仅供内部参考，请勿外传

财通证券
CAITONG SECURITIES

利率高位与债务危机经验复盘

——10月市场策略

分析师：徐近峰
SAC：S0160523030003
分析师：林 昊
SAC：S0160526010002
分析师：常瑛珞
SAC：S0160526080006
分析师：王亦奕
SAC：S0160522030002
分析师：张洲驰
SAC：S0160524070004
分析师：张欣诺
SAC：S0160526080007

证券研究报告 | 2026/10/11

仅供内部参考，请勿外传

摘要

引言：利率高位与债务危机经验的详细复盘。中美景气和流动性如何变化？市场不同类型资金动向如何？

整体行情展望：全球长债压力为主要预期担忧，利空压力中期有限但结构可能缩圈

长期-风险有限：下行风险有限，中期宽幅震荡可能更高，美国中期选举前利好窗口期多于利空风险期，关注中美大型IPO窗口期和国内经济托举落地可能。

分子端-压力缓和：美国PMI韧性+中国PMI修复，内需压力缓和，政策也有催化。

分母端-担忧增加+资产缩圈：加息预期企稳+长债压力，流动性压力下可能缩圈，更关注α逻辑。

全球长债利率上行背后的潜在风险：

1）中期-经济和股市逻辑：长债利率高位/利率限制性（之后0.5-1年内股市可能见顶）→影响信贷和景气（可能股市开始下行）→进入衰退期。本轮GDP增长更多由投资驱动，高利率影响更突出。**2）中期关注：**当前利率已至限制性，后续关注美国信贷增速和PMI拐点。另关注贝森特潜在的压制美债政策（中期有足够工具但还没使用）。

3）尾部风险-债务危机：利率长期向上→流动性紧缺→引发债务危机，特别是边缘区域金融风险加剧，包括欧元区中财政最弱区域，新兴中外需占比更大区域。

对应配置方向：压舱石自由现金流HALO+中小盘科技&出海PLUS

1）压舱石自由现金流HALO打底：真金加速度组合推荐油气开采、铜、面板、钾肥、快递等。

2）中小盘科技&新主题PLUS：一方面AI新技术/产品看Rubin链为代表液冷、连接器、陶瓷基板等业绩高兑现度方向，另一方面低拥挤潜在点火主题关注军工等。

风险提示：全球地缘风险、全球经济衰退风险、海外金融风险超预期、历史经验失效等。

仅供内部参考，请勿外传

摘要

宏观经济：

1）海外-分子：中国景气延续弱复苏，美国景气较强，零售环比重新走强。

2）海外-分母：2Y/10Y美债近期新高，加息预期主导，但核心通胀可控，利率限制性较强，经济层面看加息必要性并不高。

3）国内-分子：信用/投资/信贷脉冲/社零趋弱，9月PMI重新超50，高频景气好于之前年份。

4）国内-分母：延续宽松，DR007跌破利率走廊下沿，10Y国债1.7%左右震荡，剩余流动性延续宽松。通胀抬升主要油价侧贡献，制造侧也有正贡献。

5）国内-中观景气：上游能源&大炼化、中游锂电链景气高位上行，消费链纺服出口、新能源车、饲料，公用油运景气高位上行。

市场跟踪：

1）市场情绪：长期向上动能趋弱，进入震荡期；短期成交低位；融资成交额占比已至偏低位。

2）市场性价比：整体估值已至中位，结构科技也已消化不少，仅电子/煤炭相对偏高，消费/稳定/金融低位。

3）市场拥挤度：可选和硬科技拥挤度抬升。哑铃目前摆向红利。

4）市场资金：①ETF净流入：宽基和价值增配暂缓，成长仍在增配。②融资净流入：8-9月融资仍在流出。③外资：外资略微流出中国资产，主要流入美股。

风险提示：全球地缘风险、美国经济衰退风险、海外金融风险超预期、历史经验失效等。

目录

01. 市场研判：利率高位与债务危机经验复盘

02. 市场回顾：海外流动性反复扰动，大金融领涨

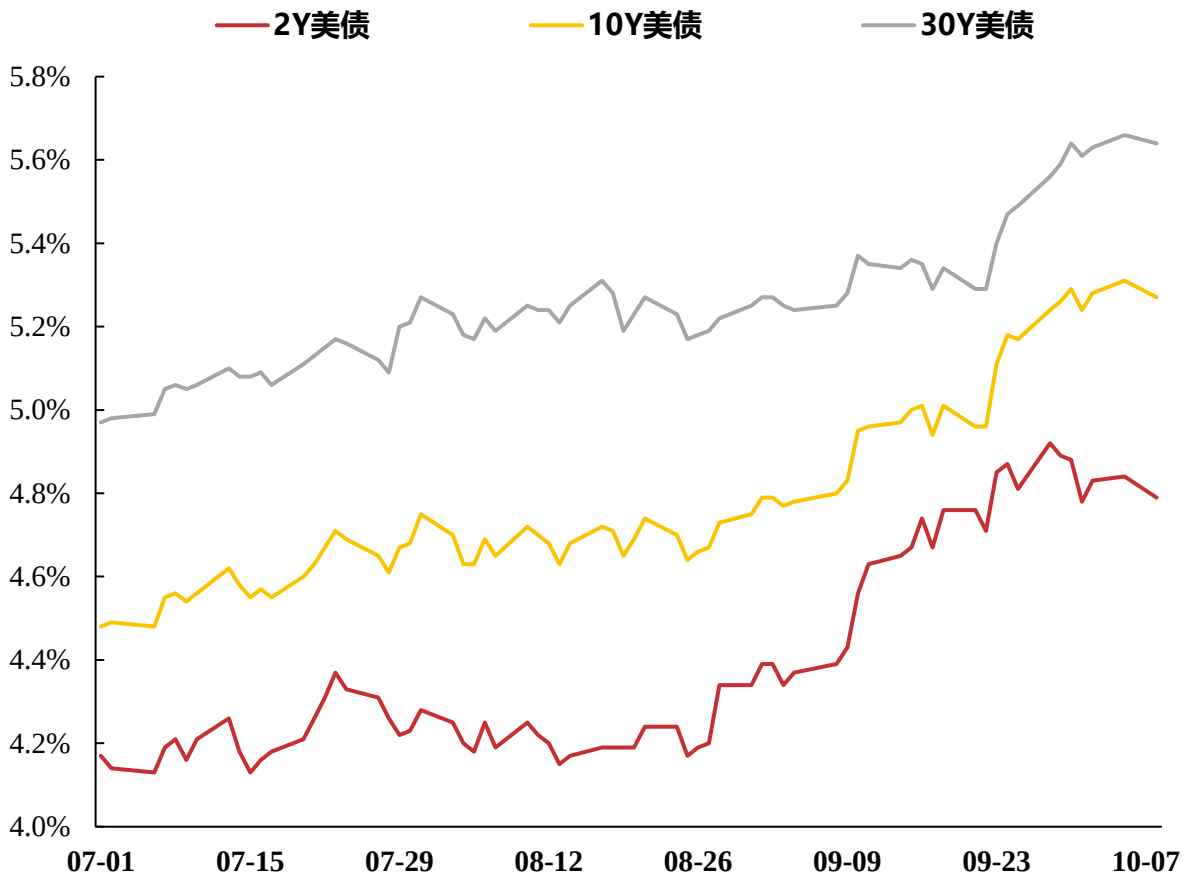
03. 宏观经济：美国景气韧性+利率限制性，中国景气回暖+延续宽松

04. 市场追踪：可选和硬科技拥挤度抬升

仅供内部参考，请勿外传

全球市场核心担忧：长期债务压力

美债：9月底起2年美债略有回落，但长债延续向上。10月6日相对9月29日（对应A股9月30日收盘），2年/10年/30年美债变化-10BP/+1BP/+5BP。即当前长债供需缺口压力相对更大，重新成为主导。 加息预期担忧基本已计入，当前市场预期12月再加一次息（10月中期会议前加息概率低）。



数据来源：Wind，iFinD，Fed Watch，财通证券研究所

图表1：国庆表现-美债

	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/10/28	80.6%	19.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	14.0%	70.0%	16.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	8.2%	46.8%	38.3%	6.6%	0.0%	0.0%
2027/3/17	2.5%	20.0%	44.2%	28.6%	4.6%	0.0%
2027/4/28	1.5%	13.3%	34.9%	34.7%	13.9%	1.8%
2027/6/9	0.9%	8.3%	25.7%	34.8%	22.7%	6.9%
2027/7/28	0.7%	7.1%	23.0%	33.4%	24.6%	9.4%
2027/9/15	0.6%	6.0%	20.2%	31.5%	26.1%	12.0%
2027/10/27	0.6%	5.8%	19.7%	31.1%	26.3%	12.5%
2027/12/8	0.8%	6.4%	20.2%	31.0%	25.7%	12.1%

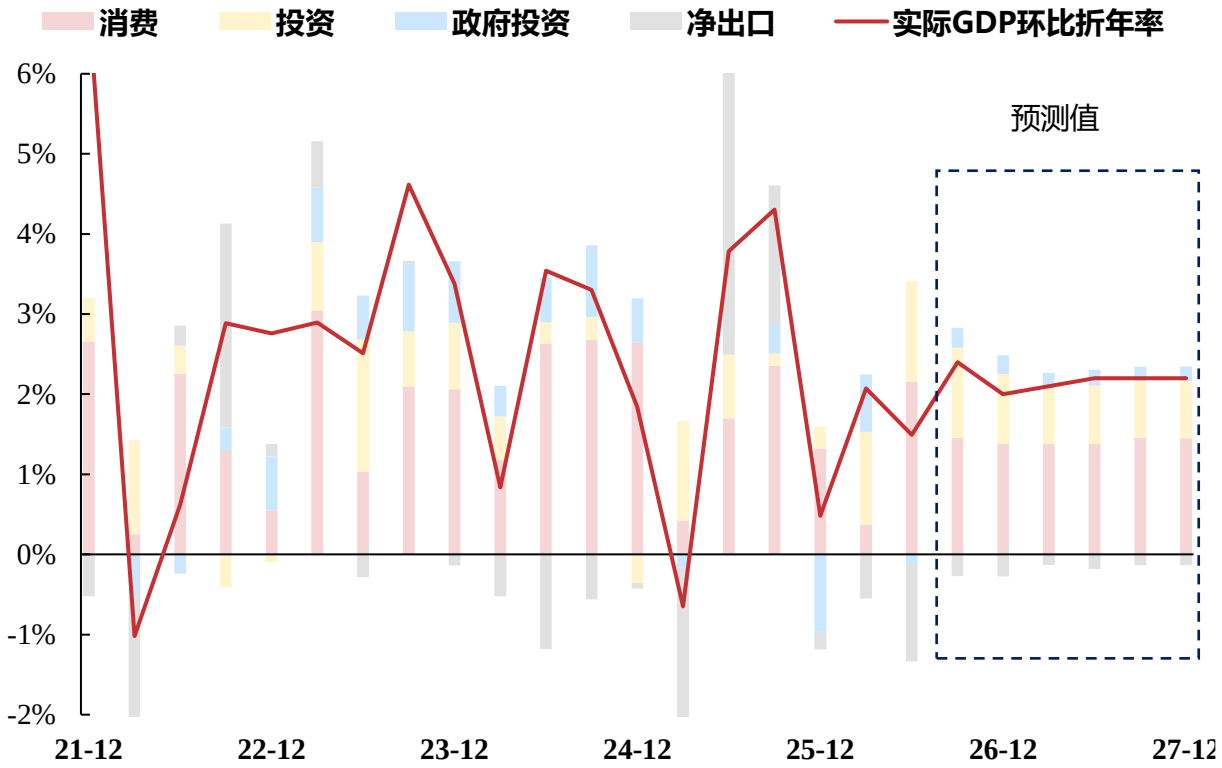
仅供内部参考，请勿外传

美国经济：主要科技投资驱动，需关注资金成本高压制经济的逻辑链

美国经济看，市场预期2025Q4低点，之后趋势回升， 2026-2027年增速在2%左右偏强。

具体细项看，2025Q4以来，消费中的服务/投资中的设备+知识产权贡献最突出，其他贡献甚至为负。因此科技投资是当前美国经济的核心驱动力。

图表2：美国实际GDP增速拆分&预测



图表3：美国实际GDP增速拆分-细项

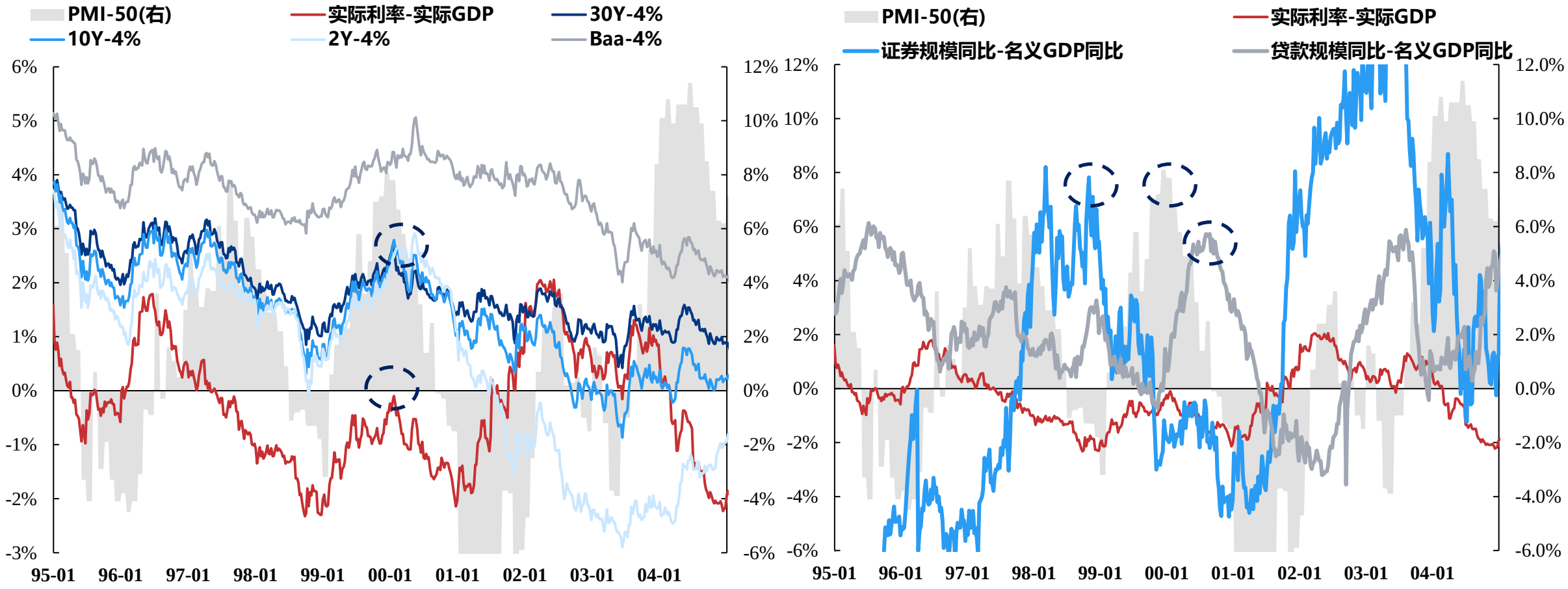
实际GDP增长贡献	2025H1	2025-09	2025-12	2026-03	2026H1
整体	1.6%	4.3%	0.5%	2.1%	1.5%
剔除设备+产权	0.1%	3.6%	-0.1%	0.3%	0.0%
剔除设备+产权+服务	-0.7%	2.0%	-1.3%	0.0%	-1.0%
计算机相关	0.4%	0.9%	0.7%	0.4%	
个人消费	1.1%	2.4%	1.3%	0.4%	2.2%
个人消费-耐用品	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.6%
个人消费-非耐用品	0.3%	0.6%	0.1%	0.1%	0.6%
个人消费-服务	0.8%	1.6%	1.2%	0.2%	1.0%
私人投资	1.0%	0.1%	0.3%	1.2%	1.3%
私人投资-建筑&住宅	-0.4%	-0.5%	-0.3%	-0.6%	-0.2%
私人投资-设备	0.8%	0.3%	0.3%	0.9%	0.9%
私人投资-知识产权	0.7%	0.4%	0.4%	0.9%	0.6%
政府支出	-0.1%	0.4%	-1.0%	0.7%	-0.1%
净出口	0.1%	1.7%	-0.2%	-0.6%	-1.2%
出口	-0.1%	1.0%	-0.4%	1.2%	0.5%
进口	-0.2%	-0.7%	-0.1%	1.7%	1.7%

数据来源：Wind，彭博，财通证券研究所

利率高位场景复盘-2000年

经济传导链条：阶段1-资金成本抬升：利率高位（往往触及前高），且利率有限制性（实际利率-实际GDP>0）。**阶段2-影响经济：** 贷款增速、景气触顶回落；债券增速往往已提前见顶回落，甚至转负；联储存在提前降息可能，期限利差扩大/长债降幅不突出。**阶段3-进入衰退期：**PMI下行加速，可能低于50；如果债务危机企业债等利率可能反而抬升。**进入阶段1，需要开始关注行情见顶（参考历史可能半年后）；进入阶段2，需要关注行情下行风险，随时可能开启下跌。**

图表4：利率高位场景复盘-2000年

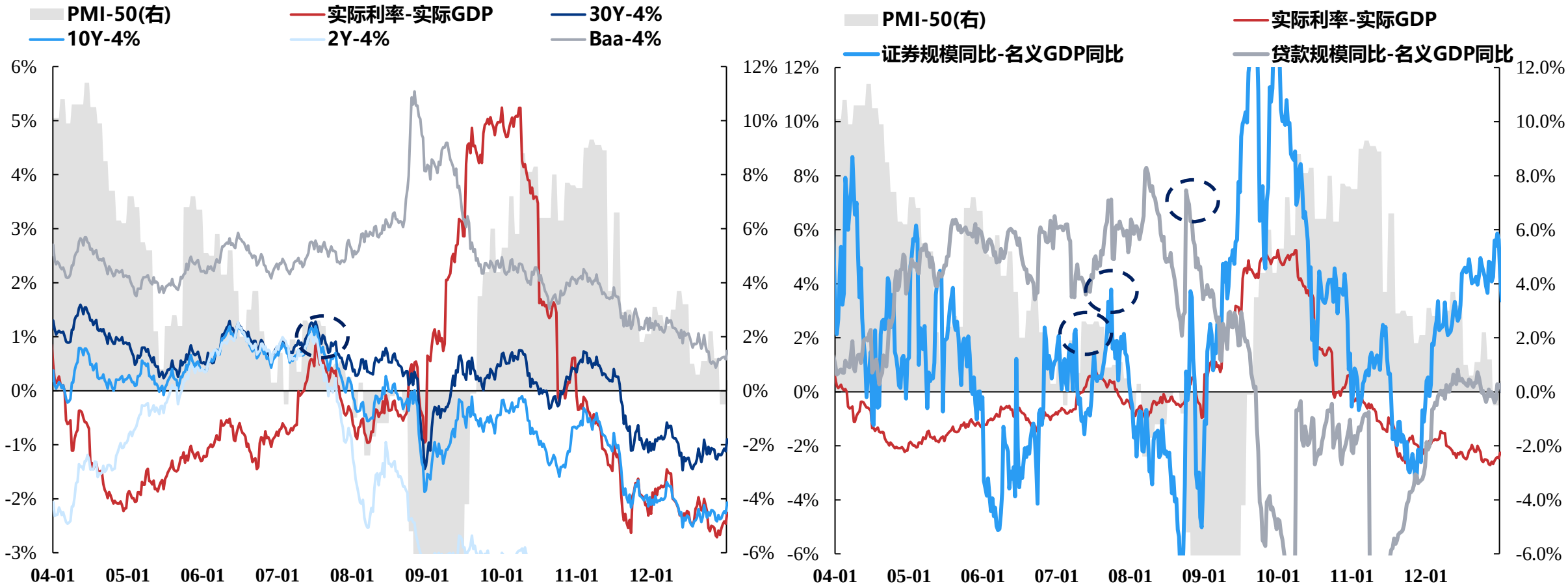


数据来源：Wind，iFind，财通证券研究所；资产和贷款同比源自银行资产端口径

利率高位场景复盘-2007年

经济传导链条：阶段1-资金成本抬升：利率高位（往往触及前高），且利率有限制性（实际利率-实际GDP>0）。**阶段2-影响经济：** 贷款增速、景气触顶回落；债券增速往往已提前见顶回落，甚至转负；联储存在提前降息可能，期限利差扩大/长债降幅不突出。**阶段3-进入衰退期：**PMI下行加速，可能低于50；如果债务危机企业债等利率可能反而抬升。**进入阶段1，需要开始关注行情见顶（参考历史可能半年后）；进入阶段2，需要关注行情下行风险，随时可能开启下跌。**

图表5：利率高位场景复盘-2007年

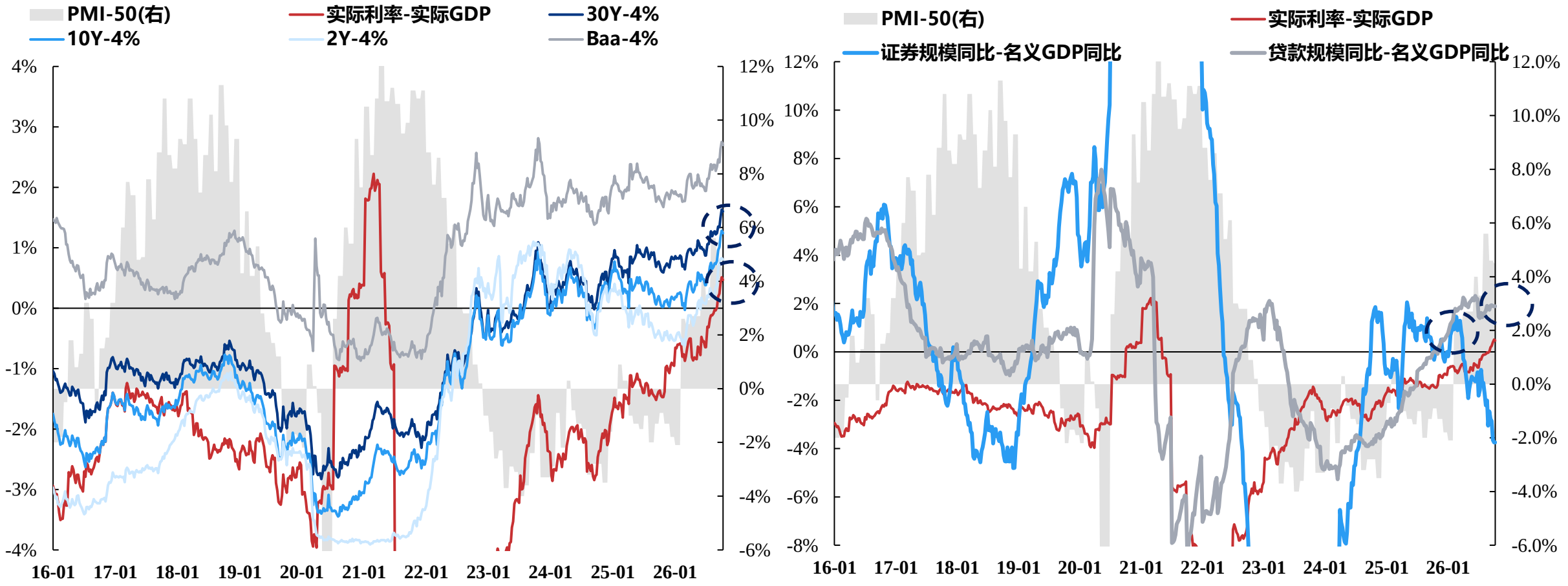


数据来源：Wind，iFind，财通证券研究所；资产和贷款同比源自银行资产端口径

利率高位场景复盘-当前

经济传导链条：阶段1-资金成本抬升：利率高位（往往触及前高），且利率有限制性（实际利率-实际GDP>0）。**阶段2-影响经济：** 贷款增速、景气触顶回落；债券增速往往已提前见顶回落，甚至转负；联储存在提前降息可能，期限利差扩大/长债降幅不突出。**阶段3-进入衰退期：**PMI下行加速，可能低于50；如果债务危机企业债等利率可能反而抬升。**进入阶段1，需要开始关注行情见顶（参考历史可能半年后）；进入阶段2，需要关注行情下行风险，随时可能开启下跌。当前还在阶段1，后续关注信贷增速和PMI拐点。**

