	32.0%	22.7%	9.2%	2.1%	0.3%
2027/12/8	1.2%	8.8%	24.2%	31.8%	22.5%	9.1%	2.1%	0.3%

资料来源：CME Group，德邦研究所
注释：截止时间 2026 年 10 月 9 日

中东局势的定价权有所抬升，当前仍有反复，后续演绎不确定性仍存。中东局势仍在反复，当地时间 9 月 22 日，伊朗外长阿拉格齐与美国总统特使威特科夫在第 81 届联合国大会会议期间于纽约举行会晤，特朗普表示，美伊当天会谈“非常顺利”“富有成效”，计划不久后再举行一次。但伊朗总统佩泽希齐扬在纽约联合国大会上的强硬表态和特朗普拒绝伊朗提议再度扭转了市场预期。往后看，我们认为在市场越来越关注美联储加息的背景下，中东局势对货币政策预期的干扰会有所加大，但该变量预测难度较大。我们目前还是以中性假设作为市场的主要判断依据，即“中东局势不确定性仍存，但市场可能会对此逐渐钝化”，但对于地缘局势的跟踪需要更为紧密。

图 4：美国 2 年通胀预期



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

国内方面，8 月经济继续维持“K 型分化”，但部分存量政策的积极效果逐步显现；社融总量仍在扩张，但扩张速度放缓；融资结构持续转变，前八个月债券和股票融资占社融增量比重升至 50.3%，超过贷款占比；中美元首会晤达成八点成果共识，短期或有助于对市场风险偏好形成支撑。

经济方面，8 月外贸保持较快增长，“K 型”分化延续，部分存量政策的积极效果逐步显现。8 月我国货物进出口总额同比增长 19.8%，增速较上月加快 0.6 个

下载日志已记录，仅供内部参考

百分点。其中，出口增长 18.6%，增速加快 0.8 个百分点；进口增长 21.7%，增速加快 0.4 个百分点。受上述因素提振，8 月份我国工业生产表现较好，延续了扩量提质的良好趋势。从量上看，8 月全国规模以上工业增加值同比增长 5.2%，增速较上月加快 0.7 个百分点；环比增长 0.54%，较上年同期加快 0.24 个百分点。从质上看，装备制造业、高技术制造业增加值同比分别增长 12.1%、16.7%，速度分别快于全部规模以上工业增加值 6.9 个和 11.5 个百分点，产业结构进一步优化。

“K 型”分化上轨产业辐射带动作用增强。8 月新动能对规模以上工业增长的贡献超过六成，且比例还在继续提升；信息传输、软件和信息技术服务业生产指数增长 9.6%，对服务业生产指数增长的贡献也超过 20%。以人工智能、集成电路等为代表的“K 型”分化上轨产业增势强劲，并通过投资、研发、上下游传导等方式对有关产业形成明显提振。

存量政策效果逐步显现，基建投资、房地产等领域主要指标边际降幅有所收窄。6 月份开始，以地方政府专项债券为代表的存量政策加速落地，根据以往经验，财政政策由出台到形成实物工作量往往存在 2-3 月的滞后期，因此 8 月开始部分存量政策的提振效果逐步显现。前 8 个月，基础设施投资同比下降 4.0%，降幅较上月仅扩大 0.4 个百分点，4-7 月份单月增速降幅分别达到 4.6 个、3.7 个、3.0 个和 1.2 个百分点，可以看到 8 月基础设施投资增速边际降幅已明显收窄。房地产领域呈现同样特征，4-7 月份房地产开发投资单月增速降幅分别达到 2.5 个、2.5 个、1.8 个和 1.2 个百分点，8 月份单月降幅已收窄至 0.7 个百分点，显示相关领域投资增速较快下行势头已获得初步遏制，待后续政策效能进一步释放，部分传统领域投资增速有望止跌回升。