图表6：利率高位场景复盘-当前



数据来源：Wind，iFind，财通证券研究所；资产和贷款同比源自银行资产端口径

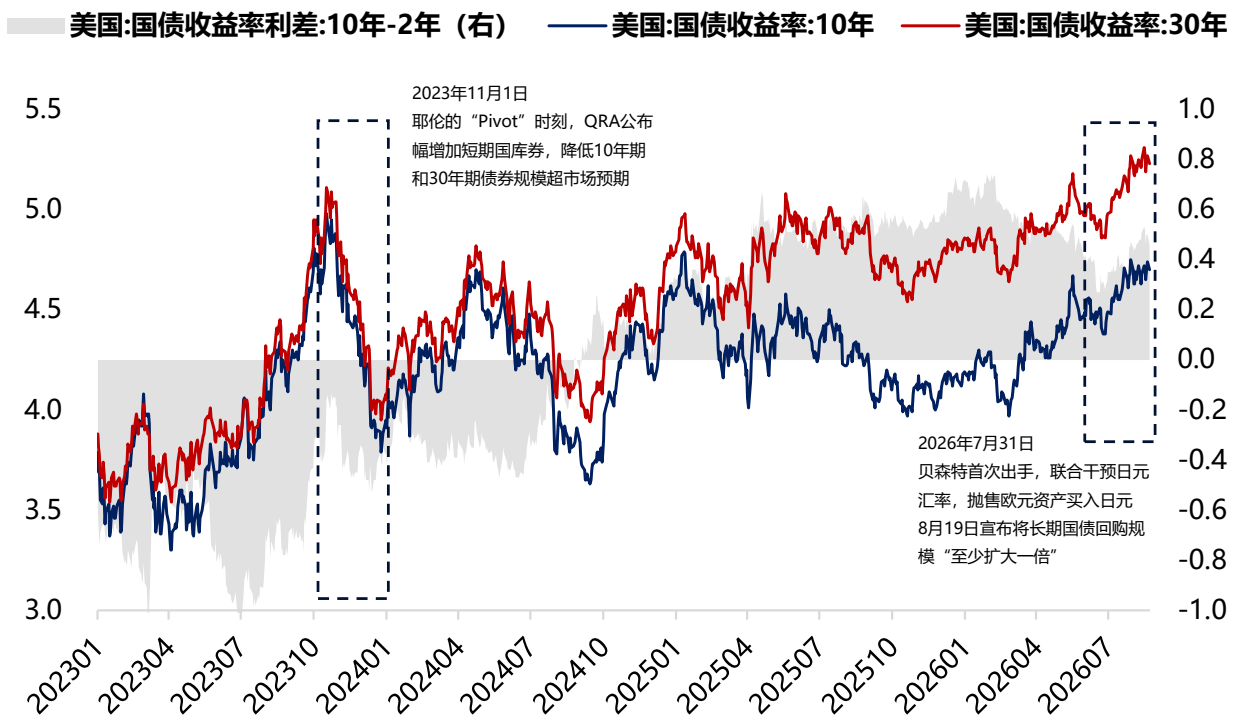
仅供内部参考，请勿外传

美国财政：2023 vs 2026，耶伦Pivot vs 贝森特Put

8月初以来，贝森特对于美债态度已出现明显变化：1）在8月QRA中评估未来附息债券发行规模改为**“潜在变化（changes）。2）**7月底联合日本买入日元，**1998年以来美国首次参与外汇市场干预。3）**积极推动扩大美联储的FIMA回购工具，**传递出”无限子弹“信号；4）8月19日宣布将10—30年期国债单次回购上限翻倍至40亿美元。2023年10月耶伦面临相同困境。**10 年期从4% 冲至5%，耶伦也进行了债市干预：**下调 Q4 借款预期760亿美元，11月QRA长债拍卖低于预期并转向短债融资。效果立竿见影，10 年见顶回落，TLT 单月大涨。**

对比耶伦时刻，贝森特干预效果“一日游”的核心原因：回购规模杯水车薪、调整债务期限结构并未解决根本赤字难题、联储政策不明。

图表7：耶伦和贝森特干预美债对比



	耶伦（2023年10月）	贝森特（2026年7—8月）
宏观背景	美债总额约**$33万亿**；10年期收益率从4%飙至5%；市场担忧债务上限僵局后的供给洪峰	美债总额突破**$40万亿**；30年期触及5.33%（2007年以来新高）；叠加AI公司债发行潮与地缘冲突常态化
核心操作	**发行端腾挪：**下调 Q4 借款预期 760 亿美元；QRA 长债拍卖低于预期，融资转向短债	**二级市场回购：**美日联合汇市干预；QRA 发债措辞从 “增加” 改 “变化”；长债回购从20亿美元翻倍至40亿美元
操作逻辑	**结构性分流：**通过改变新债发行期限结构，减少长端供给压力，同时利用逆回购资金承接短债	**直接价格干预：**通过财政部下场买入存量长债，人为压低收益率曲线长端，辅以 “贝森特看跌期权” 威慑空头
财政端VS货币端	加息尾声，鲍威尔政策路径清晰，财政部与美联储形成 “短债吸收流动性、长债稳定预期” 的配合	财政部买债行为与沃什 “淡化前瞻指引、让市场做紧缩” 的立场直接冲突
公开表态	淡化风险，称收益率飙升 **“反映经济强劲而非财政担忧”**	称回购为 **“财政部扭转操作”**，并表示 “赤字或许已见顶”
市场效果	**相对有效**：调整融资目标后长债收益率明显回落，市场信心较快企稳	**一日游行情**：公告后30年期仅短暂回落至5.183%，**两天内即反弹**至5.276%；市场视干预为做空窗口
核心因素	美联储逆回购池子充裕（仍有$1万亿+）发行结构调整有充足 “蓄水池” 承接	债务存量过大、AI融资挤出效应、海外官方持续减持，$40亿回购相对$32.3万亿体量杯水车薪

数据来源：Wind，彭博，财通证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

美国财政：贝森特的工具箱里还有什么？

当前贝森特仍有多个工具可选，**本质上是动用各种工具来替代或补充美联储传统的货币宽松。中期维度来看大概率能压制长端利率趋势性上行。**

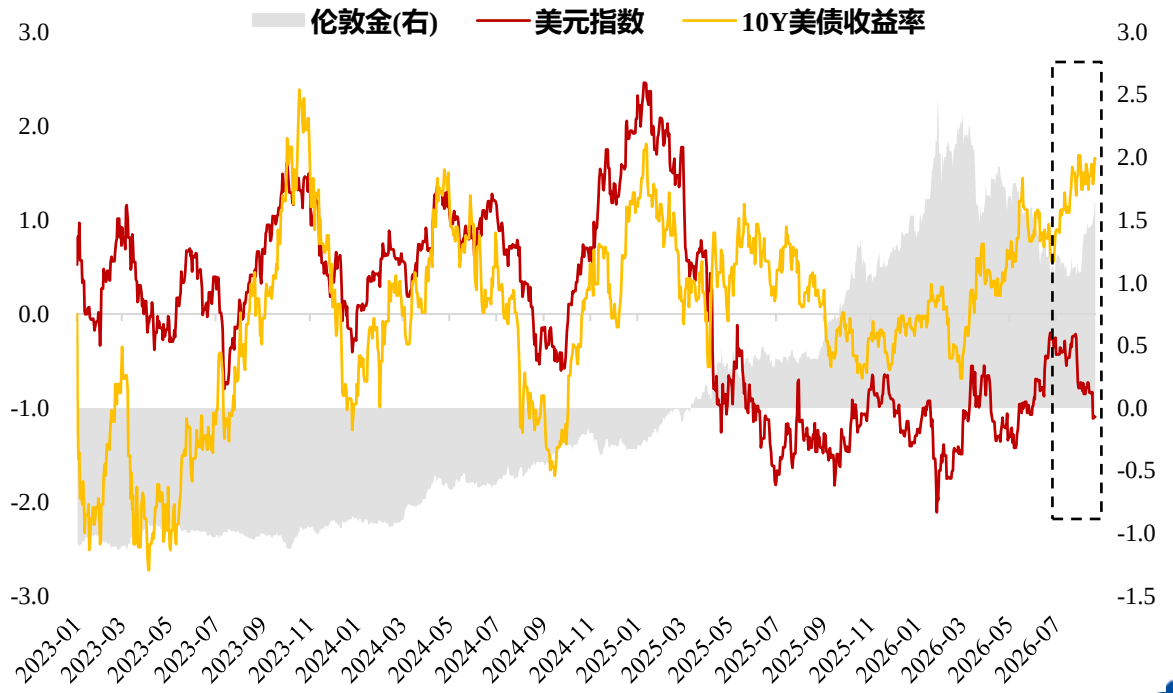
按照难易程度和对市场影响的深浅，可能潜在动用的工具包括五个方面：1）调整债务结构，控制供给端是最直接的方式；2）启动TGA资金回购，但只是时间置换；3）跨部门与国际协调工具，参考FIMA；4）与美联储协同，取决于沃什；5）缩减赤字，当前贝森特与预算管理局推动财政整顿。

对于资本市场而言，贝森特强行压低长端收益率的干预行为，本质上是触发了“特里芬难题”在财政端的翻版，美元面临单边大幅贬值风险。

图表8:贝森特潜在工具

债务结构与发行管理	TGA资金回购	跨部门与国际协调工具	美联储协同	缩减赤字
定向缩减长债发售规模，关注11月QRA	降低或平滑TGA目标，只能用于应对阶段性市场压力	进一步释放银行和一级交易商的资产负债表，4月生效的eSLR改革放松了对大型银行的杠杆约束	联储与财政配合的扭曲操作，财政部少发长债、多发短债；美联储针对性买长债、减少短债持仓	贝森特提及已联合预算管理局推动财政整顿，缩减开支
规模化美债回购与“财政版本扭曲操作”	把部分多余TGA现金投入隔夜国债回购，TBAC从5月起已正式讨论这一机制	海外央行流动性支持与汇率干预，参考此前提及的FIMA	QE或YCC	
当前主要集中在流动性较差的旧券，下一步可能扩散回购范围、提升回购频率等操作常态化				

图表9：8月干预债市以来，美元与美债走势背离，黄金受益



数据来源：Wind，彭博，财通证券研究所

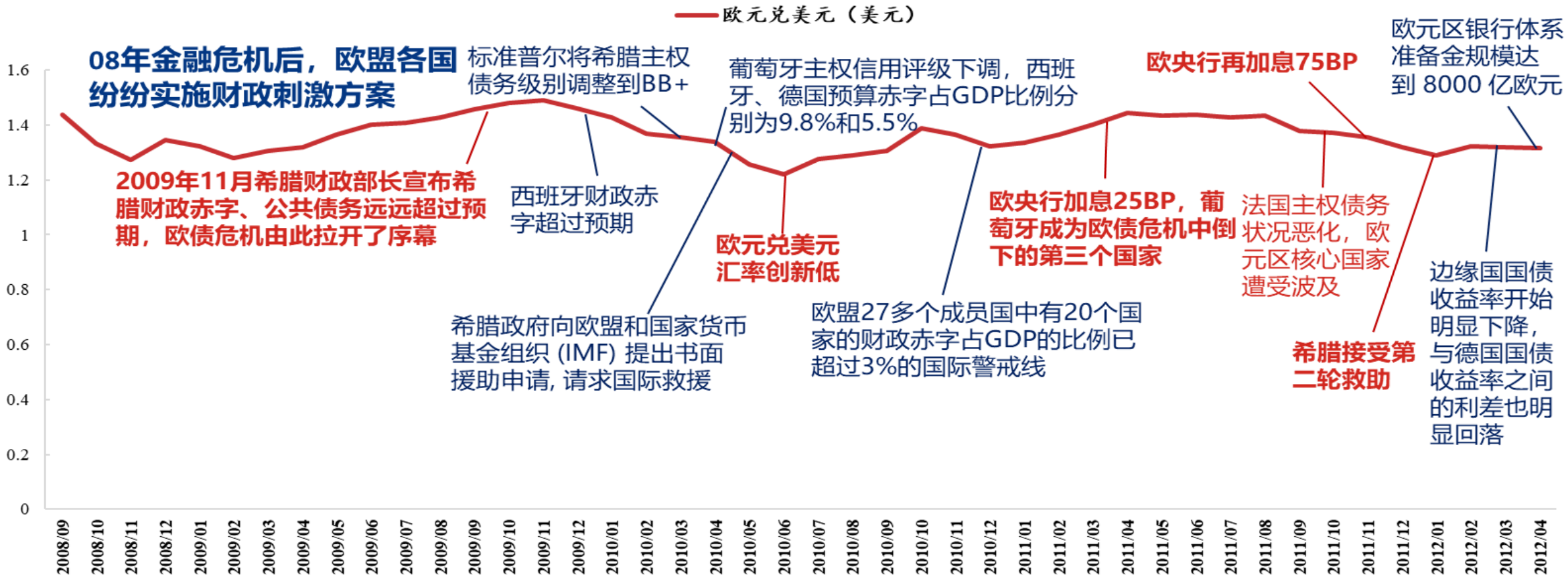
仅供内部参考，请勿外传

利率向上的长期潜在风险：流动性紧缺或引发债务危机(如欧债危机)

财通证券 CAITONG SECURITIES

欧债危机呈现“多米诺”效应。

图表10：欧债危机的演进历程：债务评级调整是指令枪



数据来源：Wind，财通证券研究所

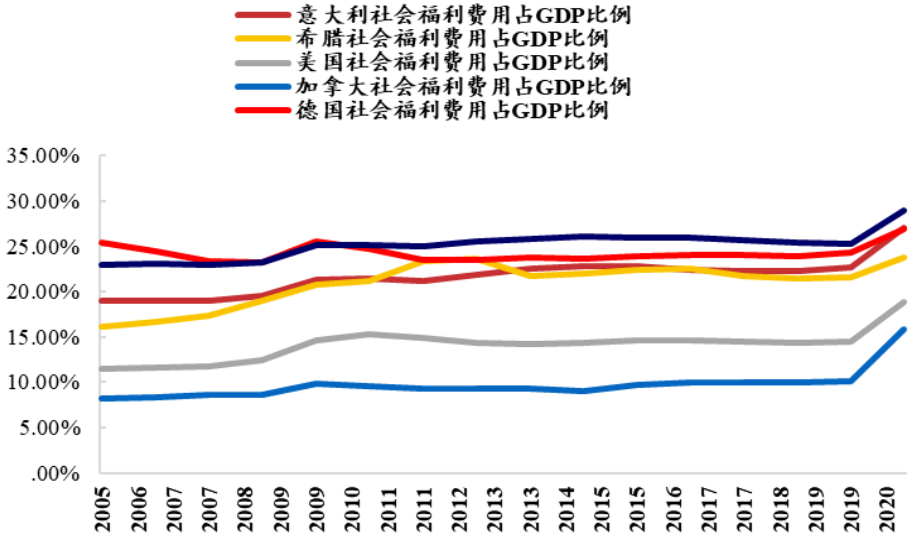
仅供内部参考，请勿外传

欧债危机经验：欧洲边缘地区债务危机风险最大

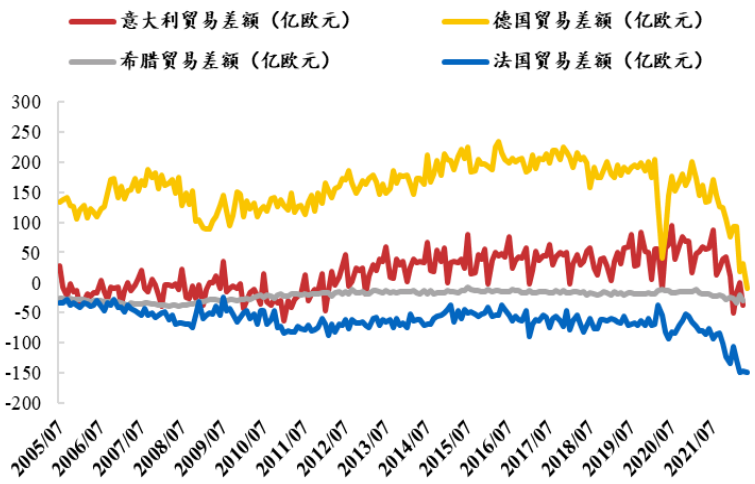
欧债问题的核心矛盾在于欧元区货币统一，但财政不统一。

- 高福利支出迫使欧洲各国高度依赖发债，以意大利和希腊为例，两国在2009年社会福利支出占GDP比重高达21%，是美国和加拿大的两倍。此外，欧元区边缘国家产业结构不平衡，不得不通过举债来拉动投资、刺激消费。因此，欧债带来的偿债压力骤升不可避免的率先出现在高福利、高财政赤字的边缘国。
- 加入欧元区给予了希腊等边缘国一定的背书，使其能够以低成本“搭便车”的方式来扩大财政赤字。在2010年欧债爆发之前，经济状况欠缺的南部国家与经济发展完善的北部国家在10年期国债的收益率水平都为5%左右，显示了市场对于欧元区“莫须有”的信心。

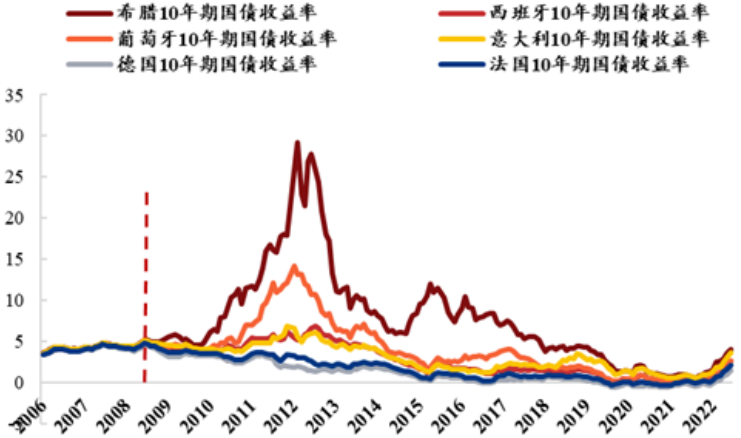
图表11：欧洲福利支出是美国和加拿大的2倍



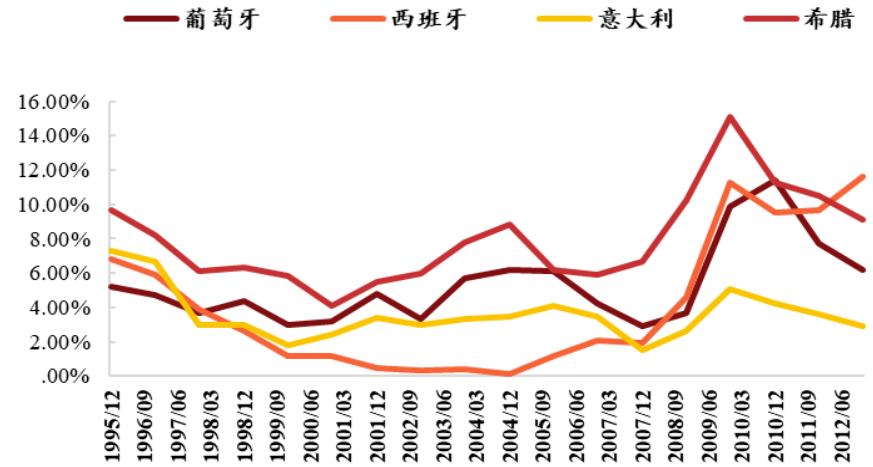
图表12：欧元区边缘国长期存在大规模贸易逆差



图表13：欧债危机前，欧元区国家信用相近



图表14：边缘国财政支出比例久高不下



数据来源：Wind，财通证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

欧债危机经验：财政失控和外债压力加速债务危机爆发

在无法通过货币政策来调控经济的背景下，欧元区边缘国只能依赖财政刺激，最终导致债务“滚雪球”失控。

- 欧央行在优先考虑到欧元贬值的情况并不会出手稳定金融环境。但随着欧债影响范围的扩大，欧央行在2011年底不得不充当“最后贷款人”的角色。以德国为例，德意志联邦银行通过欧央行的TARGET-2系统提供了近5000亿欧元的贷款，以此来降低欧元区重债国银行的偿付压力。

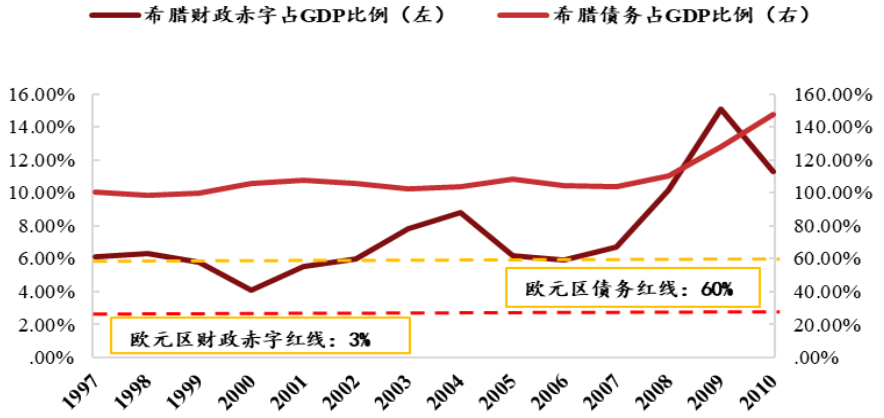
国际资本在欧债中起到了“推波助澜”的作用。

- 希腊以欧元兑美元1比1的汇率与高盛签订货币掉期交易（当时欧元兑美元汇率大致为1：0.9），以此为希腊政府掩饰了一笔高达10亿欧元的公共债务，使希腊赤字从账面上看仅为GDP的1.5%（实际为4.1%），希腊账面上符合成为欧元区成员国的标准，2001年加入欧元区。但是财政作假仅仅只能掩盖问题，债务本身并不会消失。相反，希腊不得不制造更多的货币掉期交易掩饰债务和赤字，这加重了希腊的债务负担，使希腊深陷债务漩涡无法自拔。

图表15：欧洲央行针对欧债危机的应对措施

时间	应对政策
2010.06	欧盟联合 IMF 创立 4400 亿欧元欧洲金融稳定基金（EFSF），正式开始救助计划
2011.11.3-2011.12	2011 年 11 月、12 月，；欧央行连续两次降息，欧元区基准利率重回 1%；提出 LTRO 操作向 523 家欧元区银行提供了三年期 4891 亿欧元的贷款 2011 年 11 月 3 日，欧央行宣布新的担保债券购买计划（CBPP2），将通过欧元体系央行直接购买 400 亿欧元区债券 欧央行及美国、加拿大、英国、日本、瑞士等国央行宣布将现有的临时性美元流动性互换安排定价下调 50 个基点，新利率为美元隔夜指数掉期利率（OIS）加 50 个基点，该协议从 12 月 5 日起执行，互换操作延长至 2013 年 2 月 1 日
2012.02-2012.03	欧央行宣布扩大法、意、澳、葡、西和爱尔兰、塞浦路斯央行的抵押品范围到信贷资产 欧央行进行了第二轮 LTRO 操作——以 1%的利率向欧元区 800 多家金融机构提供总额为 5295 亿欧元的三年期低息贷款 宣布再次接受希腊政府发行和担保的债券作为欧元体系货币政策操作的抵押品，希腊债券可不适用对抵押品的最低评级要求
2012.06.22	进一步放宽欧元体系合格抵押品资格标准，包括发行和存续期间均获得 A 以上评级的汽车贷款、租赁和消费金融类资产支持证券及商业抵押贷款支持证券（CMBSs），以及发行和存续期间均获得 BBB 以上评级的居民抵押贷款支持证券（RMBSs）、中小企业贷款支持证券，汽车贷款、租赁和消费金融类资产支持证券和商业抵押贷款支持证券
2012.07	欧央行再次下调基准利率至 0.75%，达到历史最低水平，首次将存款便利利率降至零，以期降低银行将资金长期滞留在欧央行隔夜存款账户的激励
2012.10	设立欧洲稳定机制（ESM），建立 7000 亿欧元的金融稳定基金，向陷入债务困境的欧盟成员国提供救助，消除欧债尾部风险

图表16：希腊难顶债务压力，自爆财务作假



数据来源：Wind，中国人民银行，财通证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

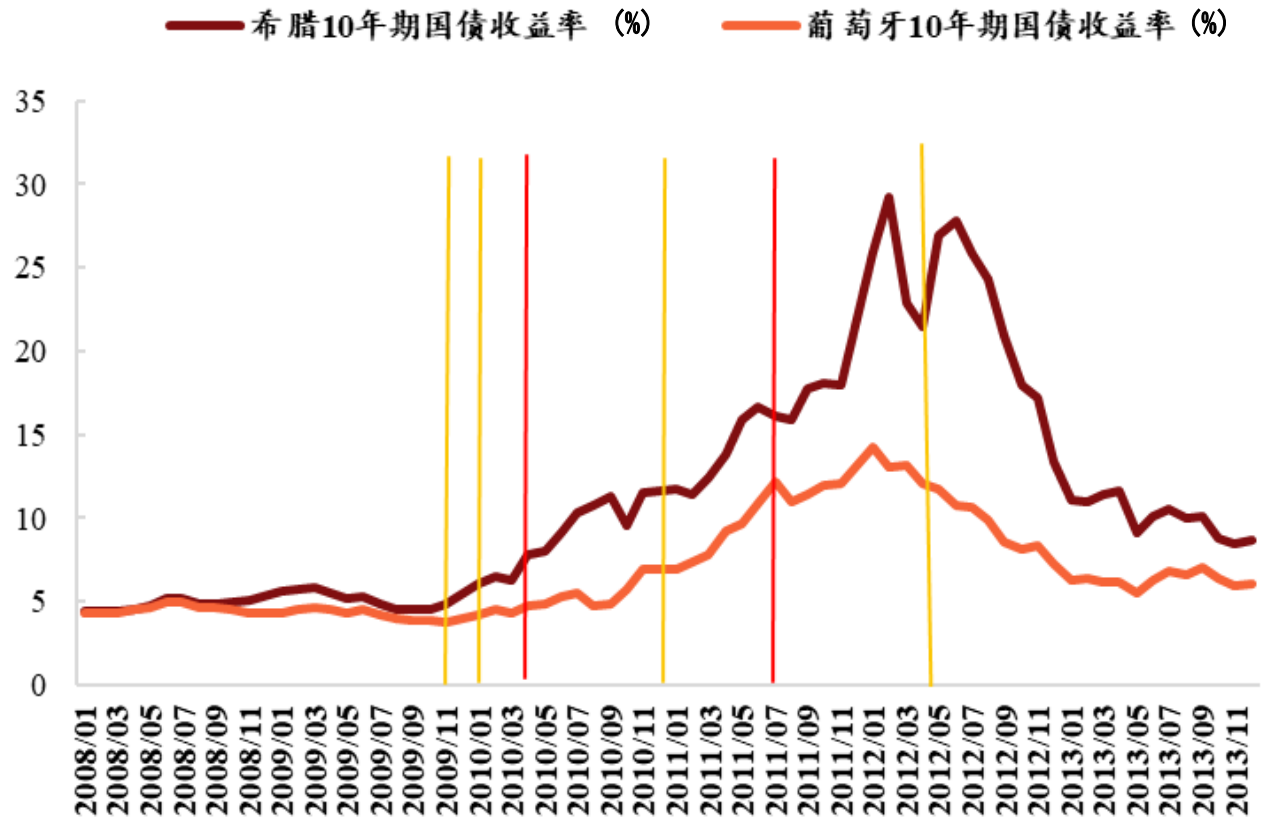
欧债危机经验：信用评级下调和加息，将进一步增加债务危机风险

财通证券 CAITONG SECURITIES

信用评级下调和欧央行加息是2010年欧债危机加剧的重要推手。

- 如果我们以希腊和葡萄牙10年期国债收益率在欧债危机期间的表现为例，四轮主权信用评级下调、两轮欧央行加息后，两个国10年期国债都出现120-160BP的跳升，是流动性挤兑加剧的“幕后黑手”。实际上，在2010年9月底希腊宣布财政问题时，希腊10年期国债收益率的跳升幅度仅20BP，远低于评级下调期间。
- 此外，欧洲央行误判形势，过早收紧货币政策，为欧债危机再添一把火。2011年4月，欧洲央行决定结束对边缘国的紧急救助，将存款便利利率由0.25%提高到0.50%，并在7月再次加息至75BP，致使希腊国债收益率飙升至30%左右，升高约50%。