图 5：2026 年 1-8 月主要宏观指标概览（%）

领域	宏观指标	口径/单位	2026年8月	2026年7月	2026年6月	2026年5月	2026年4月	2026年3月	2026年2月	2026年1月	2025年12月
总量	GDP	当季同比 %			4.3			5.0			4.5
生产	规上工业增加值	单月同比 %	5.2	4.5	5.3	4.5	4.1	5.7	6.3	6.3	5.2
		累计同比 %	5.3	5.3	5.4	5.4	5.6	6.1	6.3	6.3	5.9
	服务业生产指数	单月同比 %	4.1	4.3	4.7	4.4	4.3	5.0			5.0
		累计同比 %	4.7	4.7	4.8	4.8	4.9	5.1	5.2		5.5
需求	固定资产投资完成额	单月同比 %	-7.2	-6.7	-5.7	-4.1	-1.6	1.7	1.8		-3.8
	——制造业	单月同比 %	-2.3	-1.7	-1.2	-0.4	1.2	4.1	3.1		0.6
	——基础设施建设	单月同比 %	-4.0	-3.6	-2.4	0.6	4.3	8.9	11.4		-1.5
	——房地产开发	单月同比 %	-19.9	-19.2	-18.0	-16.2	-13.7	-11.2	-11.1		-17.2
	社会消费品零售总额	单月同比 %	0.4	0.6	1.0	-0.6	0.2	1.7	2.8		0.9
		累计同比 %	1.1	1.2	1.3	1.4	1.9	2.4	2.8		3.7
	出口	单月同比 %	18.6	17.8	20.7	13.7	9.7	-0.7	36.0	8.0	5.1
		累计同比 %	14.6	14.0	13.4	11.8	11.3	11.9	19.1	8.0	6.0
	进口	单月同比 %	21.7	21.3	29.2	21.4	20.6	24.3	11.6	24.5	5.1
		累计同比 %	22.0	22.0	22.1	20.6	20.4	20.4	18.1	24.5	0.8
价格	CPI	单月同比 %	0.8	0.5	1.0	1.2	1.2	1.0	1.3	0.2	0.8
		累计同比 %	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.2	0.0
	PPI	单月同比 %	3.8	3.5	4.1	3.9	2.8	0.5	-0.9	-1.4	-1.9
		累计同比 %	2.0	1.8	1.5	1.0	0.2	-0.6	-1.2	-1.4	-2.6
就业	调查失业率	%	5.3	5.2	5.0	5.1	5.2	5.4	5.3	5.2	5.1
		同比变化 %	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	-0.1	0.0	0.0

资料来源：国家统计局，iFinD，德邦研究所

社融总量仍在扩张，但扩张速度放缓；融资结构持续转变，前八个月债券和股票融资占社融增量比重升至 50.3%，超过贷款占比。我国 8 月新增社融 1.66 万亿元，较 7 月增加 2509 亿元，但同比少增 9083 亿元；社融存量为 464.8 万亿元，同比增长 7.2%。从结构看，政府债券净融资为 10097 亿元，仍是最大的增量来源；人民币贷款增加 552 亿元，同比少增 5701 亿元。企业债券净融资和非金融企业境内股票融资分别为 2712 亿元、639 亿元，同比分别多增 1374 亿元、183 亿元，抵补了部分贷款及其他融资渠道的下降。前八个月债券和股票融资占社融增量比重升至 50.3%。

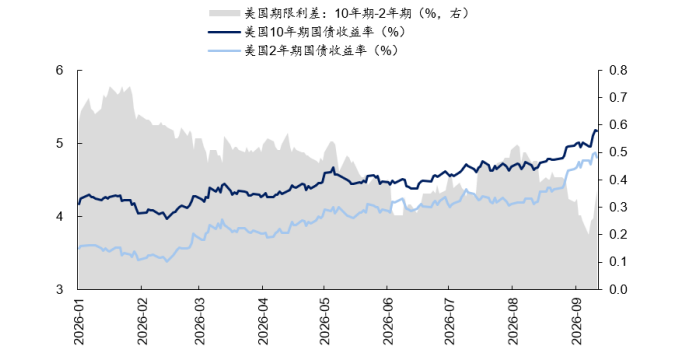
中美元首会晤进一步推进经贸安排，并将人工智能及安全领域的风险沟通具体化，有助于降低外部政策不确定性，为中国资产风险偏好修复提供条件。从会前信息看，300 亿美元对等降税及吉隆坡成果延期均已有磋商基础，本次增量主要体现在落实进度与沟通机制，而非全面取消贸易和科技限制。

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 资产配置

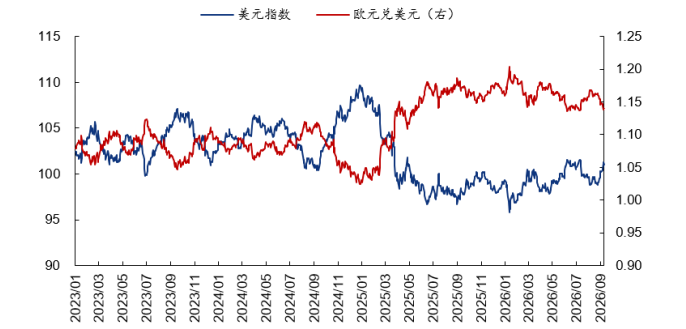
美债利率与美元指数：或维持高位震荡。在经济数据强劲+地缘局势反复+美联储加息的背景下，我们认为 10 月美债利率或维持高位，“美联储加息—联储恢复抗通胀信誉—短债利率上行而长债利率稳定”的演绎路径不一定会持续，可能阶段性的向“短端利率上行—通过利率曲线驱动长端利率上行”的传导链条。美元指数在美联储 10 月加息预期强化的背景下可能同样维持强势震荡。

图 6：美债利率走势



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：美元指数走势



资料来源：Wind，德邦研究所

商品：化工或取决于需求修复，10 月或震荡分化；有色处于宏观压制、产业托底的局面，10 月可能维持高位震荡；黑色在政策温和的背景下，偏弱震荡或仍是主旋律。化工品的供应端仍然受到原油价格的扰动，在中东局势和油价的中性假设下，10 月化工品对需求端的敏感度可能在抬升，目前需求仍待修复，传统“金九”旺季下游备货力度不及预期，10 月化工品可能震荡分化。有色或仍然处于宏观压制、产业托底的局面，美联储 10 月加息预期强化或对有色的情绪形成扰动，但产业供给紧缺的情况仍未明显改善，有色在美联储加息的背景下似乎能维持较强韧性，9 月 LME 铜期货价格突破宽幅震荡区间，创出新高，我们判断 10 月以铜为代表的有色金属可能维持高位区间震荡。黑色目前的预期仍然不强，在政策定调温和的背景下或维持偏弱震荡。

图 8：原油价格走势



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：LME 铜现货结算价

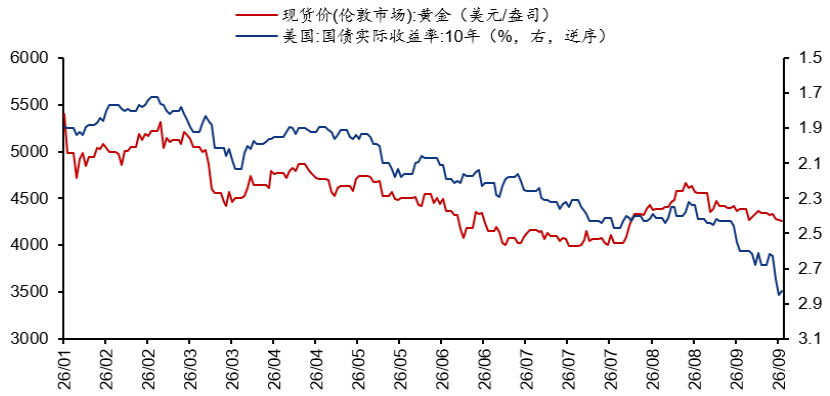


资料来源：Wind，德邦研究所

黄金：短期或继续维持日线级别的震荡，若 10 月 FOMC 会议加息，可能迎来较好的配置机会。美联储加息的预期下，9 月伦敦金现维持 4 个小时级别的弱势震荡。展望 10 月，我们认为在 10 月 FOMC 会议之前，如果美国经济数据强劲，或是中东局势超预期发酵再度抬升通胀预期，金价可能继续维持弱势。等到 10 月 FOMC 会议之后，如果市场对美联储降息预期基本消化，黄金可能迎来良好的配置机会。