图表17：希腊难顶债务压力，自爆财务作假



数据来源：Wind，财通证券研究所；
注：黄线为评级下调时间，红线为加息时间

仅供内部参考，请勿外传

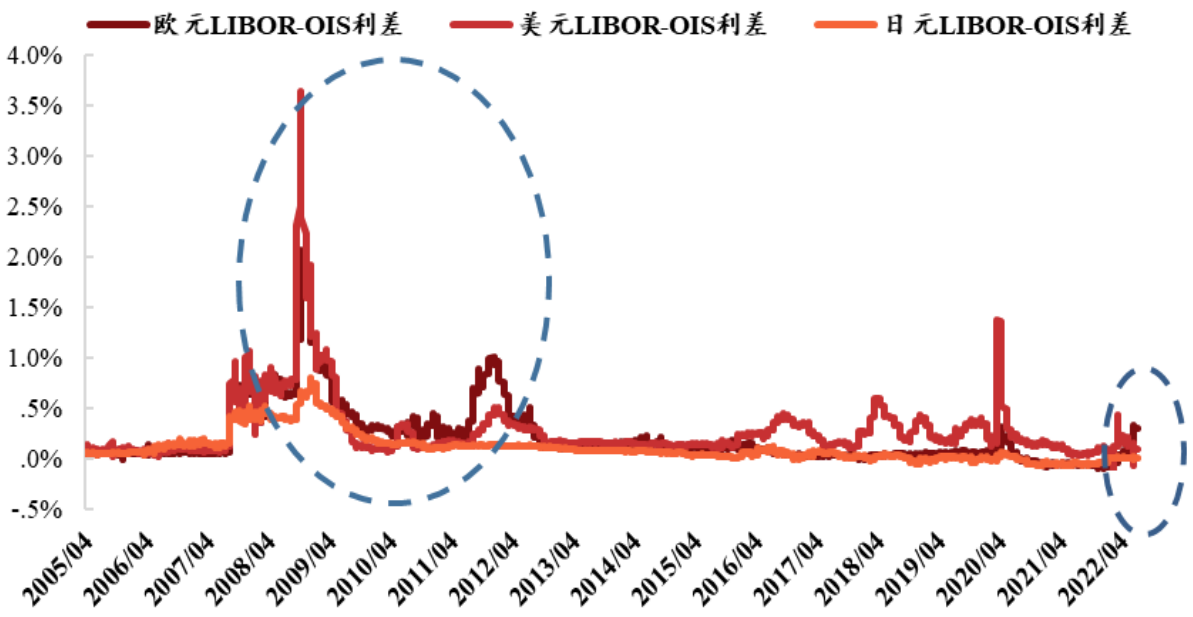
欧债危机经验：跟踪信号，关注流动性指标和信用指标预警

财通证券 CAITONG SECURITIES

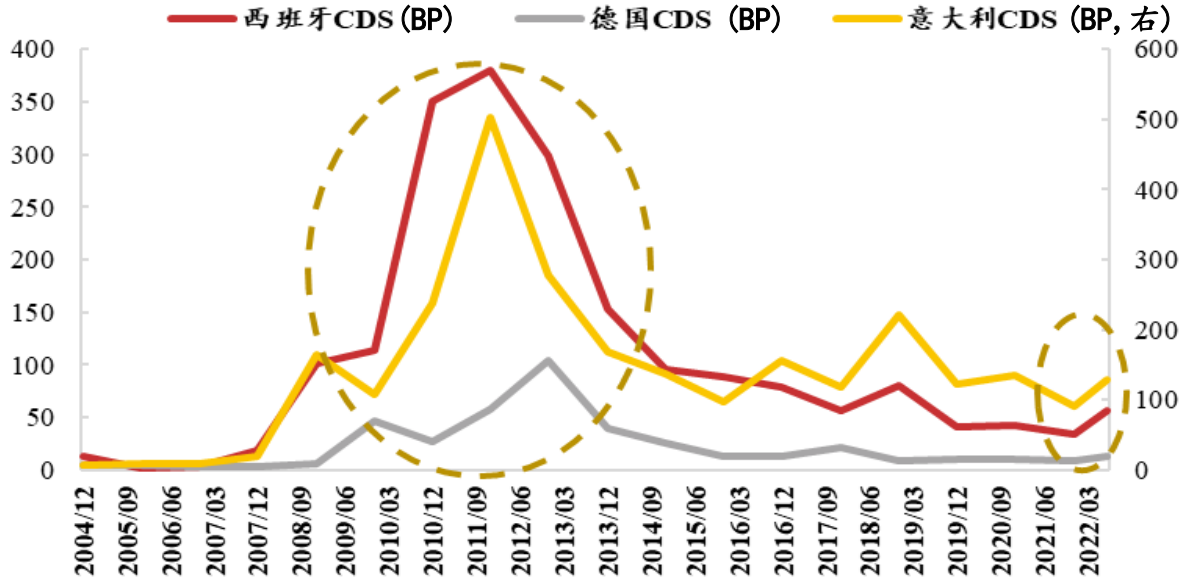
由于欧债问题本质上由信用违约和流动性挤兑造成的，流动性指标与信用指标具备一定示警作用。

- **流动性指标：**例如欧元LIBOR-OIS利差逼近0.5%时应该引起警惕，可能存在银行间流动性不足导致的连锁债务风险暴露。
- **信用指标：**例如当信用违约互换利率CDS高于150，预示着市场对于主权信用风险产生担忧。
- **欧元区核心国家与边缘国家的利差走阔至300BP：**例如利差逐渐逼近2010年欧债危机时期的300BP，应加以警觉。

图表18：欧元区流动性指标



图表19：欧元区信用指标CDS



数据来源：Wind，Bloomberg，财通证券研究所；

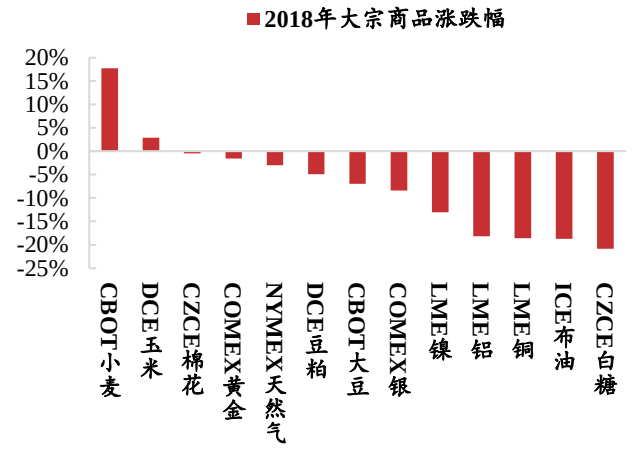
仅供内部参考，请勿外传

新兴市场债务危机经验：通胀压力和汇率贬值是债务压力传导链

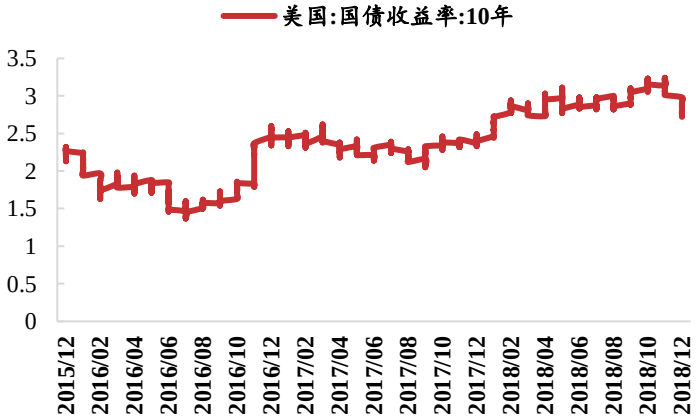
财通证券 CAITONG SECURITIES

内部角度，美元升值带来的输入型通胀；外部角度，美联储加息通过外贸和外债两个维度对新兴市场产生冲击。2018年那轮的加息经验如下：

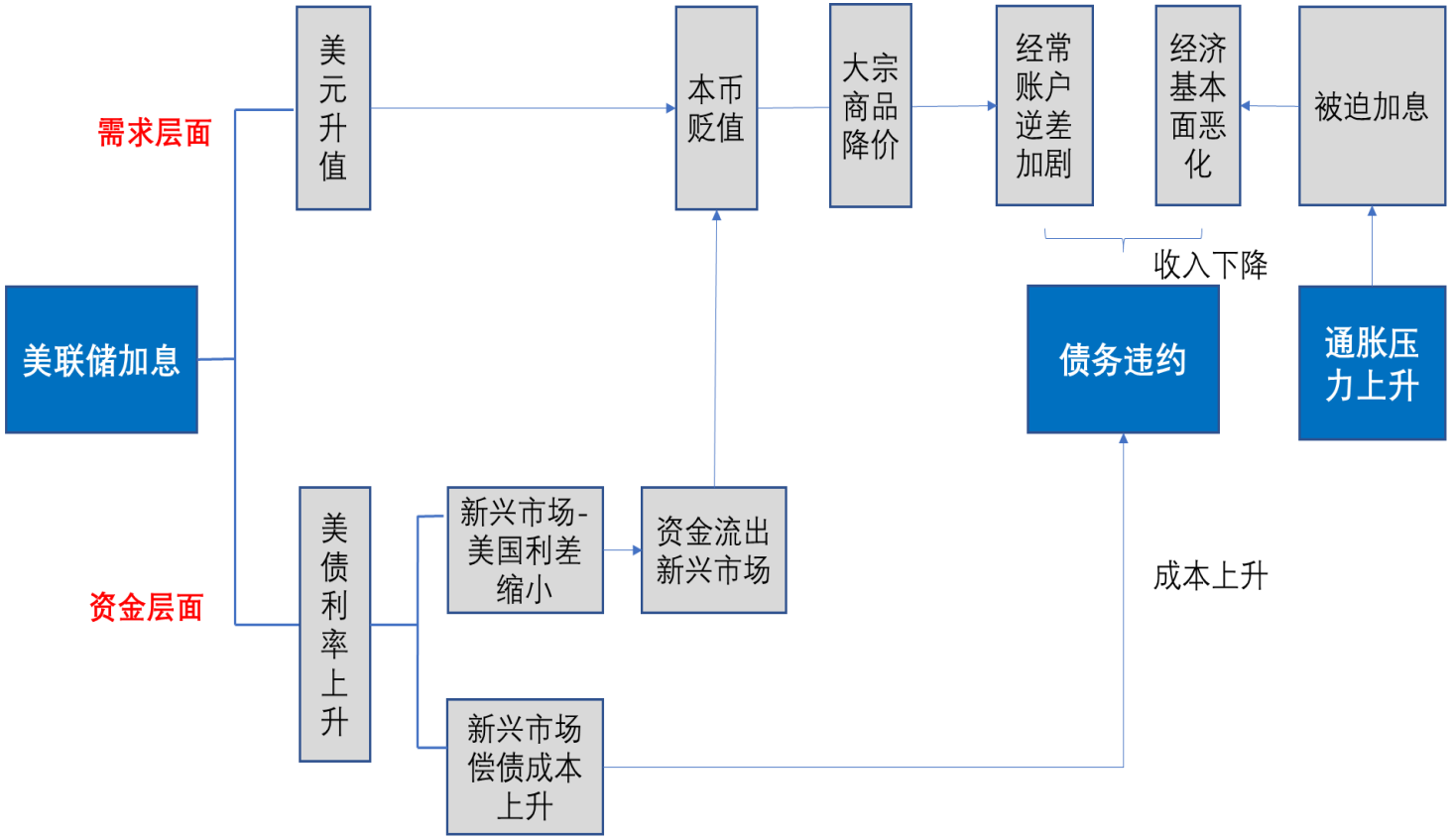
图表20：2018年大宗商品多数下跌



图表21：美联储加息后国债利率持续提升（%）



图表22：美联储加息引发新兴市场债务危机的分析框架



数据来源：Wind，财通证券研究所；

仅供内部参考，请勿外传

新兴市场债务危机经验：外向经济债务压力相对更大

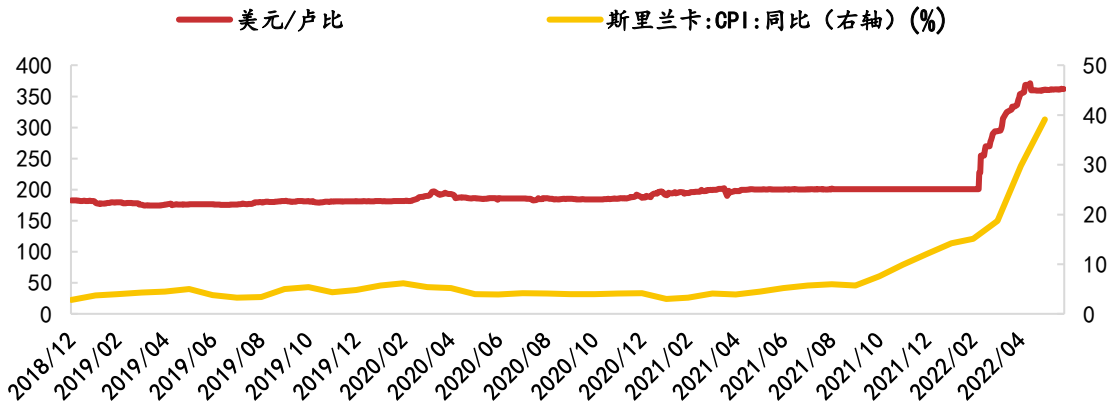
◆斯里兰卡成为2022年首个主权债务违约的新兴市场国家

◆2021年，斯里兰卡农业占GDP比重为9%，工业占比28%，服务业占比58%。其中，旅游业占GDP约10%，因此疫情对整个经济冲击较大。

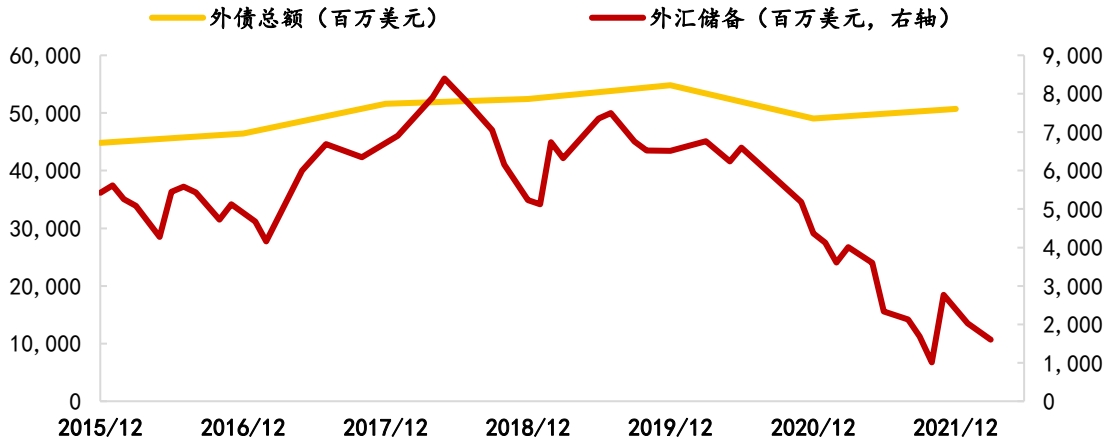
◆由于资源限制，斯里兰卡高度依赖石油、天然气等资源进口，俄乌冲突带来的资源价格飙涨推升了斯里兰卡的上游成本，导致外汇储备大幅下降。

◆根据IMF发布的数据，2021年GDP为825亿美元，外债总额高达507亿美元，占比61.45%，而外汇储备仅为28亿美元。

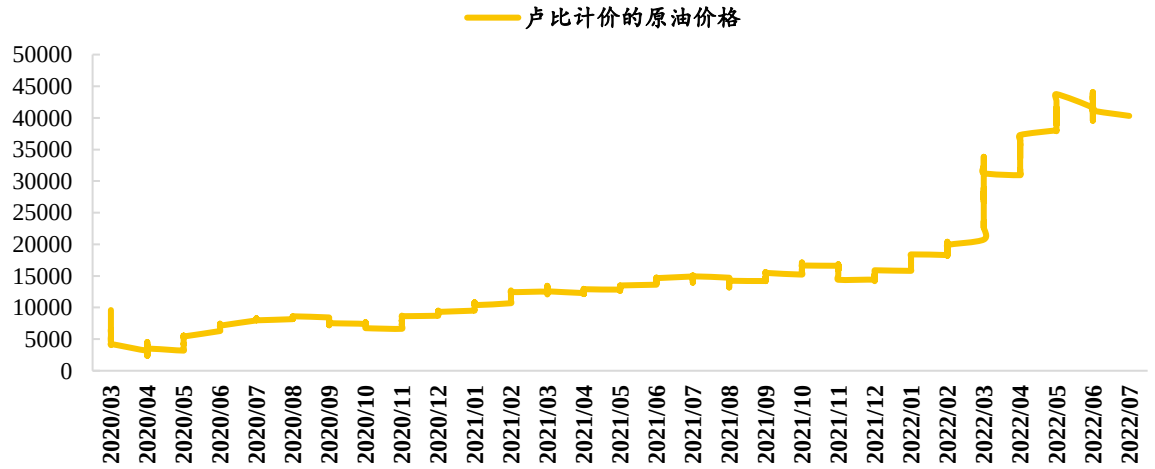
图表23：斯里兰卡自2022年出现通胀和贬值



图表24：2021年外债总额高达507亿美元



图表25：卢比计价的原油价格显示原油输入型通胀



数据来源：Wind，财通证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

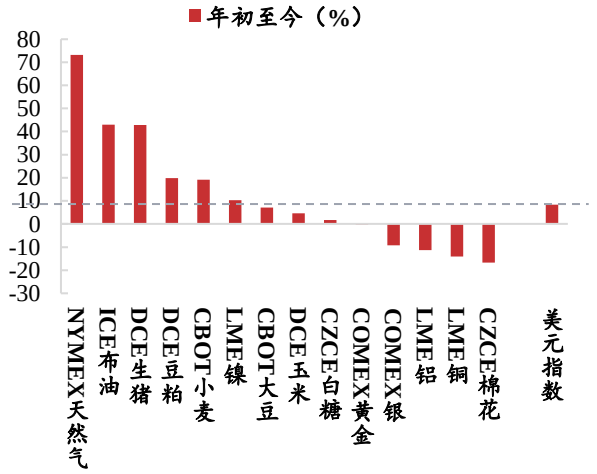
新兴市场债务危机经验：大宗商品涨价可能对冲美元升值影响

◆美元升值并没有导致阿根廷经常项目逆差扩大，原因在于大宗商品自2022年以来大幅上涨，多数品种涨幅超过美元指数上升幅度。

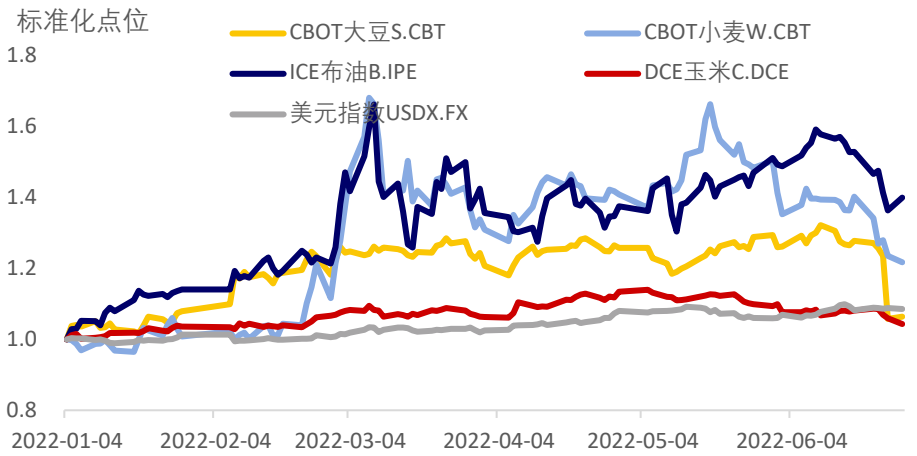
◆美元升值导致以美元定价的大宗商品降价逻辑传导失败，大宗商品涨价对冲美元升值影响，贸易顺差。