下载日志已记录，仅供内部参考

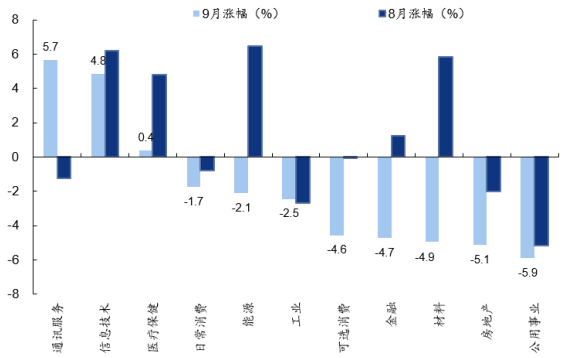
图 10：10Y 美债实际收益率与黄金走势



资料来源：Wind，德邦研究所

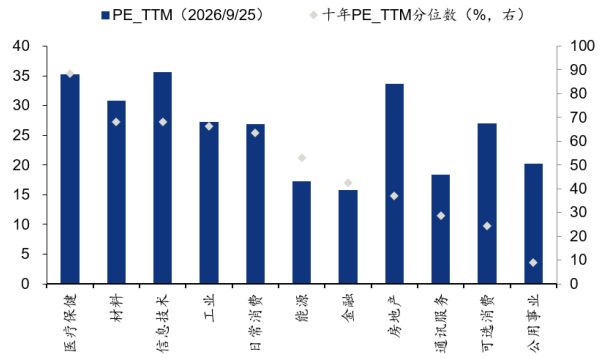
美股：或维持高位震荡。10 月美股或继续面临美联储加息预期的压制和产业趋势的驱动，但从 9 月美股的表现来看，美联储加息对于美股龙头指数的影响非常有限。从盈利来看，10 月下旬美股三季度财报逐步展开，10 月的财报披露大多集中在金融、消费和医药领域，对于美股龙头指数的影响可能相对有限。从 FactSet 的盈利预期来看，分析师在 7 月和 8 月提高了标普 500 第三季度 EPS 的预期，行业内部有所分化，对能源行业的上调幅度最大（11.8%），对信息技术的上调幅度为 3.0%。整体来看，我们认为 10 月美股可能继续维持高位震荡。

图 11：美股标普 500 行业涨跌幅



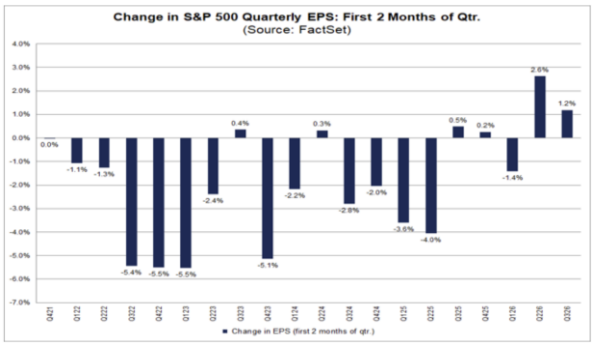
资料来源：Wind，德邦研究所
注释：数据截止 2026 年 9 月 25 日

图 12：美股标普 500 行业涨跌幅 PE 估值



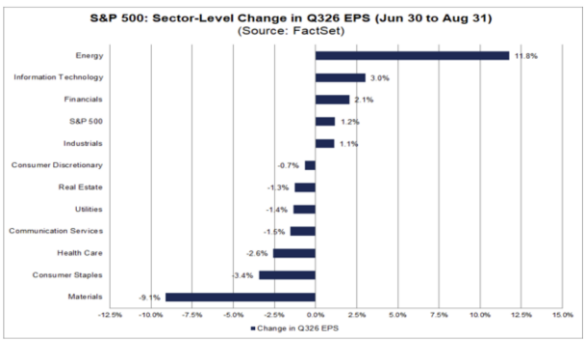
资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：市场上调标普 500 第三季度的 EPS 预期



资料来源：FactSet，德邦研究所

图 14：市场对能源行业的 EPS 预期上调幅度最大，信息技术其次

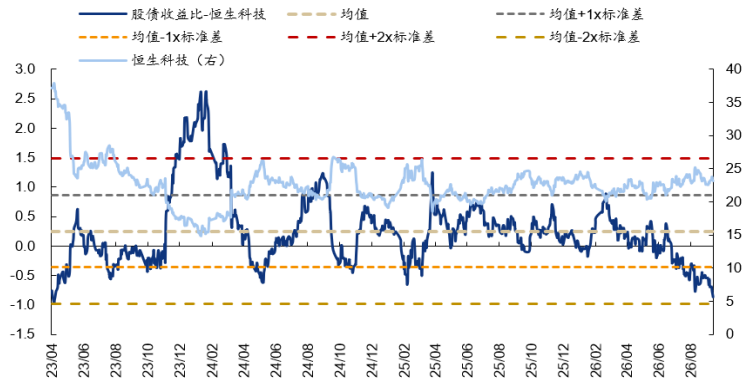


资料来源：FactSet，德邦研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

港股：恒生科技存在阶段性反弹的可能性，但持续性机会仍需等待盈利和资金的验证。盈利方面，当前市场对恒生科技的盈利预期没有明显改善，但也没有明显的恶化，整体维持中性。流动性方面，美联储的加息预期仍在持续，但更多需要观察市场预期的边际变化，在市场已经基本消化加息的假设下，10 月外部流动性对于恒生科技的压制可能边际减弱。从技术面来看，恒生科技的日线结构到了前低附近，我们认为可能会迎来一定的支撑。综合来看，我们觉得在当前的位置，恒生科技随时可以迎来短期反弹，但持续性可能还需要盈利和资金的验证。