◆展望未来，大宗商品价格回落，贸易顺差持续性承压，债务规模庞大，违约风险提升。

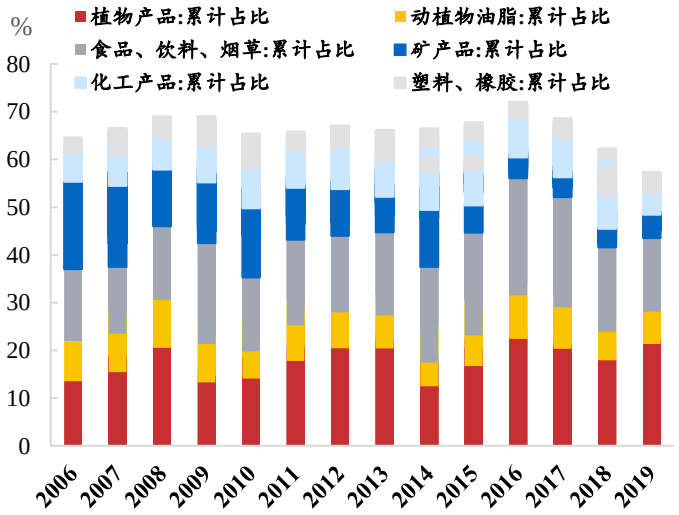
图表26：多数大宗商品涨幅超过美元指数上升幅度



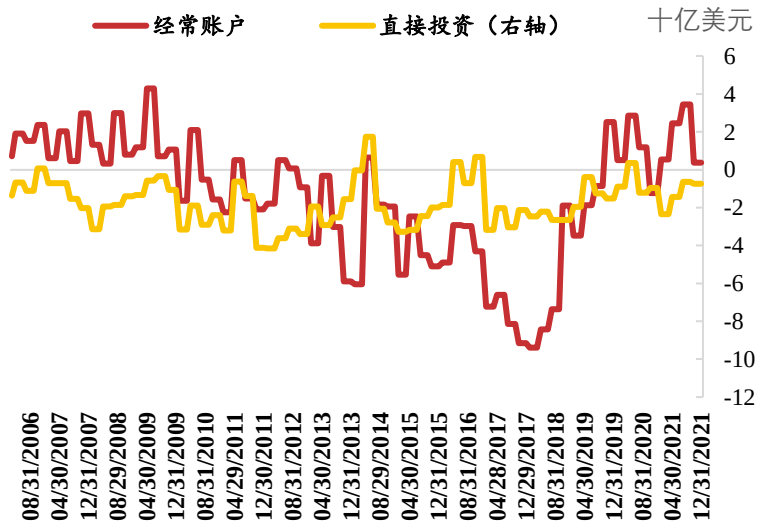
图表27：多数大宗商品涨幅超过美元指数上升幅度



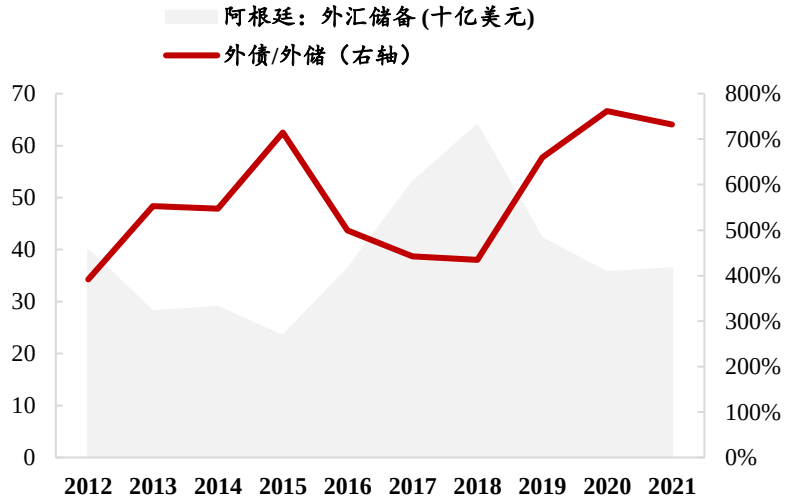
图表28：主要出口产品为农产品



图表29：汇率贬值资金流出，但经常账户顺差



图表30：外汇储备下降，难以支撑庞大的对外负债



数据来源：Wind，财通证券研究所

目录

01. 市场研判：利率高位与债务危机经验复盘

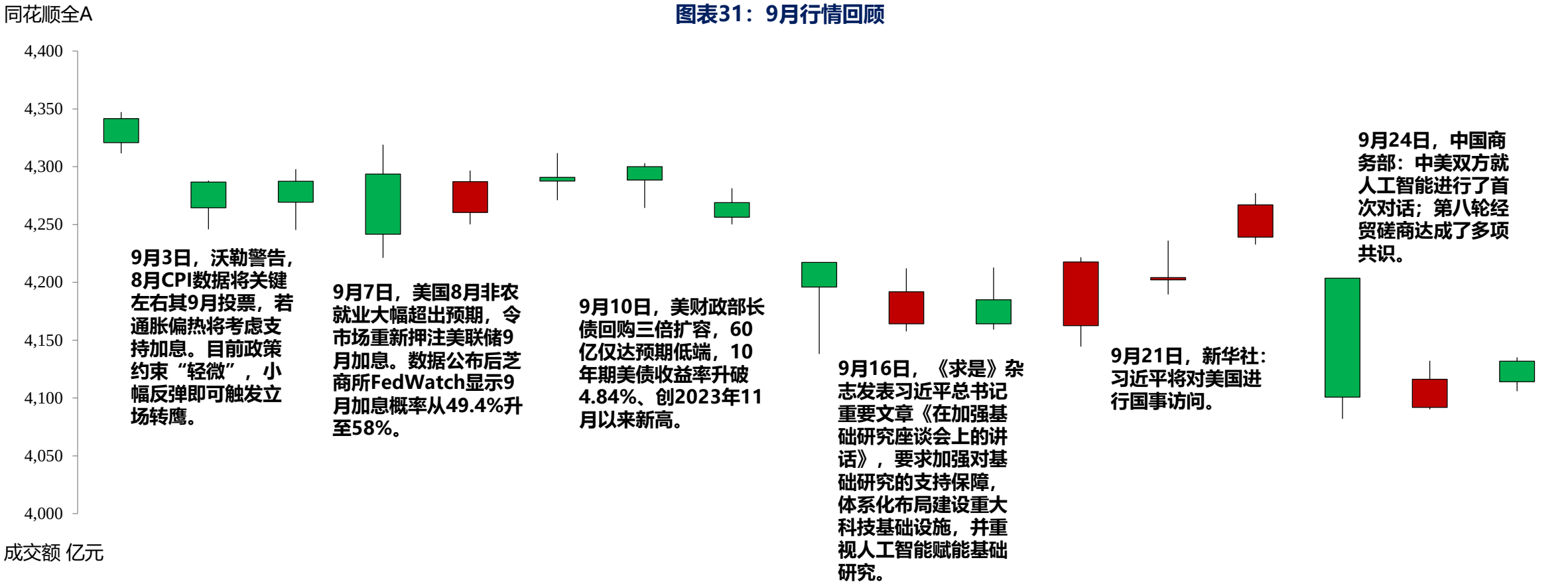
02. 市场回顾：海外流动性反复扰动，大金融领涨

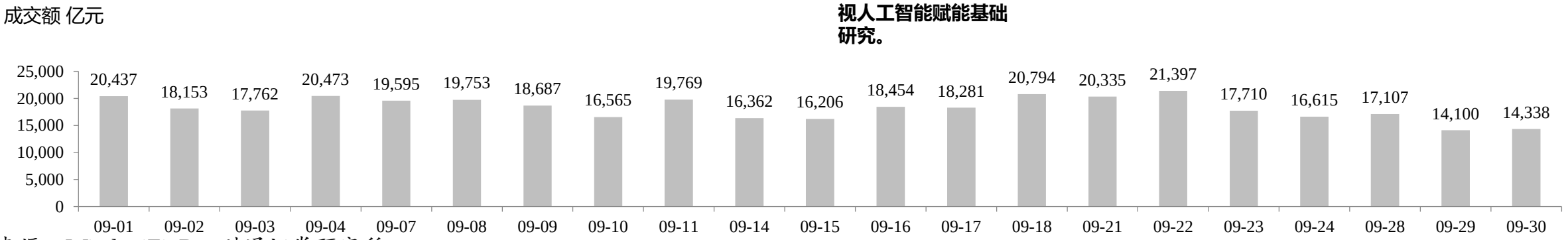
03. 宏观经济：美国景气韧性+利率限制性，中国景气回暖+延续宽松

04. 市场追踪：可选和硬科技拥挤度抬升

9月市场回顾：海外流动性反复扰动

图表31：9月行情回顾





数据来源：Wind，iFinD，财通证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

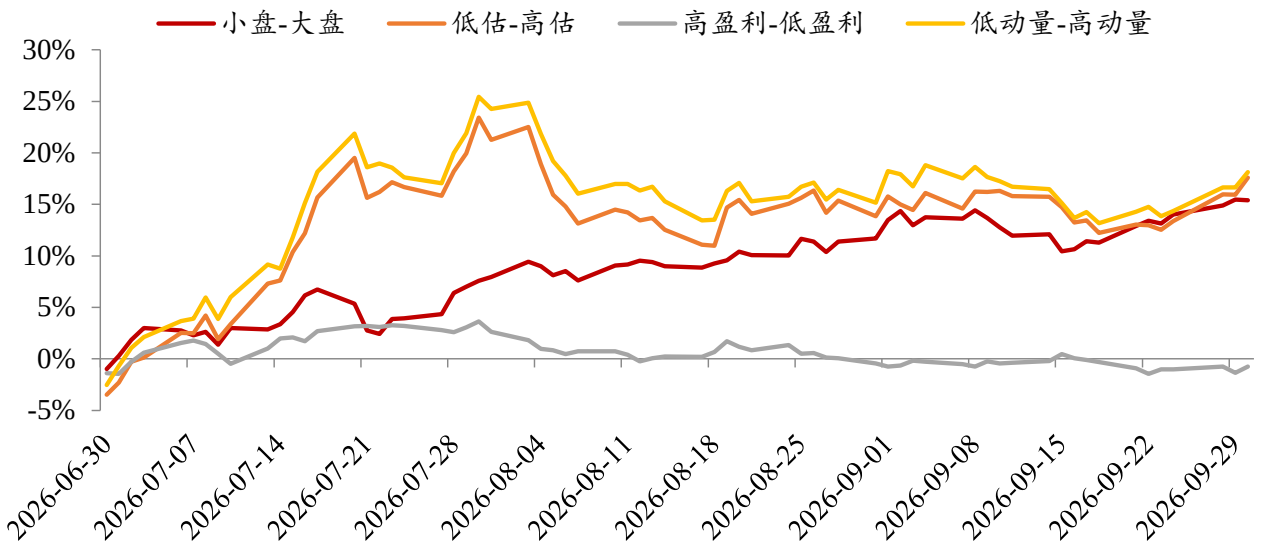
9月行业和风格回顾：大金融领涨，均衡风格占优

图表32：9月行业表现排名



图表33：9月风格表现排名

月度收益率	小盘风格	中盘风格	大盘风格	平均表现
价值风格	-2.1%	-3.2%	-2.7%	**-2.8%**
均衡风格	-0.6%	-3.5%	-5.0%	**-4.3%**
成长风格	-3.2%	-4.9%	-6.7%	**-6.2%**
平均表现	**-1.9%**	**-4.3%**	**-5.8%**	**-3.5%**



数据来源：Wind，财通证券研究所

10月政策回顾：房地产托底政策加码

图表34：10月政策大事回顾

日期	部门/文件	政策
2026/9/7	农业农村部等六部门	农业农村部、中央农办、国家发展改革委、财政部、中国人民银行、金融监管总局印发《坚持农业农村优先发展 完善乡村振兴投入机制实施方案》。方案提出，强化政府资金优先保障。优先保障农业农村领域一般公共预算投入，优化投入结构、重点和方式，按规定落实好土地出让收入用于农业农村相关政策。加大对粮食主产区的利益补偿力度，实施粮食产销区省际横向利益补偿，完善产粮大县奖励政策，进一步提高财政补贴精准性，切实保护农民种粮和地方政府抓粮积极性。
2026/9/18	北京市经济和信息化局等	北京市经济和信息化局、北京市发展和改革委员会关于印发《北京市加快词元经济发展的行动方案（2026—2028年）》。其中提到，推动关键核心技术攻关。加快基础模型技术迭代，提升模型智能上限水平。推动模型与芯片适配调优，支持推理专用芯片、模型轻量化、边缘端部署等技术攻关，高水平建设、调用智算资源，全面提升词元生产能力。
2026/9/24	北京市住建委等部门	北京市住房城乡建设委、市规划自然资源委、国家金融监督管理总局北京监管局、市住房资金管理中心联合印发了《本市贯彻落实<关于完善商品住房销售制度的通知>的实施意见》，自2026年9月24日起施行。《实施意见》明确了六方面政策措施。
2026/9/28	上海金融监管局等四部门	上海金融监管局等四部门联合印发《关于贯彻落实〈关于完善商品住房销售制度的通知〉的实施意见》，自2026年9月28日起施行。《实施意见》主要包括加强预售管理、实施现房销售、推行主办银行制度、加大融资支持力度、优化土地供应管理以及做好质量监管和市场秩序规范等6个方面的政策措施。
2026/9/28	国常会	李强主持召开国务院常务会议。会议指出，推出一批务实管用的增量政策，优化财政支出安排，用好地方政府债务结存限额，综合运用并适时调整货币政策工具，增加科技创新和技术改造、支农支小等再贷款额度，研究出台稳定房地产市场、促进就业增收等政策措施。要上下协同合力稳投资，高质量做好项目准备，激发民间投资活力，加强投资项目要素保障，提高投资审批效率。要继续研究储备提振内需的政策举措，谋划更多带动性强的工作抓手，完善相关配套措施，鼓励有条件的地方先行先试。
2026/9/29	央行	中国人民银行在充分发挥各项存量政策效能的基础上，决定进一步调整完善几项货币政策工具。 一是下调抵押补充贷款（PSL）利率0.25个百分点。一年期抵押补充贷款利率从1.75%降至1.5%，更好激励政策性银行支持实体经济、服务国家战略。 二是扩大抵押补充贷款支持领域。将水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等“六张网”建设纳入抵押补充贷款支持领域，引导政策性银行加大对“六张网”建设的金融支持，助力扩大有效投资，深入挖掘内需潜力。 三是增加科技创新和技术改造再贷款额度2000亿元，并将该项再贷款支持比例统一从60%提高至100%。调增后，科技创新和技术改造再贷款额度从1.2万亿元增至1.4万亿元，且支持比例更高，有助于引导银行加大对中小科技型企业贷款投放，更好地支持企业扩大重点领域设备更新投资。 四是增加支农支小再贷款额度5000亿元，其中民营企业再贷款额度增加3000亿元。调增后，支农支小再贷款和再贴现额度从4.35万亿元增至4.85万亿元，其中民营企业再贷款额度从1万亿元增至1.3万亿元，将进一步激励地方法人银行加大对涉农、小微企业，尤其是中小微民营企业的信贷支持。
2026/10/8	央行	10月8日，中国人民银行发布关于人民币汇率的政策立场。中国人民银行强调，中国实施以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持让市场在汇率形成中发挥决定性作用。
2026/10/10	证监会	10月10日，中国证监会党委书记、主席吴清在北京召开座谈会，与部分上市公司负责人、证券基金机构专家深入交流，就当前资本市场和金融形势充分听取意见建议。座谈会上，大家一致认为，我国宏观经济稳中向好，产业结构转型持续深化，资本市场运行总体稳健，多层次市场功能有效发挥，虽然面临一些风险挑战，但高质量发展的态势不会改变，对经济运行和资本市场充满信心。

数据来源：华尔街见闻等，财通证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

10月事件展望：国内外宏观大事日历

图表35：10月国内外宏观事件数据公布展望

周日	周一	周二	周三	周四	周五	周六
11	12	13	14	15	16	17
	京东2026年“双11”定档10月12日 欧盟各国外长举行会议，讨论俄乌冲突、中东局势 2026年诺贝尔经济学奖公布	千问新一代AI眼镜现货发售 半导体产业旗舰展会SEMICON West 2026举行 美联储理事沃勒发表讲话	美国对中国船舶征收额外港口费 中国9月CPI&PPI同比 中国9月出口同比(按美元计)	传音控股港股IPO上市交易 欧洲理事会会议，或讨论对华贸易立场 淘宝天猫“双11”活动开启	iPhone Duo开启预售 美联储主席沃什将在IMF发表讲话	
18	19	20	21	22	23	24
	中国9月规模以上工业增加值同比 中国9月社会消费品零售总额同比 中国1至9月全国房地产开发投资 中国三季度GDP同比	中国10月五年期贷款市场报价利率(LPR) 中国10月一年期贷款市场报价利率(LPR) 英伟达GTC大会（柏林） APEC财政部长会议	2026 世界智能网联汽车大会		欧元区10月制造业PMI初值	
25	26	27	28	29	30	31
	上交所/中证指数修订上证系列指数正式实施	苹果10月第二场发布会：首款触控MacBook与新iPad mini同步亮相 以色列选举		美国FOMC利率决策 欧元区欧洲央行边际贷款利率、主要再融资利率、存款便利利率		中国10月官方制造业PMI

数据来源：华尔街见闻，财通证券研究所

目录

01. 市场研判：利率高位与债务危机经验复盘

02. 市场回顾：海外流动性反复扰动，大金融领涨

03. 宏观经济：美国景气韧性+利率限制性，中国景气回暖+延续宽松

04. 市场追踪：可选和硬科技拥挤度抬升

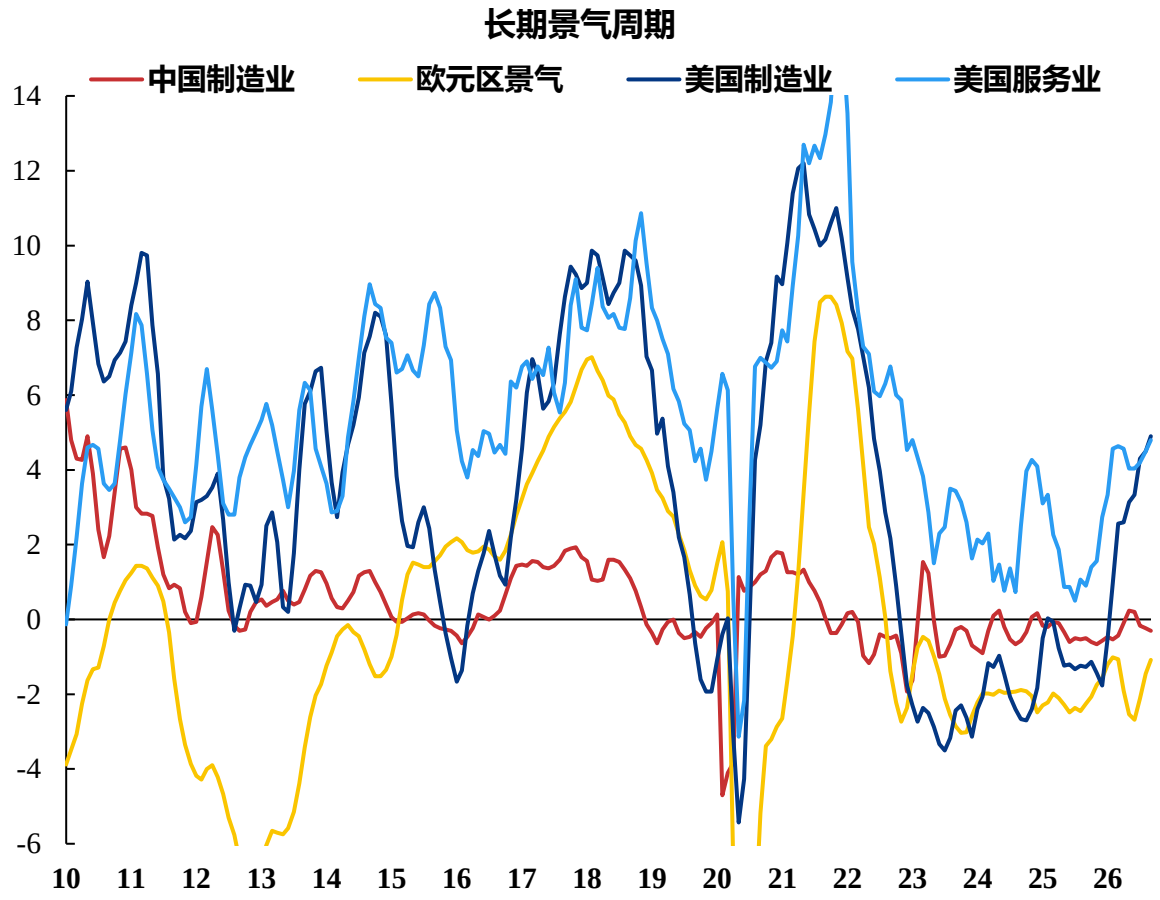
仅供内部参考，请勿外传

分子端-全球景气：中国延续弱复苏，美国较强

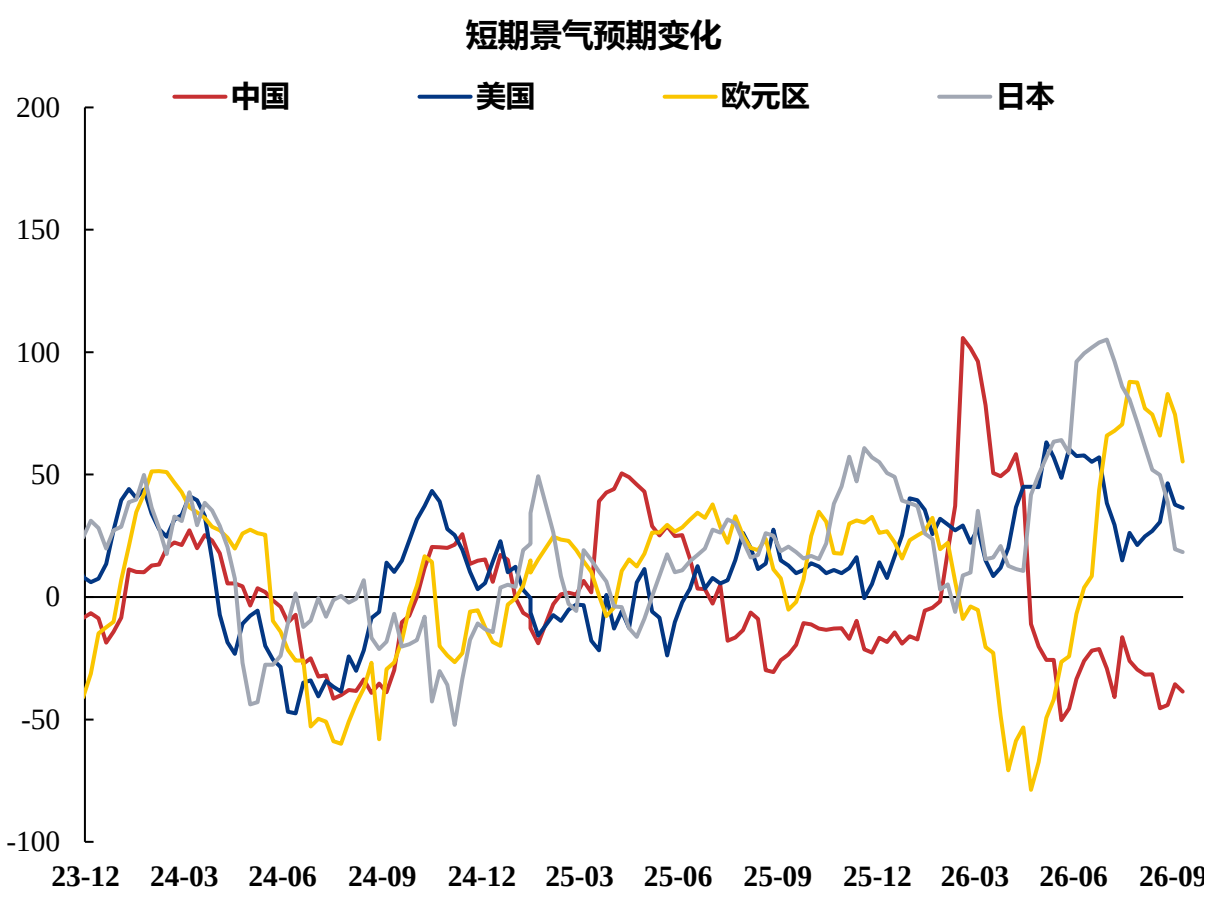
景气周期看：1）中国：Q2有所回升，Q3趋弱；**2）美国：**制造/服务都强；**3）欧洲：**延续偏弱

短期预期变化看：1）中国：5月底以来偏弱；**2）美国：**超预期；**3）欧洲：**超预期； **4）日本：**超预期幅度下降。

图表36：全球景气



图表37：全球景气预期



数据来源：Wind，iFinD，财通证券研究所；左图使用标准化后的PMI/景气指数的MA3，25对应2025年，其他年份也是依次对应，后文均采用类似形式；右图使用花旗意外指数

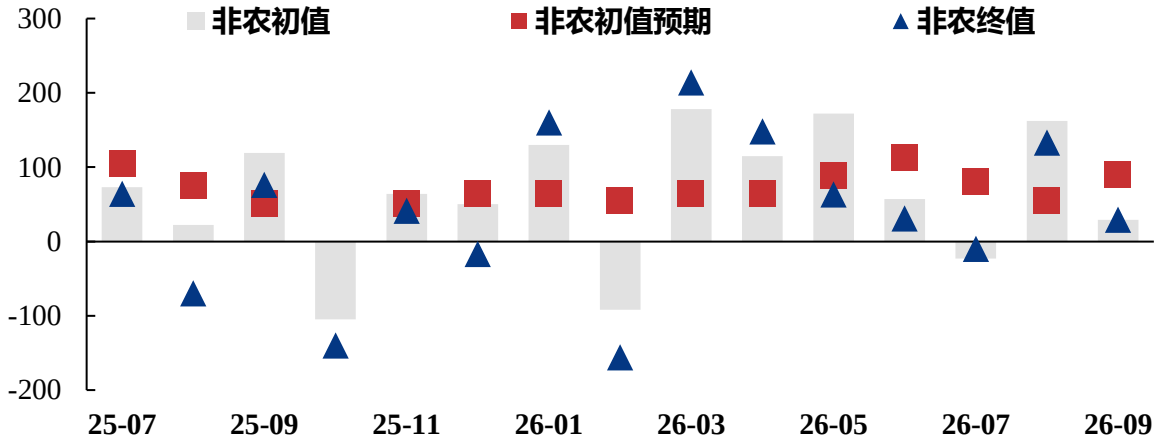
仅供内部参考，请勿外传

分子端-美国景气&零售：景气延续利好分子，就业趋弱利好分母

就业：9月非农重新回落且低于预期，结构看8月抬升的酒店和政府回落是主因。

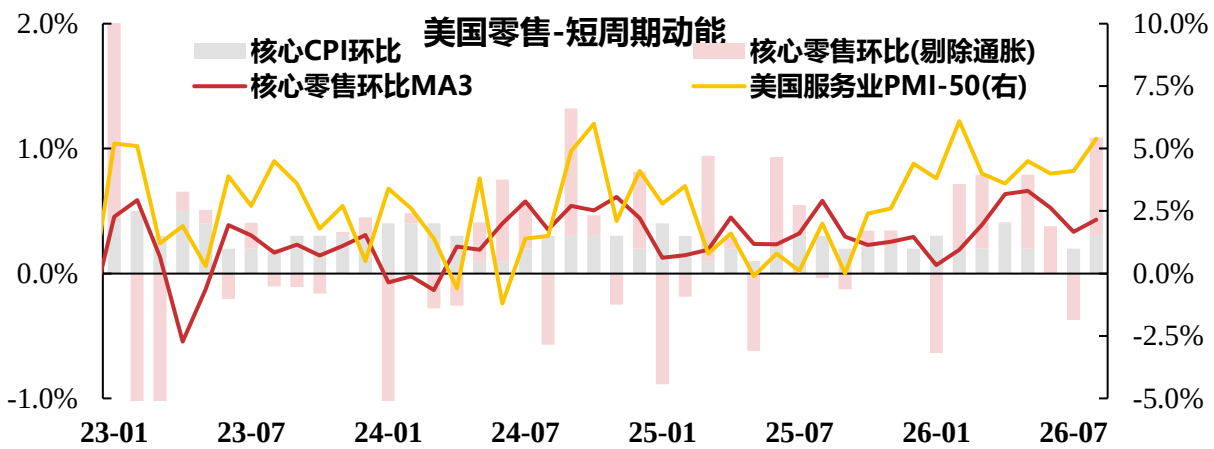
零售：中长期看，库存周期向上（主动补库期）；短期看，8月剔除通胀的核心零售环比重新回升。对联储降息侧压力有限，加息侧略有压力。

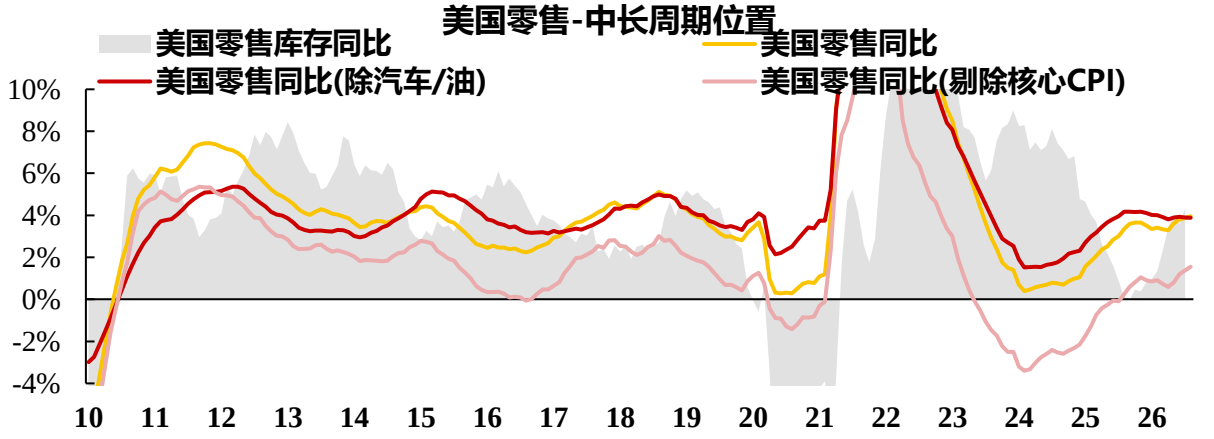
图表38：美国就业



新增非农人数(千人)	26-09	26-08	26-07	T-4~12AVG
整体	29	133	-10	38
商品生产	18	34	35	7
制造业	9	15	20	0
服务生产	28	55	-7	54
批发&零售	11	3	12	3
仓储运输	8	3	10	-3
信息业	-10	-18	4	-11
专业和商业服务	-9	-5	-6	16
教育	-3	3	1	-1
医疗	23	35	13	50
休闲和酒店业	10	37	-38	6
政府	-17	44	-38	-23