图 15：在美债收益率快速持续上行的背景下，恒生科技的股债收益比也在较低水位



资料来源：Wind，德邦研究所

A 股：市场或重新切换至盈利验证期，成长风格的胜率和赔率有望迎来修复。从 2021-2025 年五年 A 股的表现来看，9-10 月往往都是全年风格切换的关键窗口期。我们认为该时段可能受三重因素的叠加影响，一是公募基金三季度末考核、净值兑现、来年布局前置的调仓行为；二是临近三季度业绩披露，市场对全年的业绩已经产生了初步的判断，行情定价转向次年的业绩；三是国庆长假带来的跨期不确定性，资金出现普遍降杠杆、降风险敞口的现象。

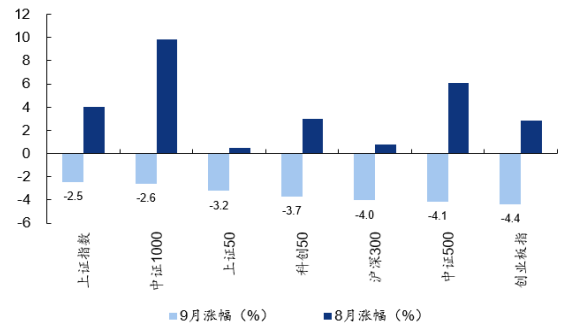
今年 10 月还需要关注美联储加息预期的影响。整体来看，美联储加息并不是决定 A 股 9-10 月涨跌表现的“开关”，更多是市场情绪的放大器，A 股中长期走势主要取决于国内政策的方向与力度、经济基本面、自身估值水平以及市场结构等内部因素，但仍然有可能通过估值、全球资金流向、AI 企业债收益率等传导链条对 A 股产生间接的短期扰动。我们认为，如果市场对美联储年内额外一次加息的预期已经基本消化、美债利率没有大幅波动，则对于 A 股的影响可能相对有限。

综合来看，我们仍然建议 10 月采取均衡配置的思路，结构性方面建议关注：1）科技行业经过中报验证后估值有所消化，下游需求有望带动全年业绩增长，同时市场对于明年仍保持乐观看法，关注三季报能够得到盈利进一步验证的细分领域与个股；2）非银金融有望受益于国庆假期后的市场活跃度回升；3）能源有色板块在地缘溢价与供需偏紧的共同支撑下价格有望保持高位。