图表39：美国零售



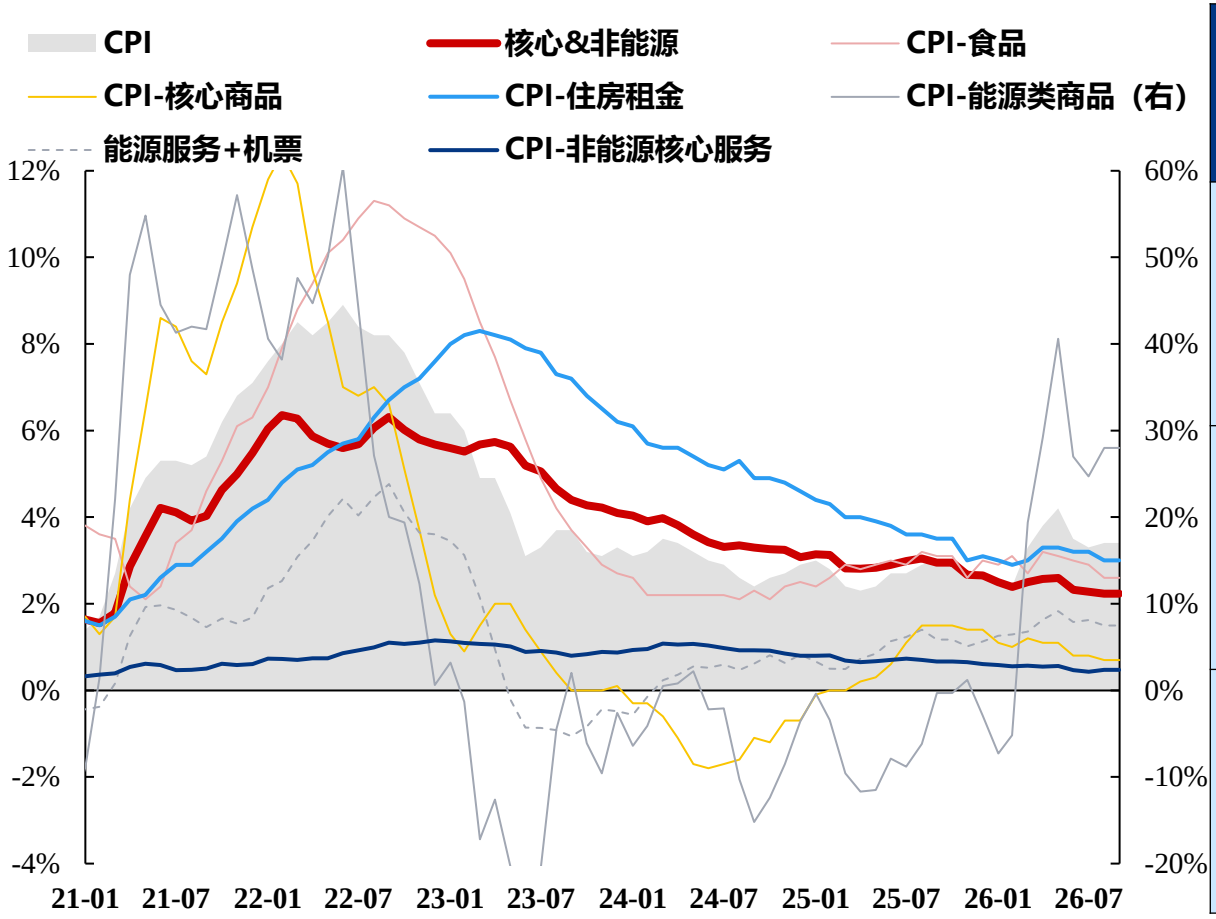


数据来源：Wind，iFinD，财通证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

分母端-美国通胀：通胀压力有限

通胀-压力有限：8月美国CPI/核心CPI同比达3.4%/2.4%。油价抬升下能源相关项同比有所回升，非能源相关项同比延续趋弱，环比略微抬升。数据公布后，加息侧担忧未缓解，利率略微抬升。不过8月PPI同比超预期（8月PPI同比5.4%，预期5.3%，前期4.7%），是加息预期承压的更主要来源。



图表40：美国通胀

		同比				环比				权重
		26-08	26-07	26-06	T-4～12 avg	26-08	26-07	26-06	T-4～12 avg	最新
整体	CPI	3.4%	3.3%	3.5%	3.1%	0.4%	0.1%	-0.4%	0.4%	100%
	核心CPI	2.4%	2.5%	2.6%	2.7%	0.3%	0.2%	0.0%	0.2%	83.2%
	核心&非能源	2.2%	2.3%	2.3%	2.6%	0.3%	0.1%	0.0%	0.2%	79.0%
非核心	食品	2.6%	2.9%	3.0%	3.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	13.7%
	能源商品	28.0%	24.7%	27.0%	8.3%	4.2%	-2.9%	-9.5%	4.6%	3.1%
	能源服务+机票	7.5%	7.9%	7.9%	6.6%	0.3%	0.7%	-0.5%	0.8%	4.1%
核心	核心商品	0.7%	0.8%	0.8%	1.3%	0.1%	0.2%	-0.1%	0.1%	19.2%
	住房租金	3.0%	3.2%	3.2%	3.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.3%	35.3%
	非能源核心服务	2.4%	2.2%	2.3%	3.0%	0.3%	0.1%	-0.1%	0.2%	24.5%

数据来源：Wind，iFinD，财通证券研究所；表格红色背景为比上月高，红色字体为比之前均值高

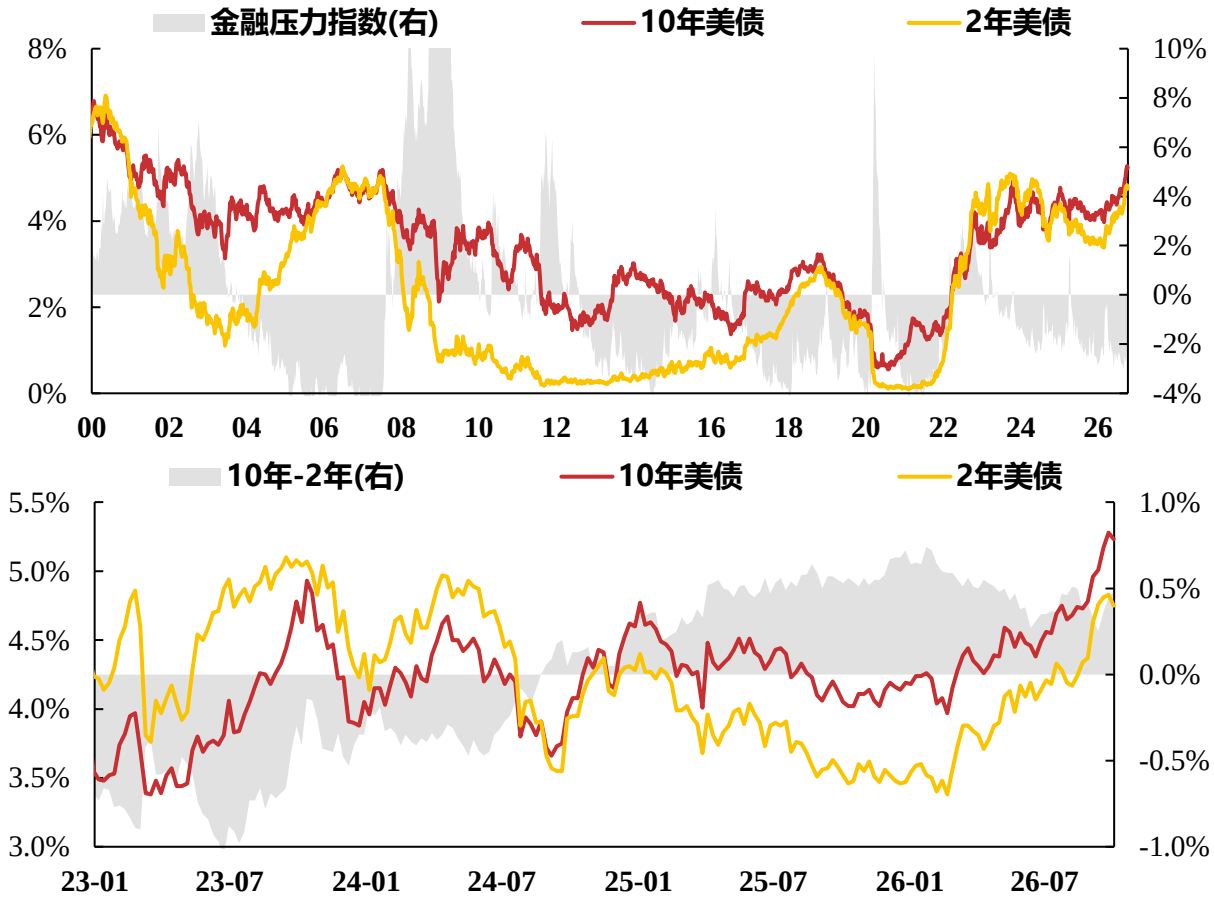
仅供内部参考，请勿外传

分母端-全球流动性：利率高位，加息必要性低

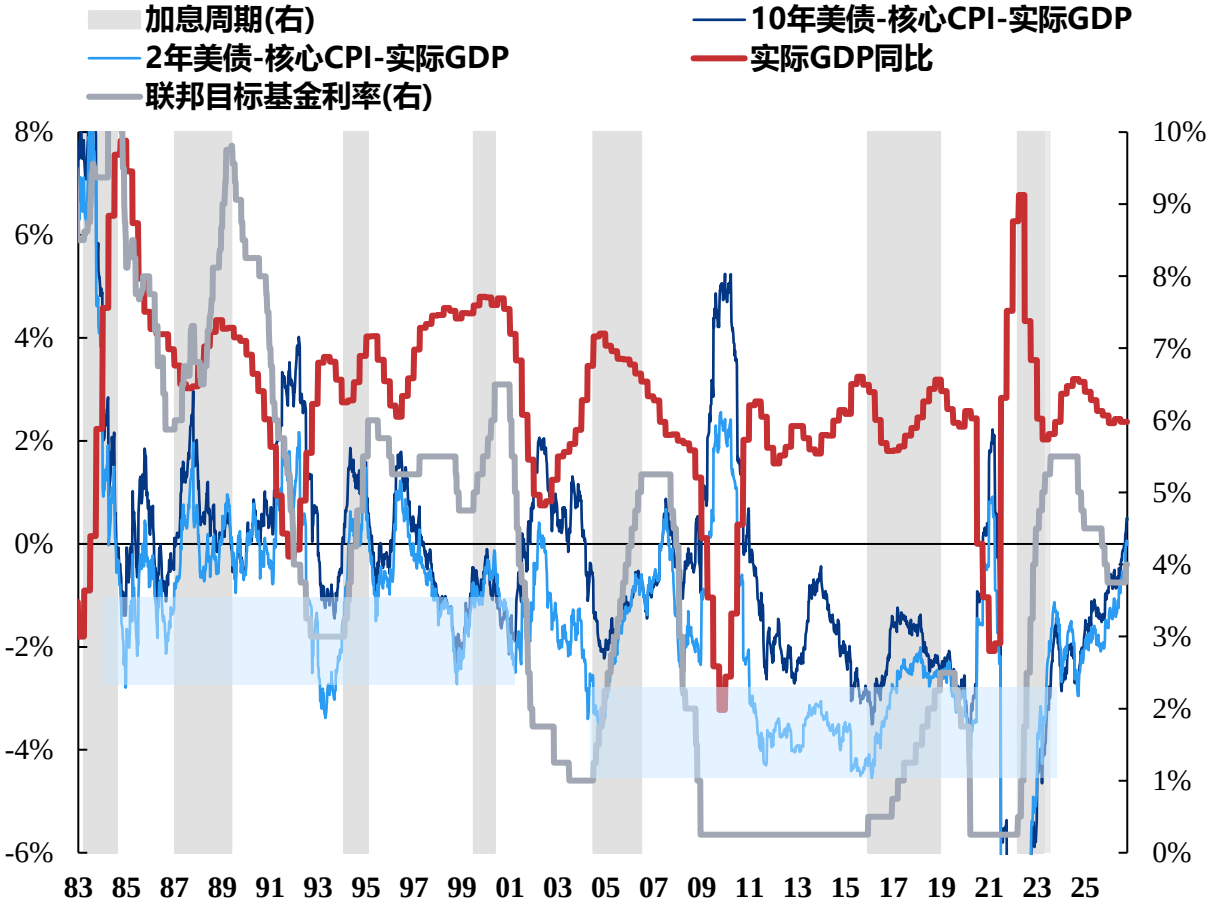
利率：2年（近4.7%）和10年（近5.2%）美债近期新高，当前长债供需压力重新成为主要矛盾。金融压力指数低位。

利率限制性：实际利率-实际GDP增速低于-2%往往才会基于经济需要加息（相对宽松）；当前已超0%，利率限制性抬升，加息必要性低。

图表41：美国利率和金融压力



图表42：实际利率的限制性情况



数据来源：Wind，iFinD，财通证券研究所

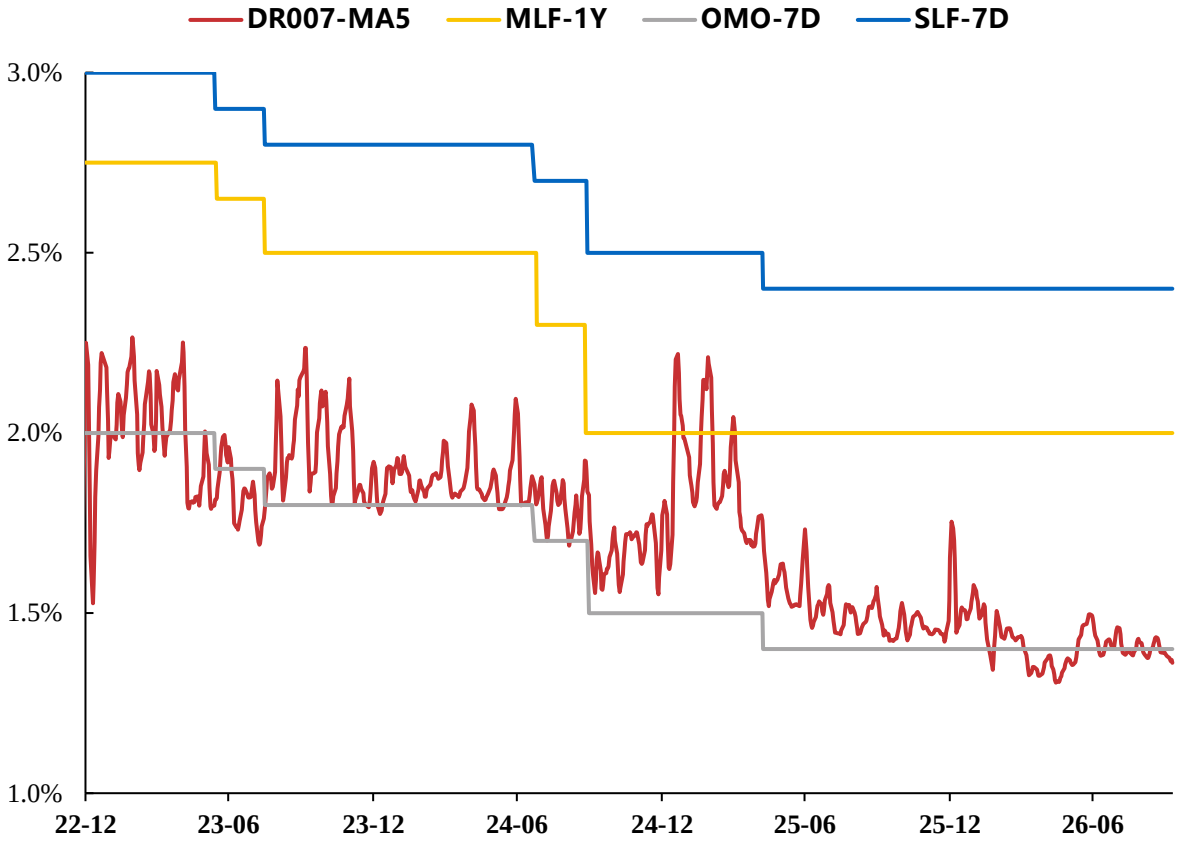
仅供内部参考，请勿外传

分母端-中国流动性：延续宽松

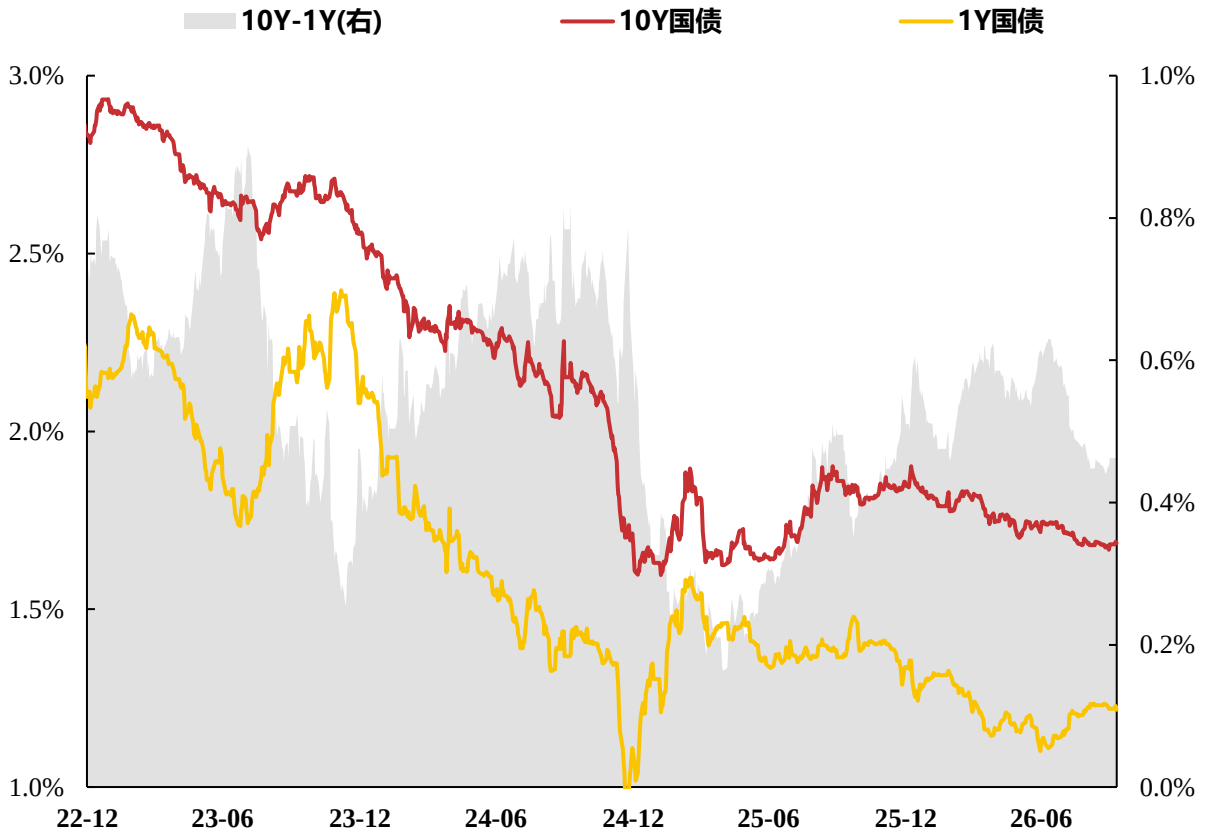
银行间流动性：低于利率走廊下沿，较宽松。

利率：1年国债有所回升，降息预期回摆是主要驱动；10年国债延续向下趋势，目前在1.7%左右震荡，剩余流动性延续宽松。

图表43：利率走廊



图表44：中债



数据来源：Wind，iFinD，财通证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

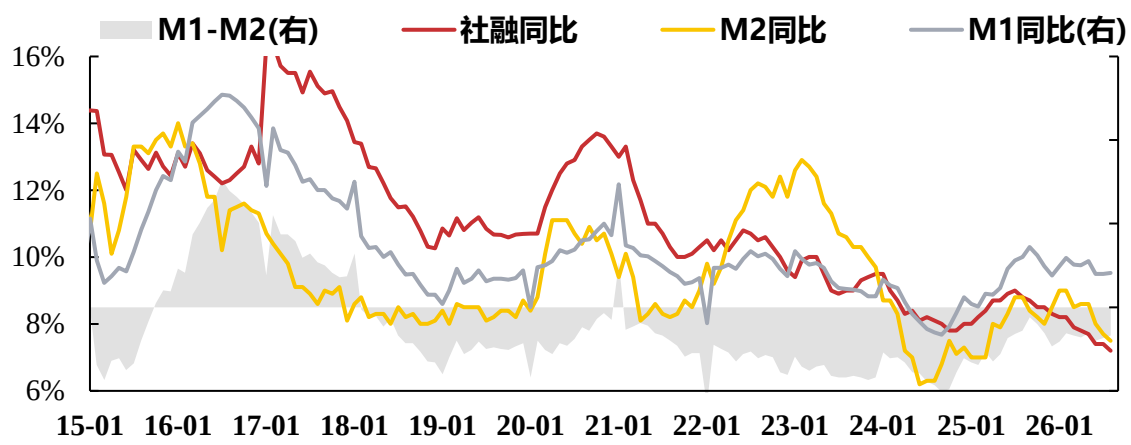
分子端-中国信贷&投资：偏弱，等待政策驱动

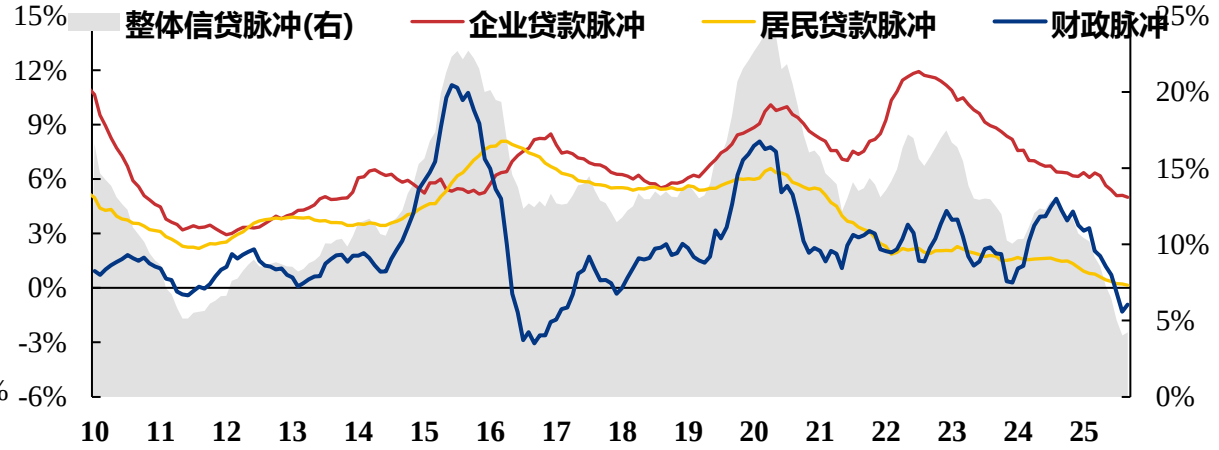
财通证券 CAITONG SECURITIES

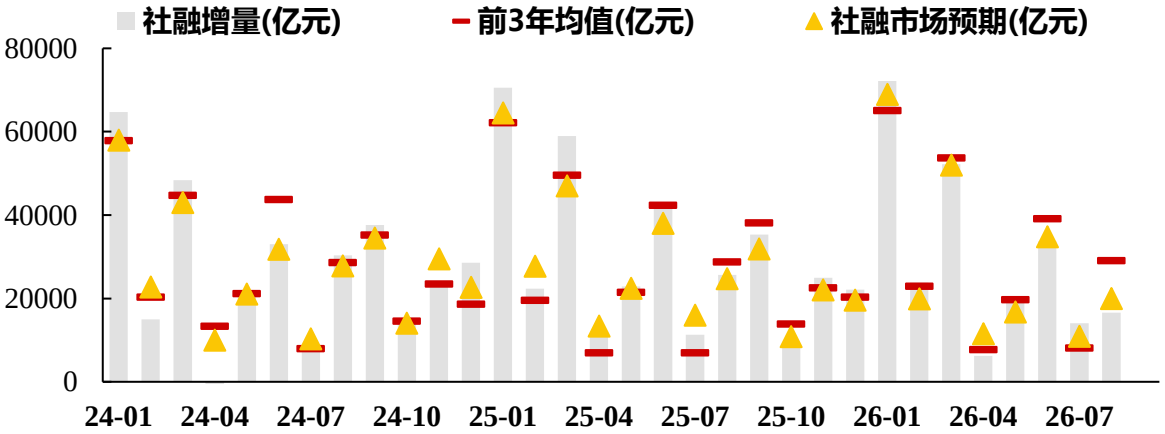
信用：8月社融规模低于预期，M2同比暂弱，剪刀差阶段偏低但有修复迹象，信贷脉冲阶段偏低。

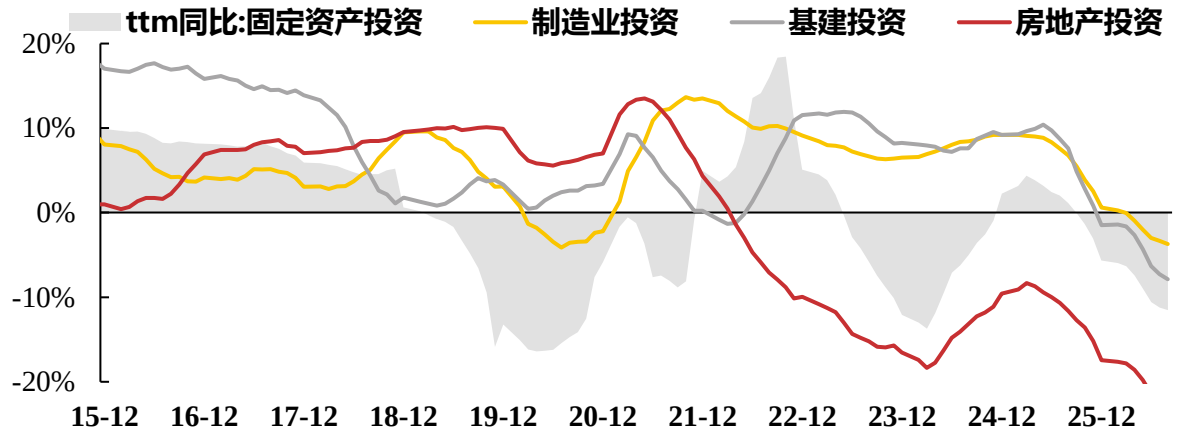
投资：地产/制造/基建增速均阶段偏低。

图表45：中国信用、信贷脉冲、投资情况









数据来源：Wind，iFinD，财通证券研究所

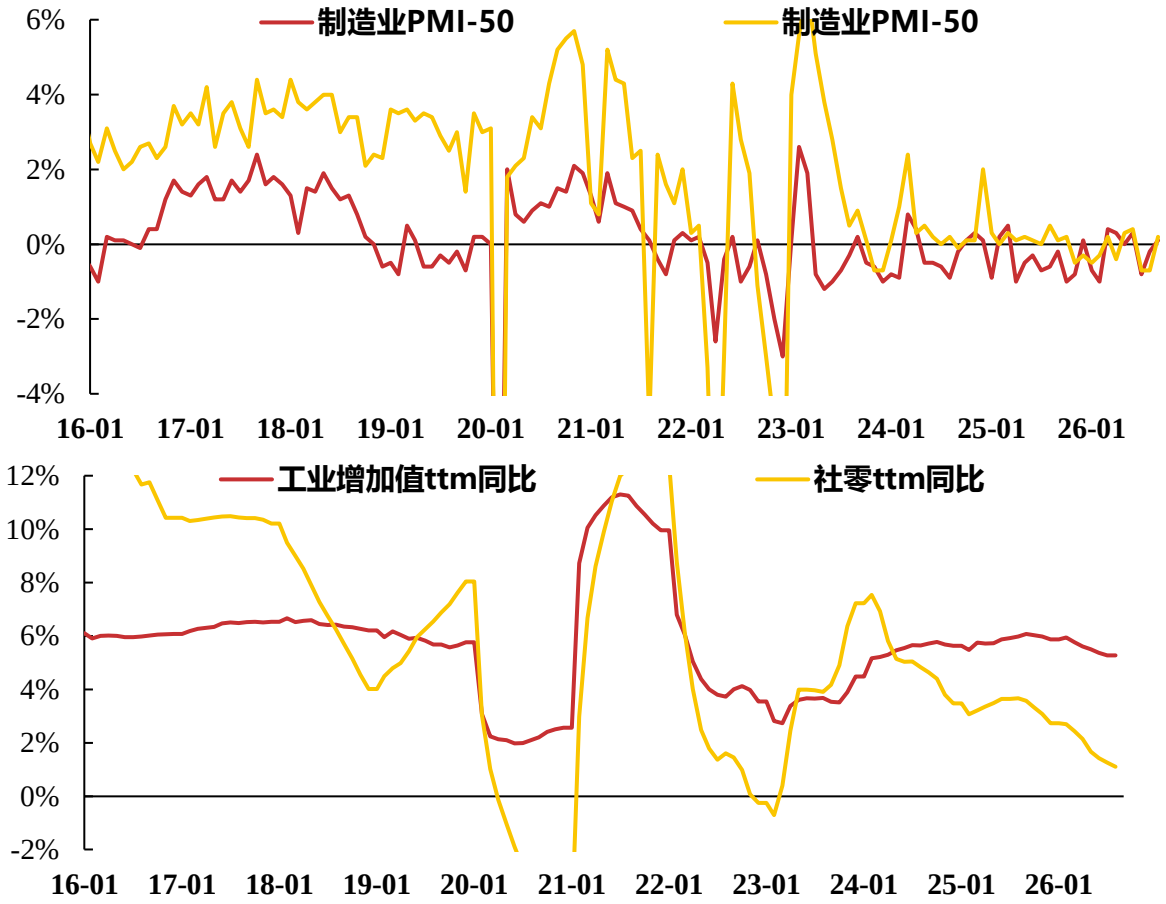
仅供内部参考，请勿外传

分子端-中国景气：消费趋势较弱

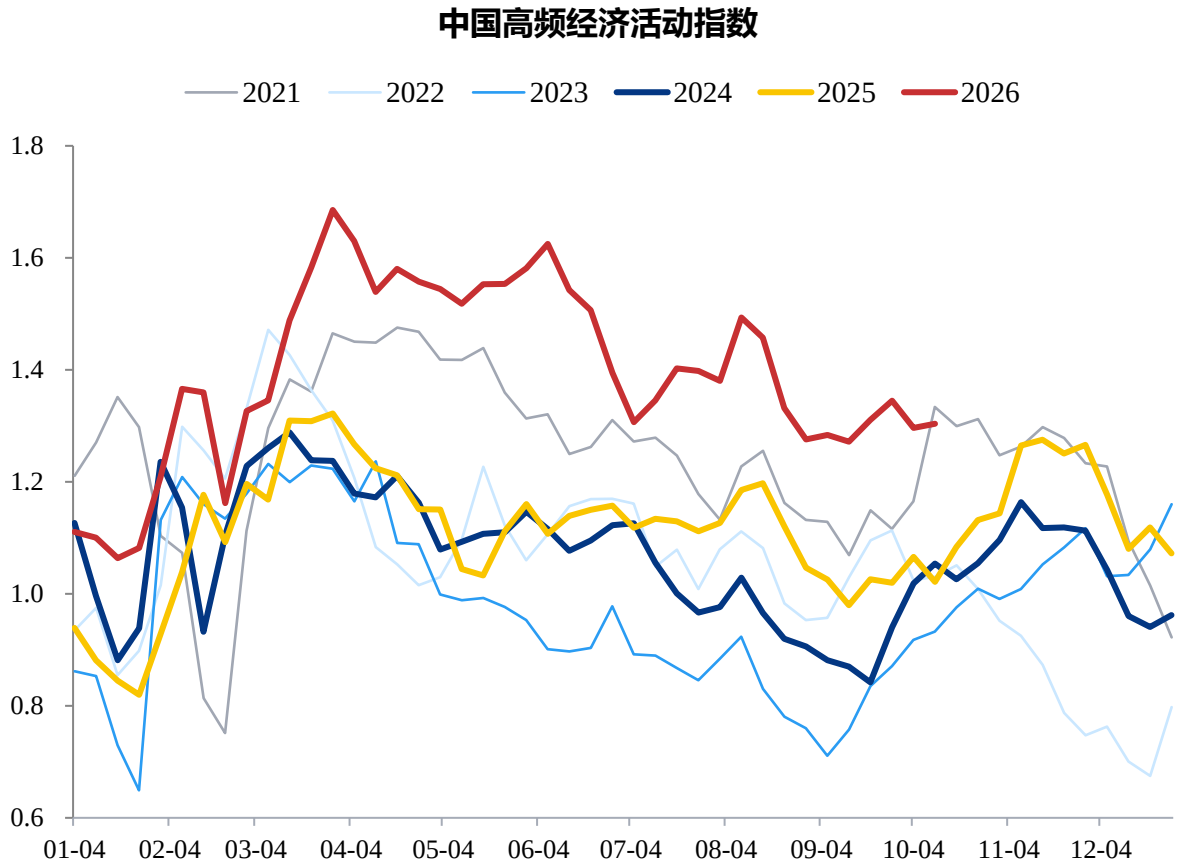
景气：9月PMI重新突破50以上。工业增加值略微趋弱，社零趋势向下。

高频景气：好于之前年份。

图表46：PMI/工业增加值/社零



图表47：中国高频经济活动指数



数据来源：Wind，iFinD，财通证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

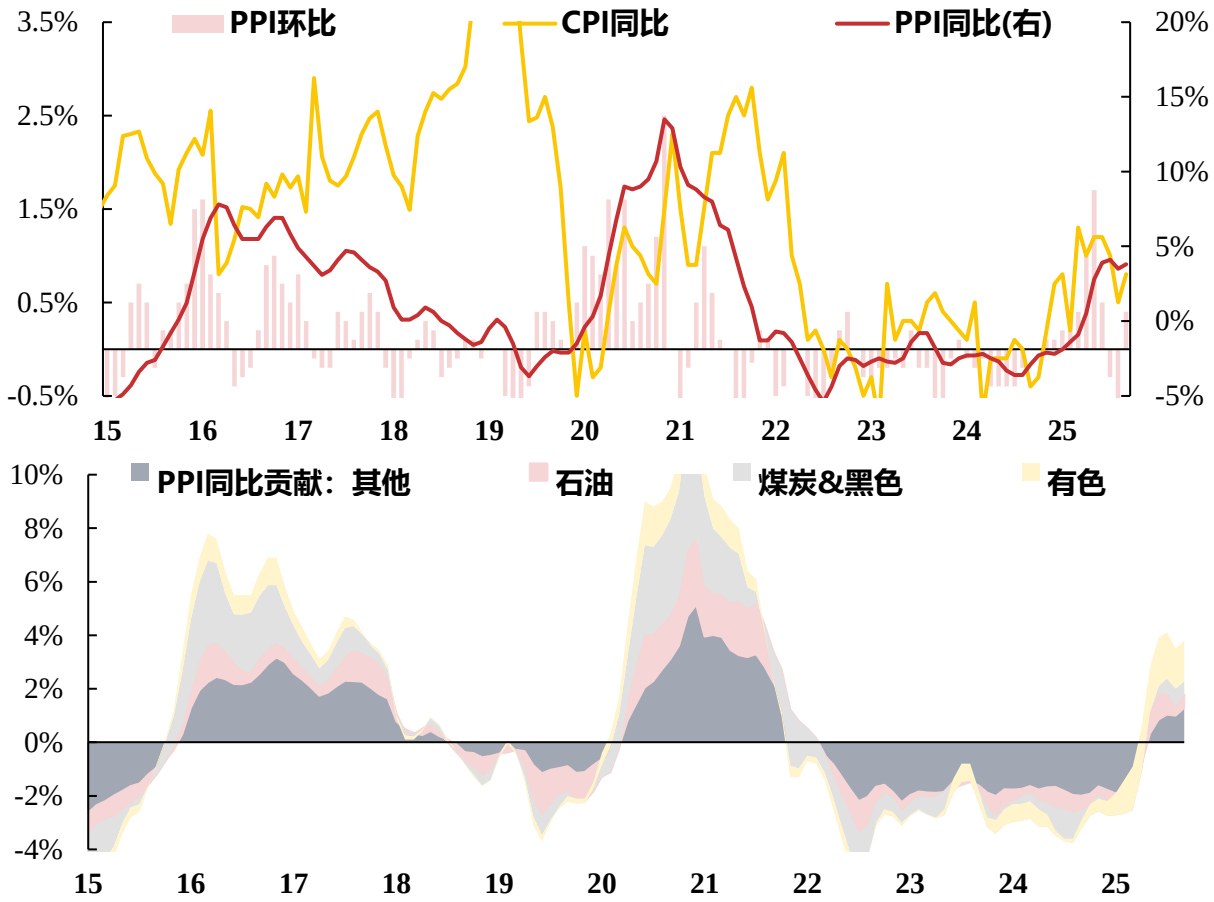
中国通胀：受油价影响抬升，高端制造也有显著正贡献

财通证券 CAITONG SECURITIES

趋势：CPI&PPI同比抬升速度放缓，PPI环比之前已有走低。当前CPI同比已低于1%，PPI在4%附近。

结构：对于PPI同比，上游和化工贡献近3%，制造侧贡献也贡献近1%。

图表48：中国CPI&PPI的趋势和结构



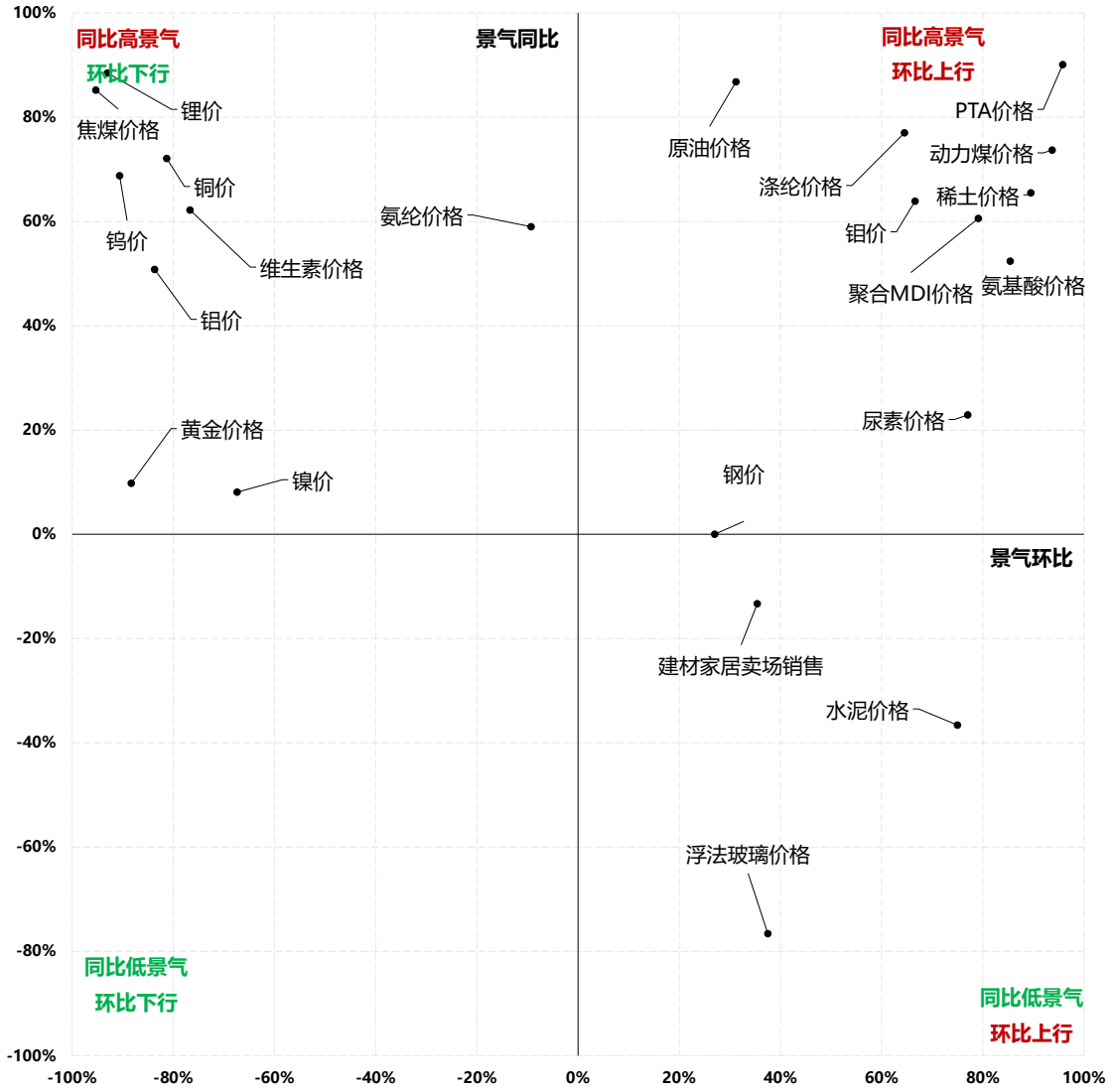
		同比贡献 26-08	同比 26-08	同比 26-07	同比 26-06	环比 26-08	环比 26-07	26-06	权重 2025Y
整体		3.80%	3.8%	3.5%	4.1%	0.4%	-0.7%	-0.3%	100%
上游		2.13%	5.9%	5.7%	7.1%	0.7%	-1.3%	-0.4%	36.1%
化工		0.63%	5.6%	5.5%	6.6%	-0.1%	-1.6%	-1.1%	11.2%
制造		0.96%	2.5%	2.2%	1.7%	0.2%	0.1%	0.3%	38.9%
下游		-0.03%	-0.2%	-0.3%	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.5%	13.9%
上游	煤炭	0.50%	26.6%	27.1%	20.6%	2.8%	4.2%	5.6%	1.9%
上游	石油	0.51%	11.0%	7.3%	16.7%	4.0%	-6.6%	-3.7%	4.7%
上游	黑色	-0.01%	-0.2%	2.8%	3.2%	-0.9%	-0.9%	0.4%	5.9%
上游	有色	1.52%	20.8%	20.3%	23.5%	0.7%	-1.7%	-0.4%	7.3%
上游	非金属	-0.11%	-3.1%	-3.8%	-4.3%	-0.2%	-0.5%	-0.5%	3.6%
上游	金属	0.05%	1.6%	1.5%	1.5%	-0.1%	-0.2%	0.4%	3.5%
上游	水电	-0.33%	-3.6%	-4.0%	-4.4%	0.3%	-0.5%	-0.9%	9.3%
化工	化工&化纤	0.66%	9.2%	9.0%	10.9%	0.0%	-2.3%	-1.9%	7.2%
化工	医药	-0.07%	-3.7%	-4.0%	-4.5%	-0.2%	0.0%	-0.1%	1.8%
化工	橡胶塑料	0.03%	1.5%	1.4%	1.4%	-0.3%	-0.4%	0.5%	2.2%
制造	通用设备	-0.02%	-0.5%	-0.5%	-0.7%	0.0%	0.0%	-0.1%	3.7%
制造	专用设备	-0.02%	-0.7%	-0.7%	-0.6%	-0.1%	-0.2%	0.1%	2.8%
制造	电气机械	0.50%	5.9%	5.7%	5.1%	0.2%	0.2%	0.1%	8.4%
制造	汽车	-0.18%	-2.2%	-2.3%	-2.1%	-0.1%	-0.4%	0.0%	8.0%
制造	交运	0.00%	0.1%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.0%	1.3%
制造	TMT	0.66%	5.3%	4.4%	3.3%	0.6%	0.6%	0.7%	12.5%
制造	其他设备	0.01%	0.7%	1.4%	1.8%	0.0%	-0.7%	0.3%	2.1%
下游	农产品	-0.06%	-1.7%	-1.3%	-1.2%	0.1%	0.0%	-0.4%	3.8%
下游	食饮	-0.07%	-2.0%	-2.1%	-1.9%	-0.2%	-0.1%	-1.1%	3.6%
下游	纺服	0.01%	0.4%	0.4%	0.4%	0.1%	-0.2%	0.1%	2.9%
下游	纸/木/家具	0.09%	2.7%	2.2%	2.6%	0.1%	-0.4%	-0.6%	3.5%

数据来源：Wind，iFinD，财通证券研究所

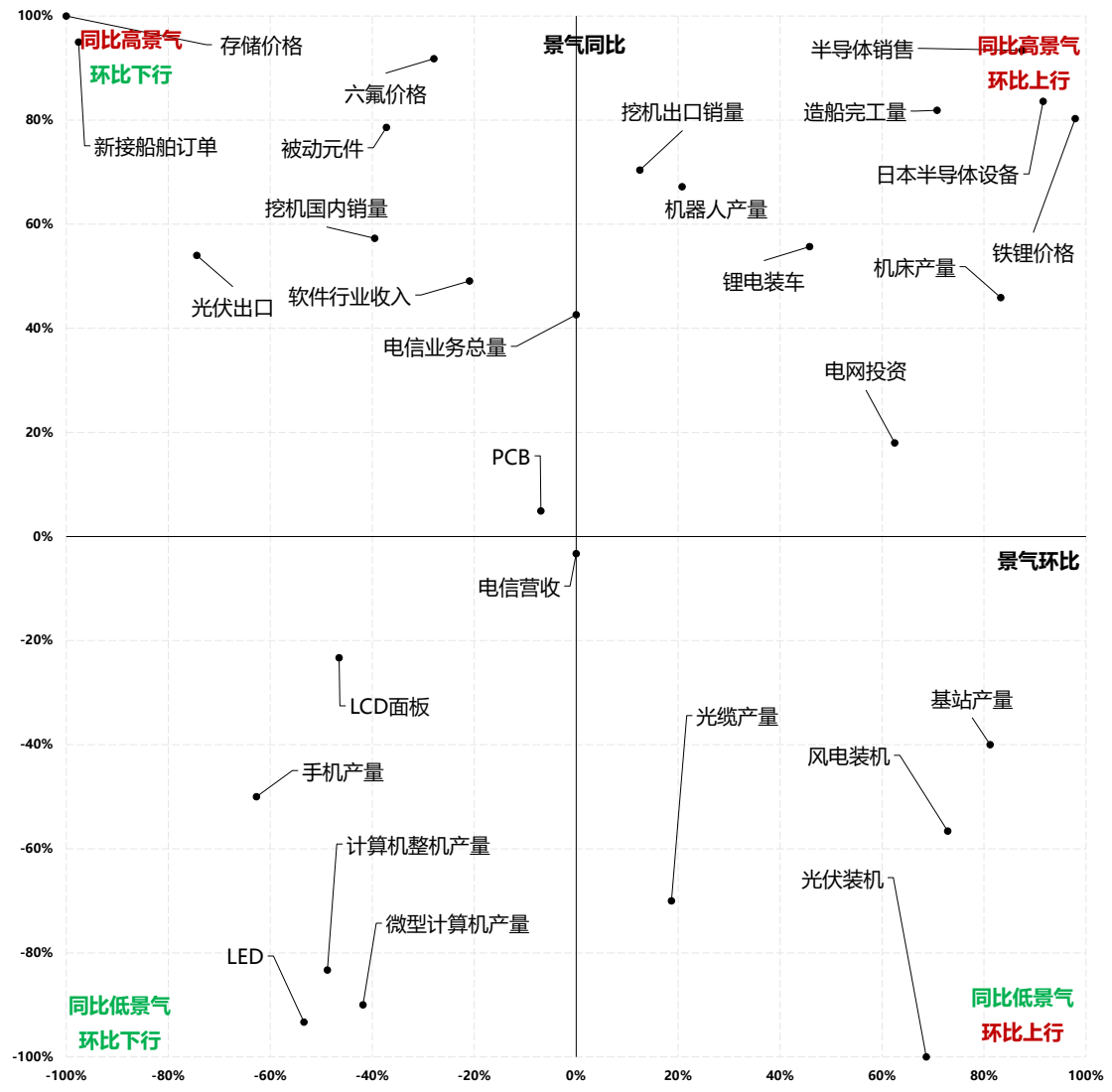
仅供内部参考，请勿外传

中观景气：上游能源&大炼化、中游锂电链景气高位上行

图表49：上游原材料方面，大炼化、能源链景气高位上行



图表50：中游制造业方面，锂电链景气高位上行，存储&PCB景气高位回落



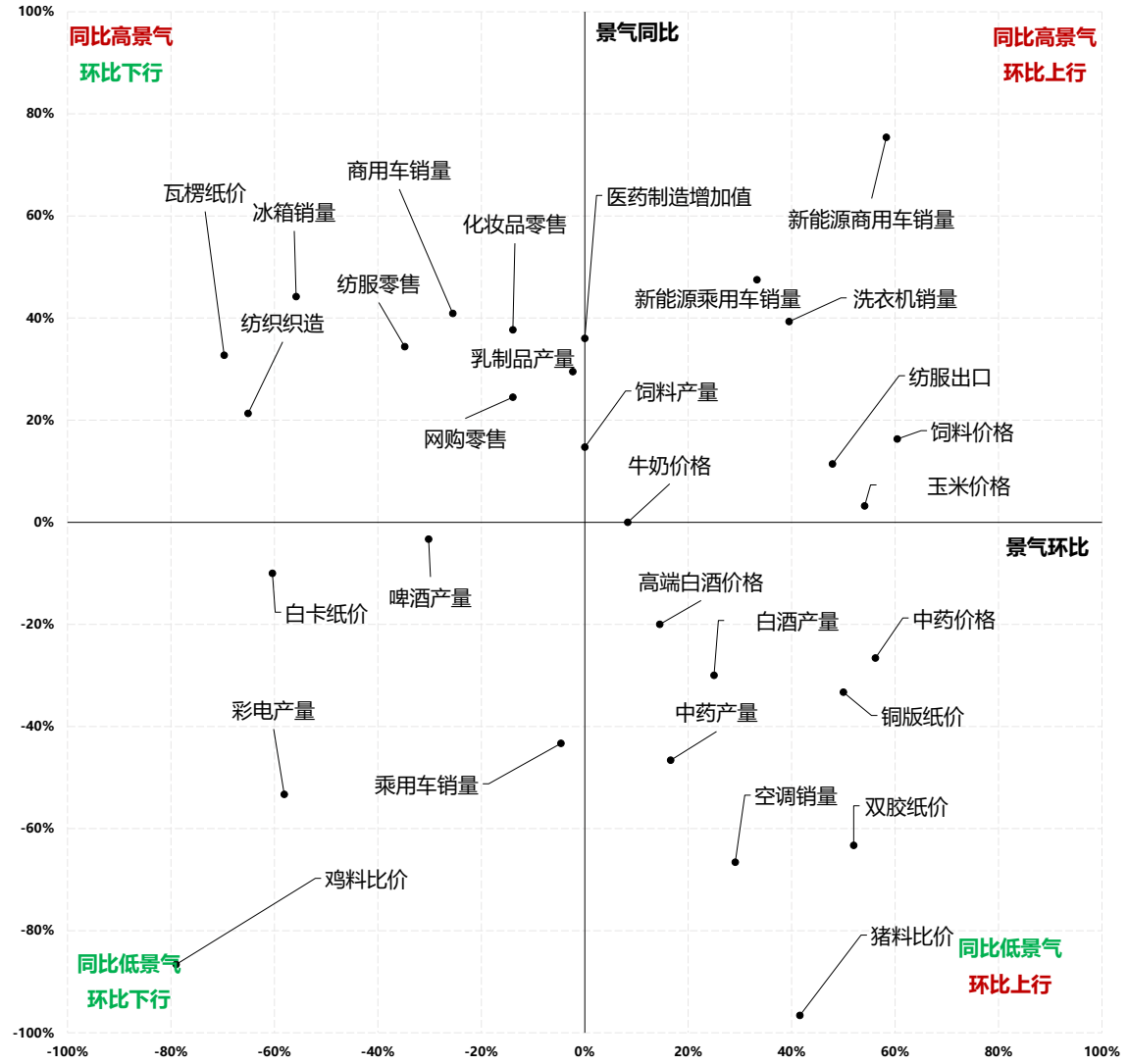
数据来源：Wind，Datayes，财通证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