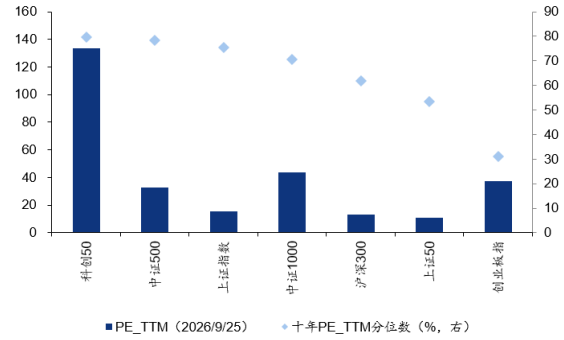
图 16：A 股宽基指数涨跌幅

图 17：A 股宽基指数 PE 估值

下载日志已记录，仅供内部参考

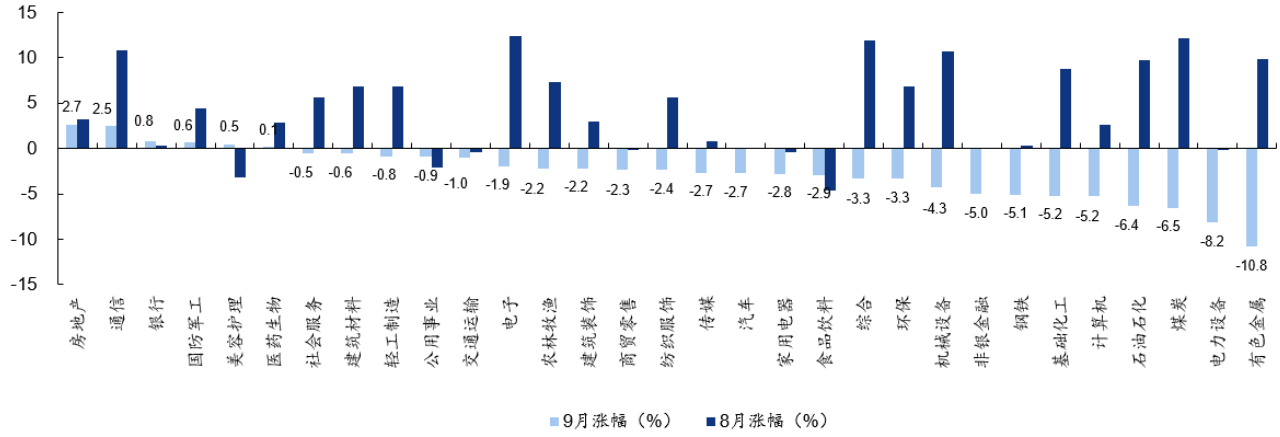


资料来源：Wind，德邦研究所
注释：时间截止 2026 年 9 月 25 日



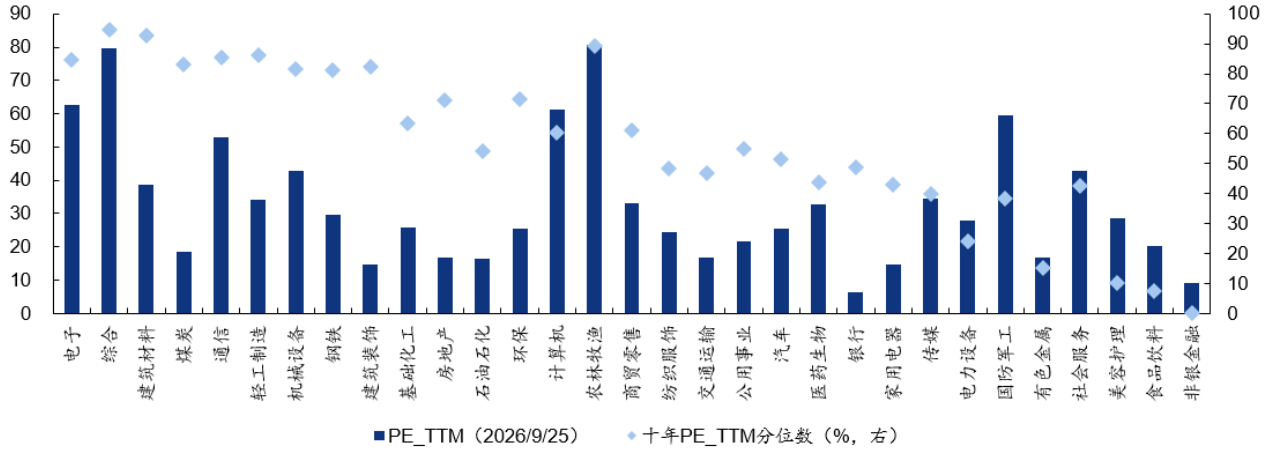
资料来源：Wind，德邦研究所
注释：时间截止 2026 年 9 月 25 日

图 18：A 股行业涨跌幅



资料来源：Wind，德邦研究所
注释：时间截止 2026 年 9 月 25 日

图 19：A 股行业 PE 估值



资料来源：Wind，德邦研究所
注释：时间截止 2026 年 9 月 25 日

3. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

1）海外通胀反弹超预期。一旦美欧通胀在未来几个月出现超预期反弹，不仅可能造成美欧央行收紧流动性，还会给权益市场估值端带来冲击。

2）地缘政治局势超预期。如果伊朗等地区局势再度发酵，将引发全球避险情绪升温，带动市场剧烈波动。

3）美联储紧缩超预期。若美联储货币政策路径或较市场预期更偏紧，美债利率与美元指数或维持高位，全球流动性环境趋紧，进而对全球权益资产估值、中美风险偏好及成长板块表现形成阶段性压制。

4）全球 AI 产业联动增强对 A 股形成外部扰动。如果海外 AI 产业受到美元流动性或地缘局势的影响而波动加大，可能会通过全球 AI 成长板块之间的联动性对 A 股相应的科技板块形成扰动。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，北京大学经济学博士，CFA、CPA，德邦证券首席经济学家、研究所所长。

谭诗吟，海外市场分析师。具有国内国际双重视野，作为团队核心成员多次获得 Wind 金牌分析师前五，在《新财富》、《中国证券报》等期刊与媒体上多次发表文章，对美股、港股、新兴市场、黄金等投资理解深刻。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； **2. 市场基准指数的比较标准：** A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**类 别**	**评 级**	**说 明**
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。
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。
市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。
本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。
根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。