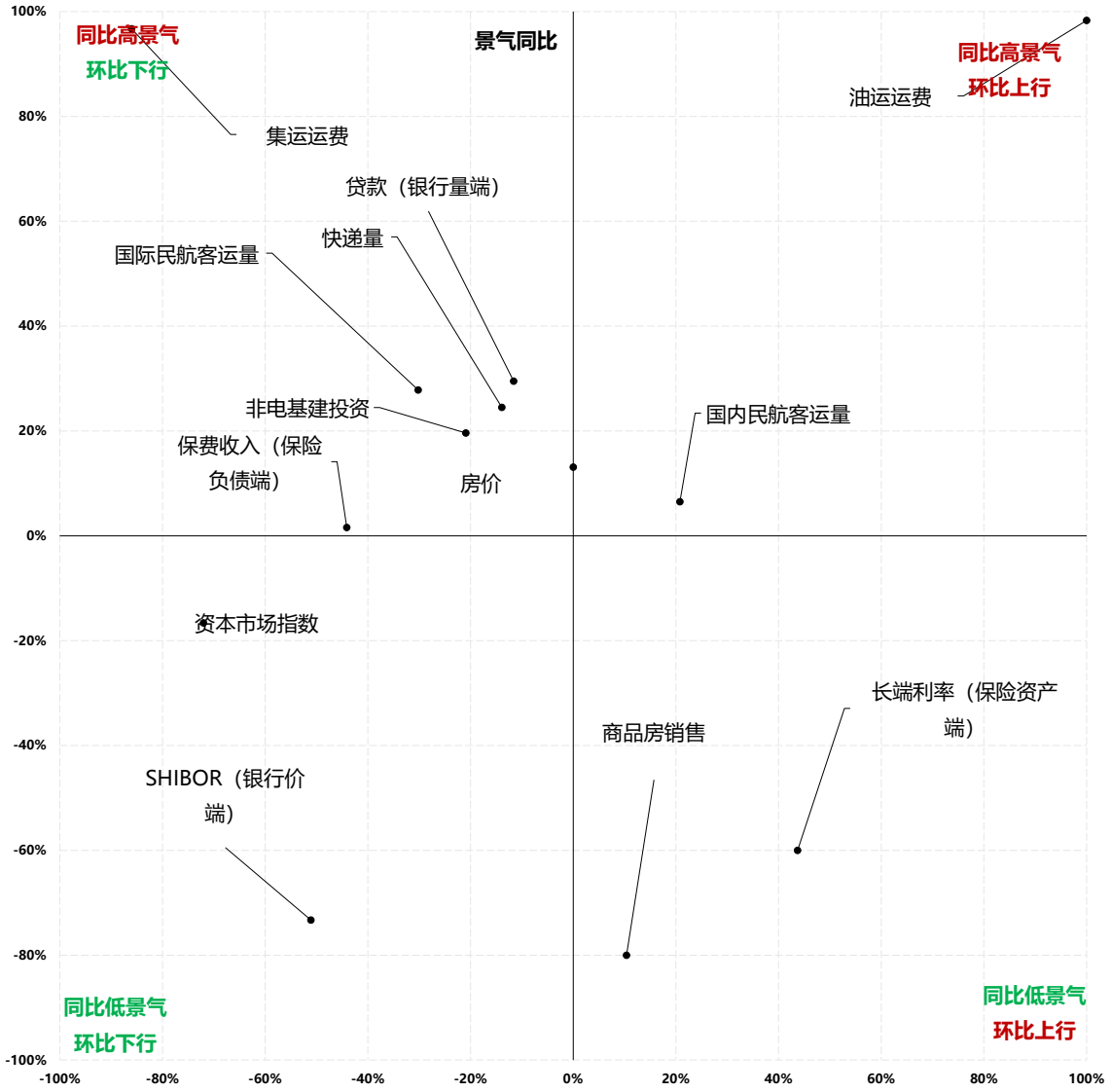
中观景气：消费链纺服出口、新能源车、饲料，公用油运景气高位上行

财通证券 CAITONG SECURITIES

图表51：下游消费品方面，纺服出口、新能源车、饲料景气高位上行



图表52：金融&公用方面，油运景气延续高位上行



数据来源：Wind， Datayes，财通证券研究所

目录

01. 市场研判：利率高位与债务危机经验复盘

02. 市场回顾：海外流动性反复扰动，大金融领涨

03. 宏观经济：美国景气韧性+利率限制性，中国景气回暖+延续宽松

04. 市场追踪：可选和硬科技拥挤度抬升

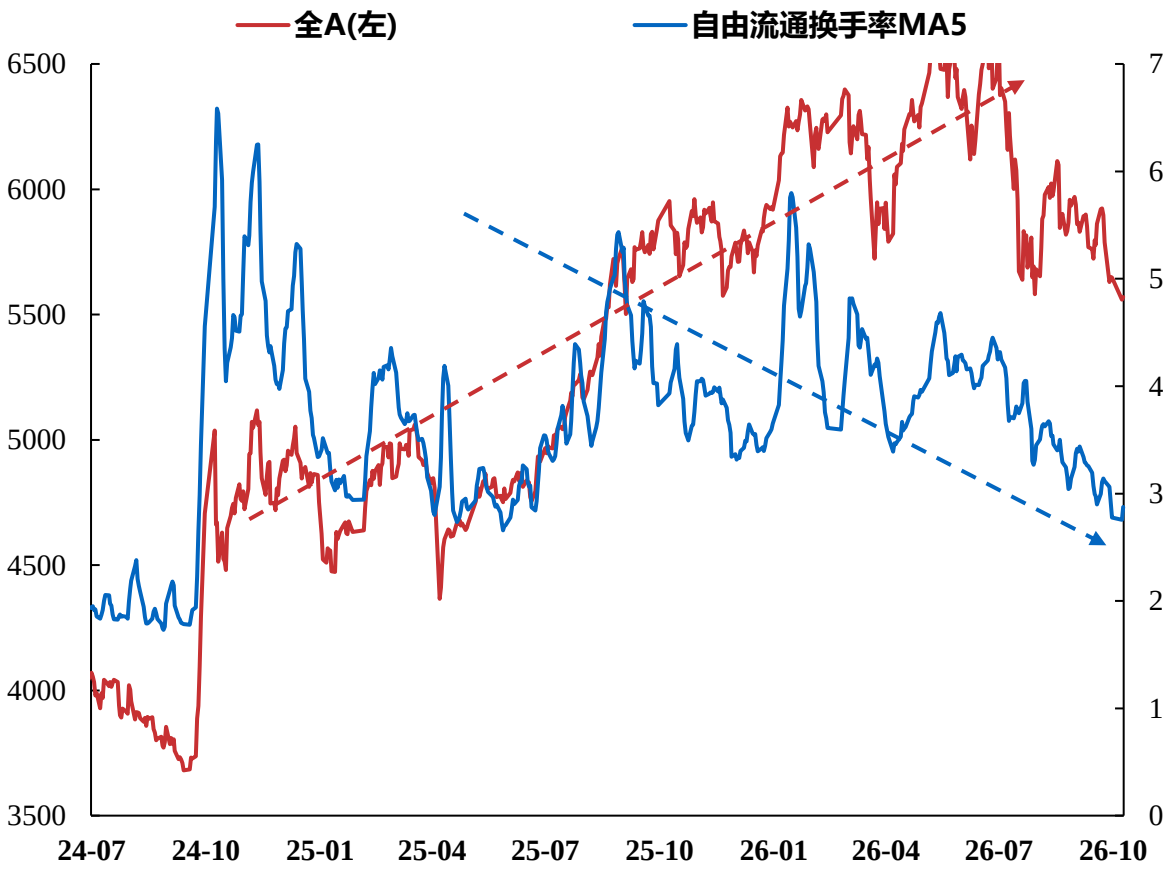
仅供内部参考，请勿外传

市场情绪-长期：向上动能减少，或进入盘整；但若有新催化仍能向上

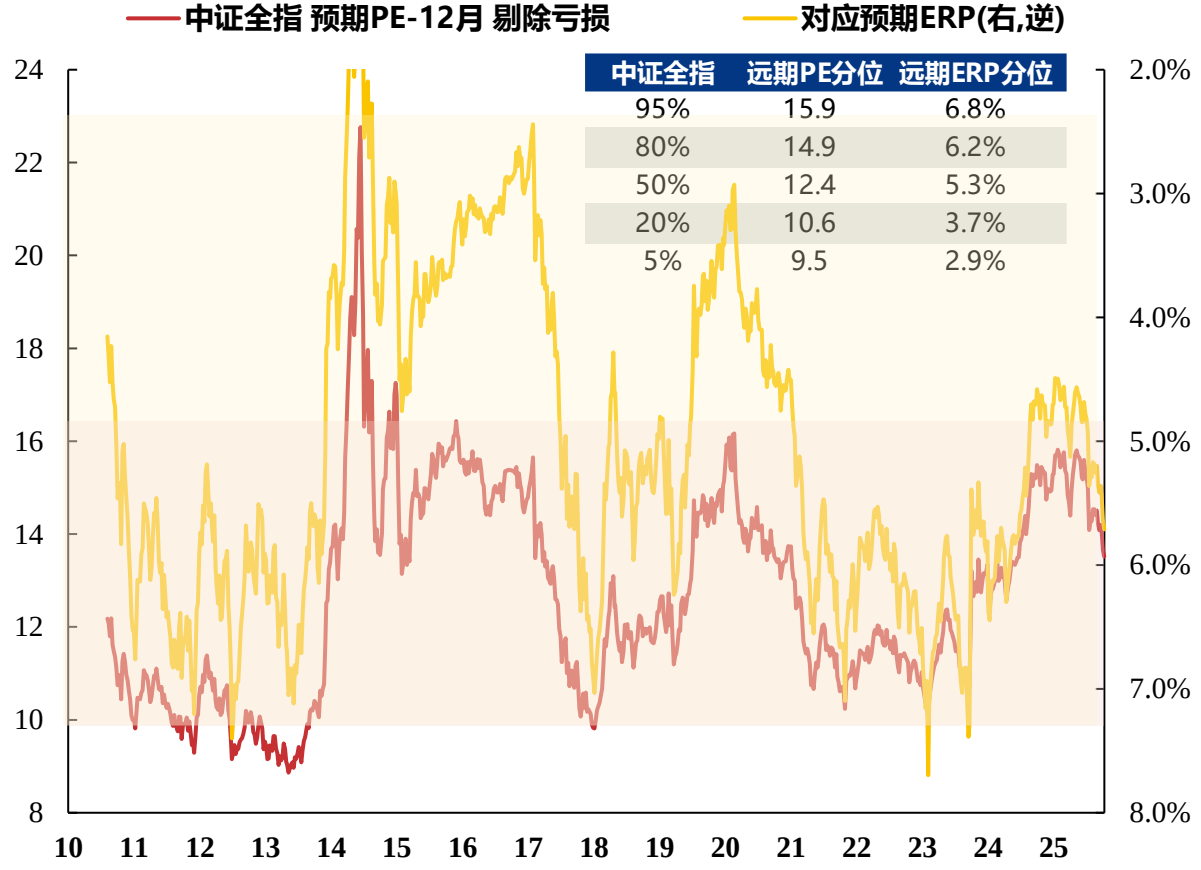
长期动能-自由流通换手：换手率绝对值指引整体行情强度（大牛市在4+%）；换手率趋势帮助指引行情再向上动力，如果开始背离破新高需要新动能。**当前有背离。**

长期空间-远期估值：之前远期PE触及正常牛市高位，目前略有回落；远期ERP距离之前高位还有较大空间。

图表53：长期动能-自由流通换手



图表54：长期空间-远期估值



数据来源：Wind，财通证券研究所

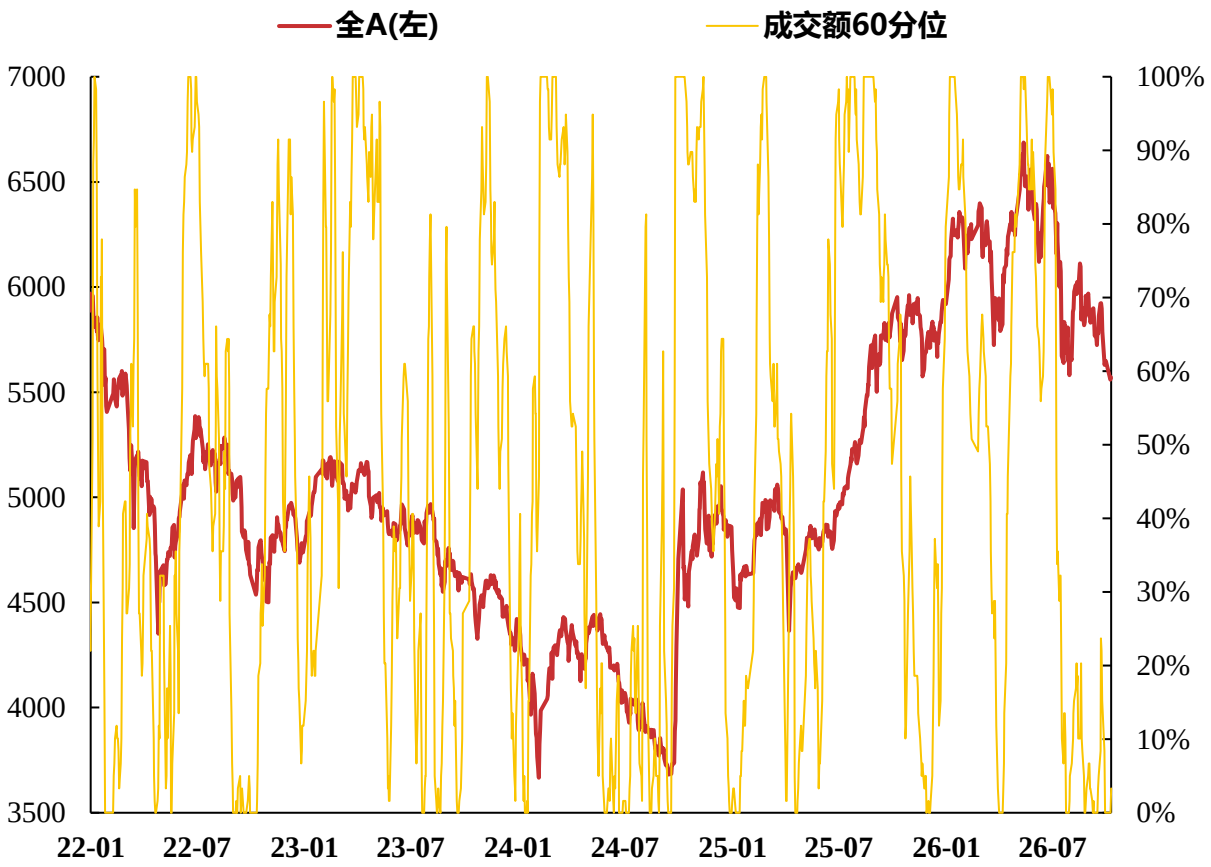
仅供内部参考，请勿外传

市场情绪-短中期：成交额偏弱

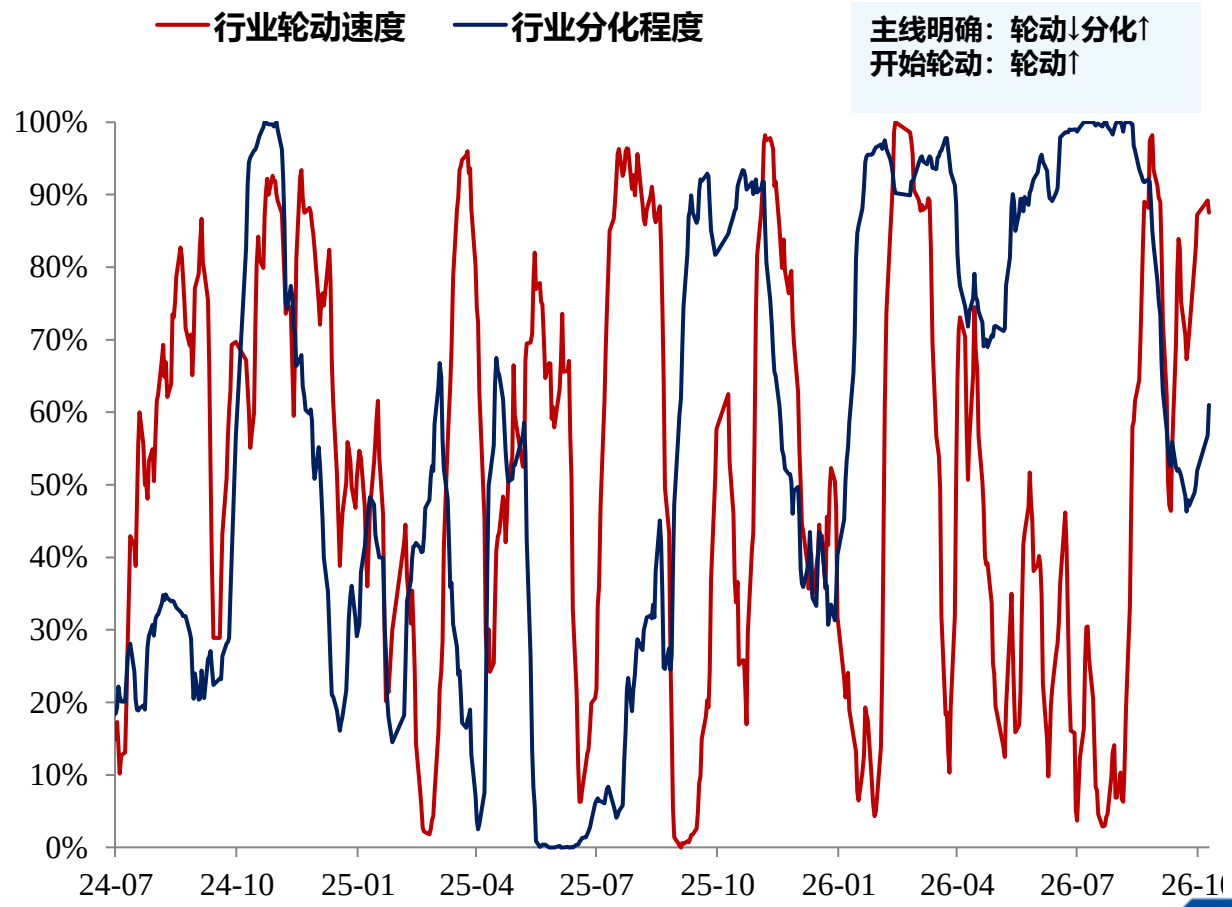
短期动能看成交放/缩量：历史成交额较难持续创新高（持续位于100分位），往往会短期阶段缩量修正；成交缩整时，行情往往也会对应调整，具体成交额60日分位下行是重要指示指标（当前成交额60日分位趋势上升）。**当前成交额分位至3%。**

短期节奏也可关注行业轮动速度：当前轮动速度高位。已经高速轮动过一轮

图表55：短期动能-成交额分位



图表56：短期节奏和结构-行业轮动速度



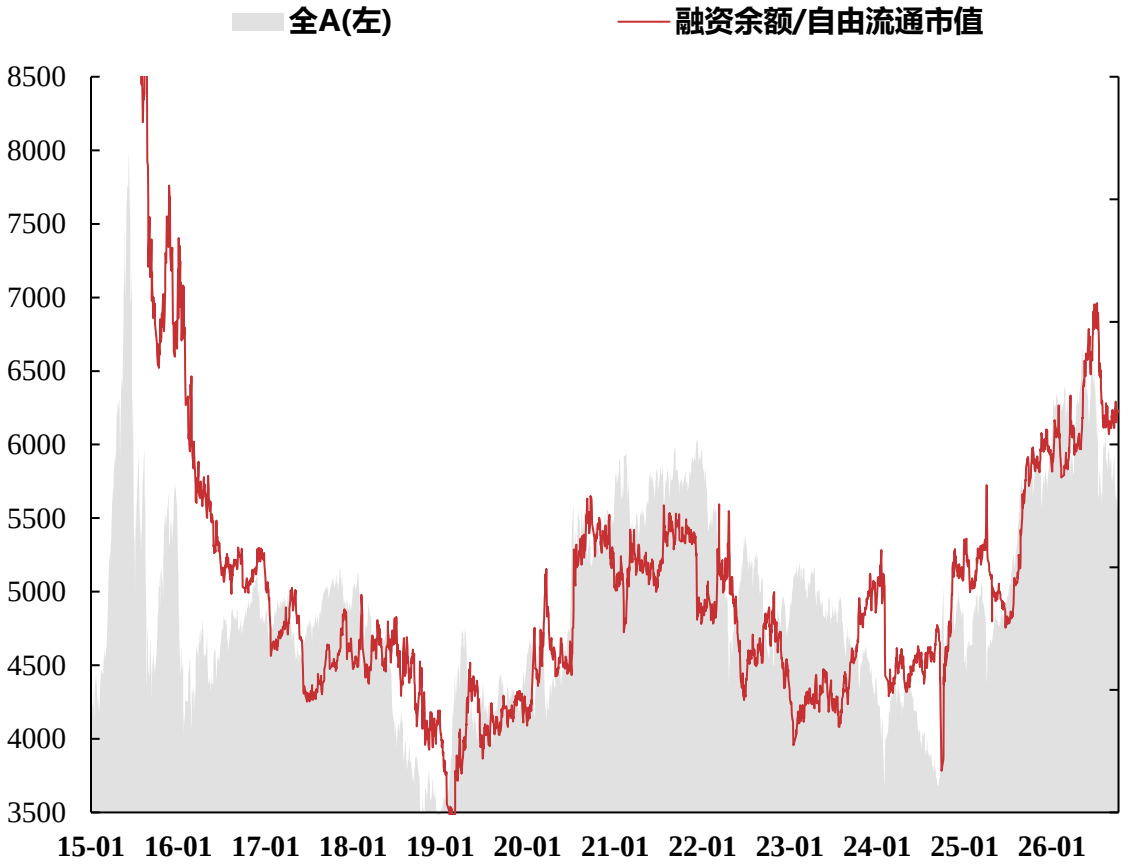
数据来源：Wind，财通证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

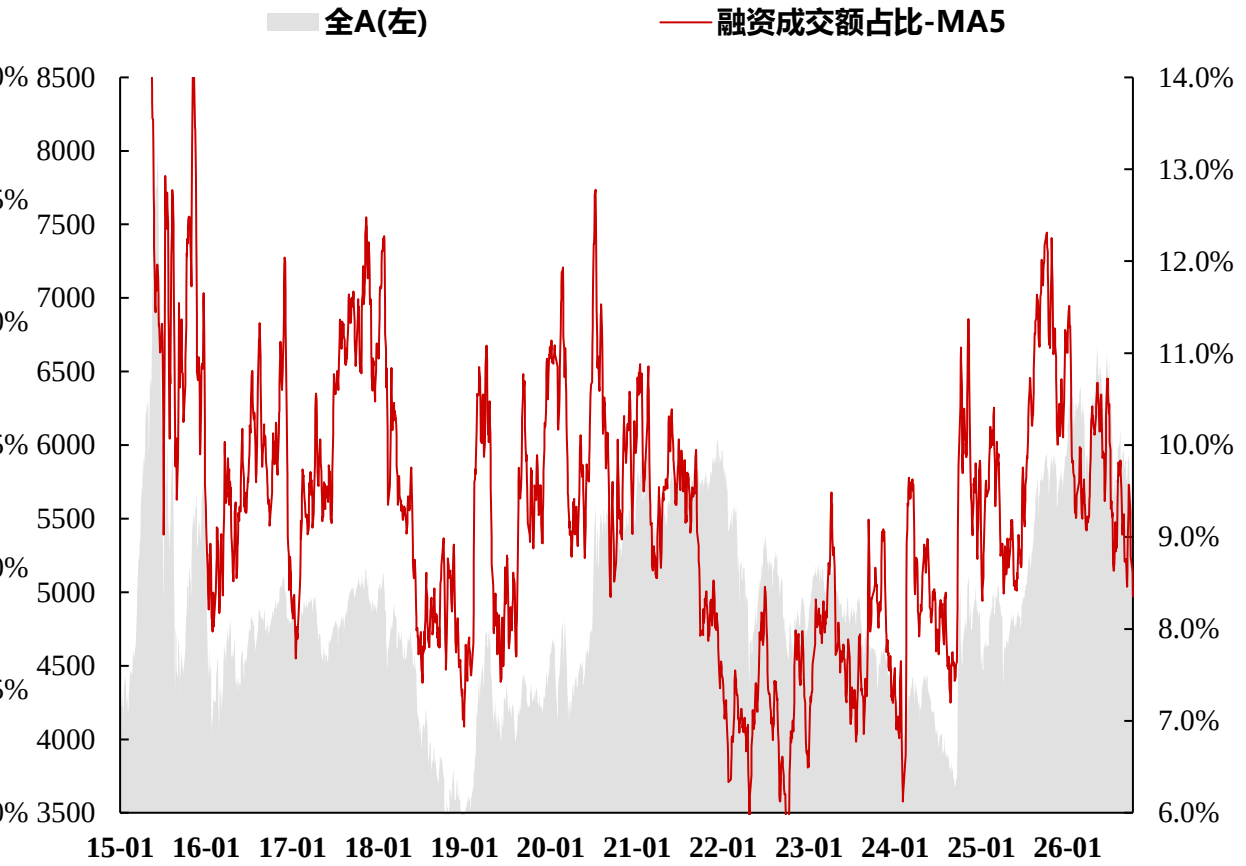
市场情绪-融资：融资热度低位

融资占比-热度在上升：当前融资成交额/全A成交额回落，热度低位，已近去年6月行情启动前水平；融资余额/全A自由流通市值回落。

图表57：融资/自由流通市值



图表58：融资成交额占比



数据来源：Wind，财通证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

市场结构-估值性价比：整体估值已至中位，科技估值也已消化不少

财通证券 CAITONG SECURITIES

整体看，科技估值已显著回落；大盘价值/大盘成长/小盘等PB中位甚至中位偏低，PE已降至中高位。

行业看，电子/煤炭估值高位，消费/稳定/金融估值低位；

赛道看，通信设备/元器件估值高位，医药/云服务/电新估值相对低位。

图表59：市场估值情况

	PE-剔除负值			预期增速	PB	
	PE	分位	远期	12个月	PB	分位
中证全指	16.0	56%	12.8	25%	1.7	48%
上证50	10.6	64%	9.9	7%	1.2	53%
沪深300	12.5	60%	10.8	16%	1.4	37%
中证500	25.4	69%	18.0	41%	2.3	69%
中证1000	28.7	60%	19.0	51%	2.3	35%
国证2000	31.7	67%	20.1	58%	2.4	55%
300成长	14.4	24%	11.9	21%	2.4	33%
300价值	8.7	70%	8.2	6%	0.9	47%
中证红利	8.7	83%	8.0	8%	0.9	55%
红利低波	8.6	81%	8.1	7%	0.9	63%
创业板指	30.7	19%	18.1	69%	5.1	55%
科创50	74.0	76%	47.7	55%	6.9	82%
科创100	52.8	57%	38.5	37%	5.7	71%
质量	24.7	86%	14.1	76%	8.2	91%

		PE-剔除负值			预期增速	PB	
		PE	分位	远期	12个月	PB	分位
电子	消费电子	33.4	48%	17.8	87%	3.9	48%
	元器件	57.6	95%	26.9	114%	8.2	95%
	半导体	76.9	44%	47.4	62%	7.3	79%
通信	通信设备	52.0	89%	20.1	159%	8.0	95%
	电信运营	16.9	56%	16.3	4%	1.4	58%
计算机	计算机软件	78.9	65%	39.7	99%	3.7	43%
	云服务	42.3	11%	39.9	6%	4.6	29%
	计算机设备	25.3	6%	15.6	62%	4.8	79%
军工	航空航天	82.9	82%	51.3	62%	3.4	51%
电新	光伏风电	26.2	45%	15.1	74%	2.0	29%
	锂电	18.0	10%	12.0	49%	3.1	46%
医药	医疗设备	27.9	28%	20.7	35%	2.9	19%
	化学制药	26.8	13%	21.1	27%	2.6	16%
	生物医药	44.8	55%	35.5	26%	3.8	21%

		PE-剔除负值			预期增速	PB	
		PE	分位	远期	12个月	PB	分位
科技	通信	27.1	50%	18.2	49%	2.6	53%
	计算机	35.1	2%	22.7	55%	4.3	52%
	电子	53.4	83%	31.2	71%	5.6	94%
	传媒	25.5	42%	17.4	47%	2.4	37%
制造	机械	30.7	60%	18.4	67%	2.8	60%
	军工	66.3	63%	41.3	60%	3.5	57%
	电新	22.9	18%	14.2	61%	2.6	38%
医药	医药	28.7	38%	21.9	31%	2.8	14%
稳定	电力	19.5	56%	15.0	30%	1.8	47%
	交运	15.0	40%	12.4	21%	1.3	7%
金融地产	地产	10.2	33%	25.0	-59%	1.0	30%
	建筑	10.4	65%	7.7	35%	0.7	1%
	银行	7.4	96%	7.0	6%	0.7	47%
	非银	7.5	0%	7.4	0%	1.2	9%

		PE-剔除负值			预期增速	PB	
		PE	分位	远期	12个月	PB	分位
可选消费	汽车	22.0	47%	13.3	65%	2.0	22%
	家电	14.8	25%	12.1	22%	2.4	9%
	轻工	23.1	42%	15.2	52%	2.0	20%
	纺服	20.5	68%	14.1	46%	1.8	22%
必选消费	食饮	20.0	4%	17.1	17%	3.6	2%
	零售	20.8	52%	14.5	43%	1.5	27%
	社服	25.1	5%	17.4	44%	2.3	3%
	农牧	30.8	66%	13.4	131%	2.4	9%
周期偏地产	钢铁	19.8	69%	13.0	53%	1.0	25%
	煤炭	18.0	85%	13.5	33%	1.8	99%
	建材	27.2	80%	16.2	68%	1.4	28%
周期偏化工	有色	16.0	12%	10.5	52%	3.0	63%
	石化	13.2	46%	11.2	17%	1.4	94%
	基化	24.7	53%	14.5	70%	2.4	42%

数据来源：Wind，财通证券研究所；分位数为2016/1/1以来分位；

仅供内部参考，请勿外传

市场结构-热度&拥挤度：可选和硬科技拥挤度抬升

整体看，热度看，整体下降，仅质量回升。

行业看，拥挤度看，成长和可选拥挤度抬升。

赛道看，拥挤度看，硬科技方向情绪回暖（电子/军工/电新/医疗设备）。

图表60：市场换手热度&拥挤度（相对换手）情况

	换手率		换手历史分位		相对换手历史分位	
	近4周	VS前4周	近4周	VS前4周	近4周	VS前4周
中证全指	1.4	-10%	75%	-6%		
上证50	0.2	-14%	57%	-15%	28%	-6%
沪深300	0.5	-10%	60%	-12%	27%	-2%
中证500	1.3	-18%	46%	-20%	12%	-14%
中证1000	2.0	-16%	52%	-21%	10%	-21%
国证2000	2.5	-12%	65%	-12%	30%	-7%
300成长	0.8	-20%	50%	-21%	23%	-9%
300价值	0.4	-10%	71%	-8%	52%	-1%
中证红利	0.3	-14%	69%	-11%	44%	-7%
红利低波	0.2	-11%	57%	-10%	44%	-3%
创业板指	2.1	-17%	63%	-13%	38%	-9%
科创50	1.2	-1%	68%	-1%	37%	13%
科创100	1.6	-18%	82%	-4%	38%	-21%
质量	1.8	26%	92%	18%	73%	39%

		换手率		换手历史分位		相对换手历史分位	
		近4周	VS前4周	近4周	VS前4周	近4周	VS前4周
科技	通信	1.6	-8%	32%	-10%	18%	2%
	计算机	2.2	-11%	40%	-10%	11%	0%
	电子	3.0	-2%	78%	-1%	60%	12%
	传媒	2.7	-14%	69%	-9%	55%	-6%
制造	机械	1.9	-12%	62%	-9%	16%	-5%
	军工	1.8	-7%	69%	-4%	55%	4%
	电新	2.0	-4%	60%	-3%	41%	10%
医药	医药	2.4	-10%	86%	-4%	82%	0%
稳定	电力	1.0	-7%	63%	-8%	43%	4%
	交运	0.7	-7%	54%	-6%	26%	5%
	地产	2.9	40%	95%	12%	94%	18%
金融地产	建筑	1.0	-16%	45%	-16%	19%	-8%
	银行	0.3	-13%	76%	-8%	66%	-4%
	非银	0.6	-30%	22%	-31%	4%	-15%

		换手率		换手历史分位		相对换手历史分位	
		近4周	VS前4周	近4周	VS前4周	近4周	VS前4周
电子	消费电子	2.1	-12%	43%	-9%	21%	-1%
	元器件	6.2	11%	94%	2%	92%	4%
	半导体	3.2	-3%	60%	-1%	50%	6%
通信	通信设备	4.0	-13%	76%	-8%	63%	-5%
	电信运营	0.2	-6%	37%	-1%	5%	1%
计算机	计算机软件	2.3	-12%	40%	-10%	20%	-3%
	云服务	2.2	-22%	55%	-10%	30%	-12%
	计算机设备	2.3	-3%	44%	-3%	22%	5%
军工	航空航天	1.6	2%	59%	1%	43%	14%
电新	光伏风电	1.8	14%	65%	9%	56%	23%
	锂电	2.3	-1%	47%	-1%	35%	8%
医药	医疗设备	2.4	-1%	87%	0%	82%	8%
	化学制药	2.9	-8%	92%	-2%	89%	1%
	生物医药	2.0	-17%	77%	-10%	59%	-10%

		换手率		换手历史分位		相对换手历史分位	
		近4周	VS前4周	近4周	VS前4周	近4周	VS前4周
可选消费	汽车	2.1	39%	76%	27%	65%	56%
	家电	1.3	-16%	42%	-19%	12%	-5%
	轻工	2.3	-1%	74%	-2%	61%	17%
	纺服	1.9	15%	72%	11%	59%	34%
必选消费	食饮	1.6	-18%	64%	-20%	43%	-11%
	零售	1.9	-21%	78%	-10%	66%	-13%
	社服	2.7	-13%	71%	-8%	64%	-3%
	农牧	3.5	-25%	94%	-5%	91%	-6%
周期偏地产	钢铁	0.8	-12%	41%	-8%	22%	-2%
	煤炭	1.4	-25%	70%	-16%	62%	-15%
	建材	2.1	2%	64%	3%	41%	12%
周期偏化工	有色	1.6	-39%	47%	-35%	26%	-43%
	石化	0.4	-22%	76%	-13%	69%	-14%
	基化	2.3	-15%	67%	-14%	45%	-11%

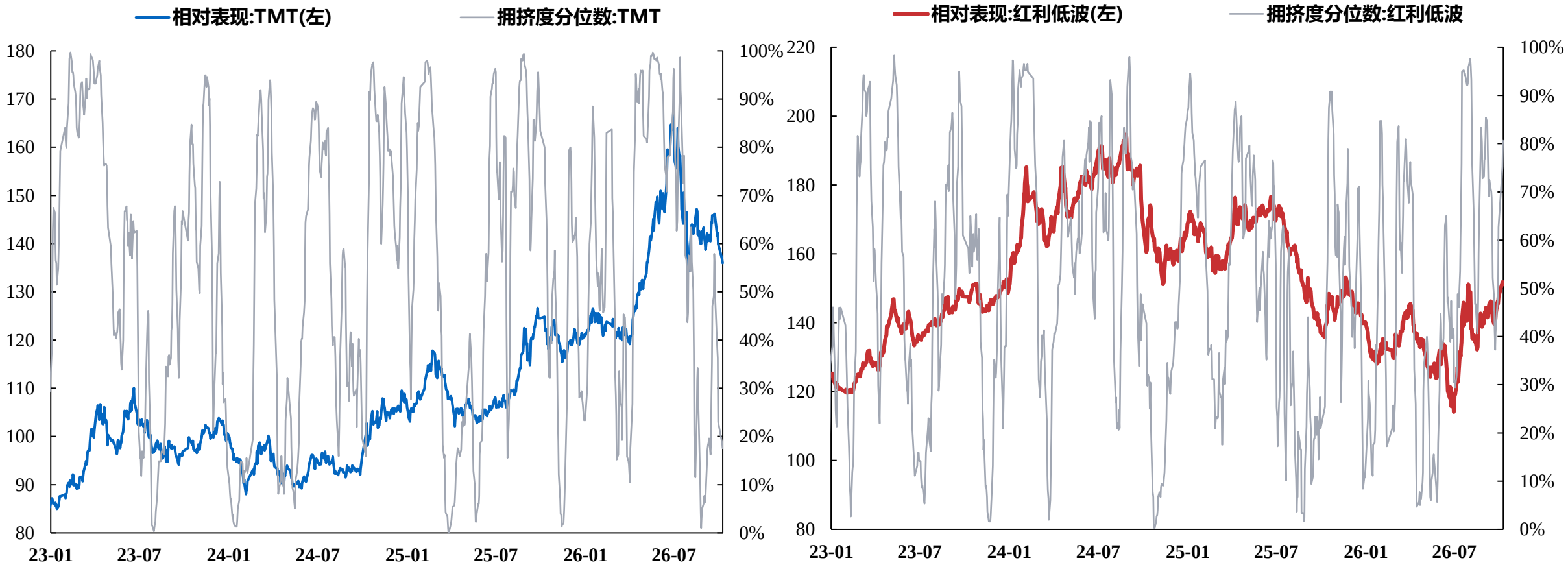
数据来源：Wind，财通证券研究所

市场结构-哑铃：当前红利热度抬升

TMT&红利的哑铃策略：无催化下，TMT&红利短期轮动，拥挤度分位就是轮动指引参考。

当前TMT拥挤度分位数之前持续趋势向下，当前至18%；红利拥挤度分位数上升至81%。

图表61：哑铃的拥挤度轮动



数据来源：Wind，财通证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

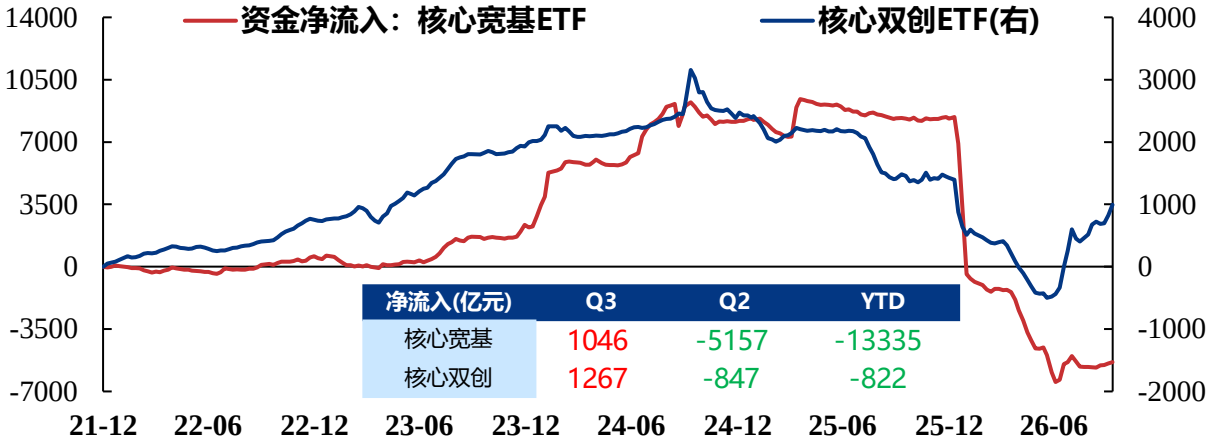
资金-ETF：宽基和价值增配暂缓，成长仍在增配

核心宽基：（核心宽基ETF基本是汇金，核心双创ETF半数是汇金），今年以来趋势流出，7月转向流入，但之后宽基回流幅度有限，双创趋势回流。

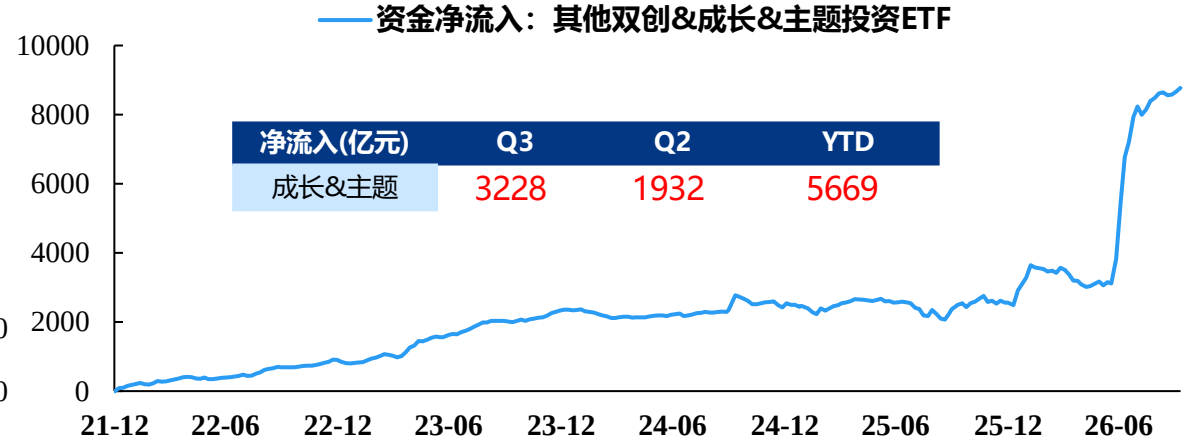
成长类配置：成长ETF6月中以来大幅买入，8月底以来放缓。

价值类配置：3月以来减价值，7月以来重新买入，8月之后仓位下降。

图表62：ETF净流入（亿元）



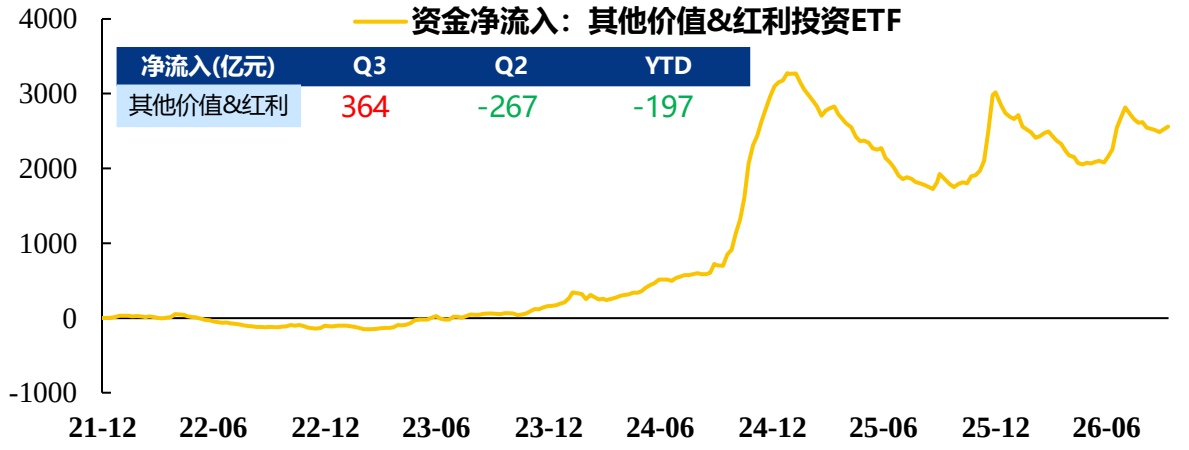
净流入(亿元)	Q3	Q2	YTD
核心宽基	1046	-5157	-13335
核心双创	1267	-847	-822



净流入(亿元)	Q3	Q2	YTD
成长&主题	3228	1932	5669



净流入(亿元)	Q3	Q2	YTD
价值类行业	3	-690	1032



净流入(亿元)	Q3	Q2	YTD
其他价值&红利	364	-267	-197

数据来源：Wind，财通证券研究所

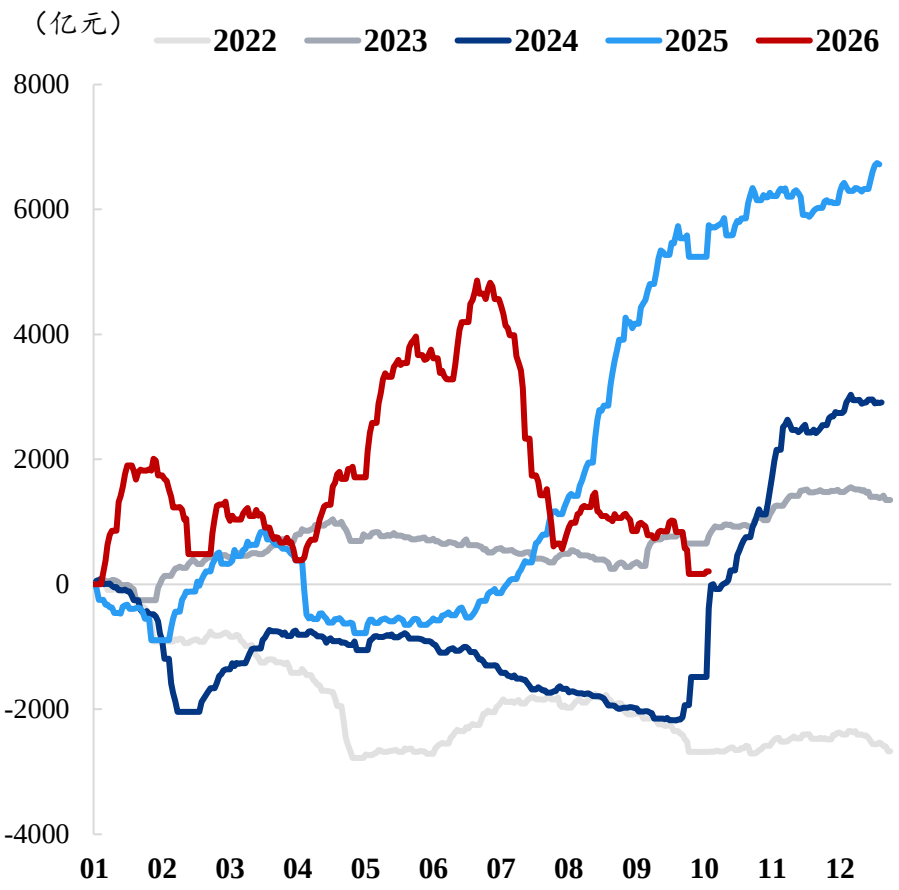
仅供内部参考，请勿外传

资金-融资：8-9月融资仍在流出

整体：Q3流入的近4700亿元，7月趋势流出，8月阶段回流后重新流出。**结构：**基本所有行业都在流出。

融资占比：电子和电新融资占比仍在提升（对应其他资金可能减仓更多）。

图表63：近几年融资余额YTD变化



数据来源：Wind，财通证券研究所

图表64：融资净流入&占比

单位：亿元，%		融资净流入			融资余额/自由流通市值						融资净流入			融资余额/自由流通市值			
		Q3	Q2	YTD	26-09	VS 6月	VS 25Y	VS 24Y			Q3	Q2	YTD	26-09	VS 6月	VS 25Y	VS 24Y
中证全指		-4665	3988	-60	4.8%	-0.2%	0.1%	0.4%		通信	-536	707	196	5.1%	0.2%	-0.3%	0.4%
上证50		-603	788	426	3.6%	-0.5%	0.6%	1.0%	科技	计算机	-287	48	-225	6.7%	-0.2%	0.3%	0.3%
沪深300		-1969	2148	601	4.1%	-0.3%	0.3%	0.8%		电子	-1573	2351	965	5.1%	0.4%	-0.2%	0.3%
中证500		-1021	615	-282	5.2%	-0.1%	-0.3%	-0.5%		传媒	-45	-36	-41	5.8%	-0.5%	0.7%	0.1%
中证1000		-911	631	-196	6.7%	0.1%	0.0%	0.2%		机械	-327	359	97	4.8%	0.0%	0.3%	0.5%
国证2000		-991	607	-311	6.1%	0.0%	0.0%	0.2%	制造	军工	-139	-18	-189	6.3%	0.0%	0.2%	0.4%
300成长		-1014	1467	619	4.1%	0.0%	0.6%	1.4%		电新	-259	29	-170	4.9%	0.4%	0.4%	1.3%
300价值		-404	194	94	3.4%	-0.8%	0.3%	0.7%	医药	医药	-142	2	-172	4.2%	-0.9%	-0.5%	-0.1%
中证红利		-195	55	-1	2.8%	-0.8%	0.1%	0.3%	稳定	电力	-84	-1	-24	4.0%	-0.6%	-0.4%	0.3%
红利低波		-163	32	-39	2.5%	-0.8%	0.0%	0.3%		交运	-68	27	-31	3.6%	-0.9%	0.1%	0.6%
创业板指		-804	992	191	5.3%	0.4%	0.1%	0.8%		地产	-33	-3	-73	5.7%	-1.3%	-1.1%	-0.4%
科创50		-383	598	289	4.3%	0.2%	-0.1%	0.8%	金融	建筑	-46	-5	-9	5.0%	-0.5%	0.5%	0.5%
科创100		-186	272	137	5.2%	0.4%	0.2%	0.4%	地产	银行	-117	0	-91	2.1%	-0.7%	-0.2%	0.2%
质量		-518	1126	726	4.5%	0.3%	0.7%	1.9%		非银	-158	37	9	7.1%	-0.4%	1.2%	0.8%
		融资净流入			融资余额/自由流通市值						融资净流入			融资余额/自由流通市值			
		Q3	Q2	YTD	26-09	VS 6月	VS 25Y	VS 24Y			Q3	Q2	YTD	26-09	VS 6月	VS 25Y	VS 24Y
电子	消费电子	-181	276	99	5.3%	0.4%	0.4%	1.0%	可选消费	汽车	-93	-76	-214	5.4%	-0.3%	0.0%	0.7%
	元器件	-206	345	193	5.0%	0.1%	-0.7%	1.0%		家电	-57	-10	-87	2.7%	-0.6%	-0.6%	0.7%
	半导体	-909	1406	575	4.7%	0.4%	-0.3%	0.0%		轻工	-8	6	-17	3.4%	-0.2%	0.0%	-0.2%
通信	通信设备	-514	712	232	5.4%	0.4%	-0.4%	-0.1%		纺服	-12	-8	-19	2.4%	-0.5%	-0.6%	-0.3%
	电信运营	-13	-4	-22	1.9%	-0.8%	-0.7%	0.0%		食饮	-55	41	-32	2.9%	-0.5%	0.3%	0.5%
	计算机软件	-107	-45	-179	6.7%	-0.2%	0.3%	0.0%	必选消费	零售	-15	-15	-51	4.5%	-0.7%	-0.4%	-0.3%
计算机	云服务	-41	-19	24	7.7%	-0.5%	1.3%	1.6%		社服	-5	-17	-37	3.8%	-0.6%	-0.4%	-0.2%
	计算机设备	-136	120	-61	6.1%	-0.2%	-0.3%	0.2%		农牧	-6	-26	-49	4.0%	-0.7%	-0.1%	-0.5%
军工	航空航天	-58	-12	-99	6.0%	-0.1%	-0.2%	0.5%		钢铁	-22	6	0	5.3%	-0.6%	1.0%	0.2%
电新	光伏风电	-80	-61	-139	6.3%	0.8%	0.4%	1.0%	周期偏地产	煤炭	-7	-16	-14	2.3%	-0.5%	-0.7%	-1.1%
	锂电	-60	37	-26	3.9%	0.6%	0.6%	1.5%		建材	-11	60	44	4.5%	0.9%	0.6%	0.7%
	医疗设备	-80	7	-77	3.6%	-1.2%	-1.0%	-0.3%		有色	-226	181	163	5.5%	-0.3%	1.0%	-0.2%
医药	化学制药	-21	22	-10	4.2%	-0.4%	0.0%	0.0%	周期偏化工	石化	-30	-1	-17	3.3%	-0.9%	-0.5%	-1.5%
	生物医药	-26	-21	-51	5.6%	-1.2%	-0.3%	0.0%		基化	-308	361	140	5.2%	0.1%	0.5%	0.4%

仅供内部参考，请勿外传

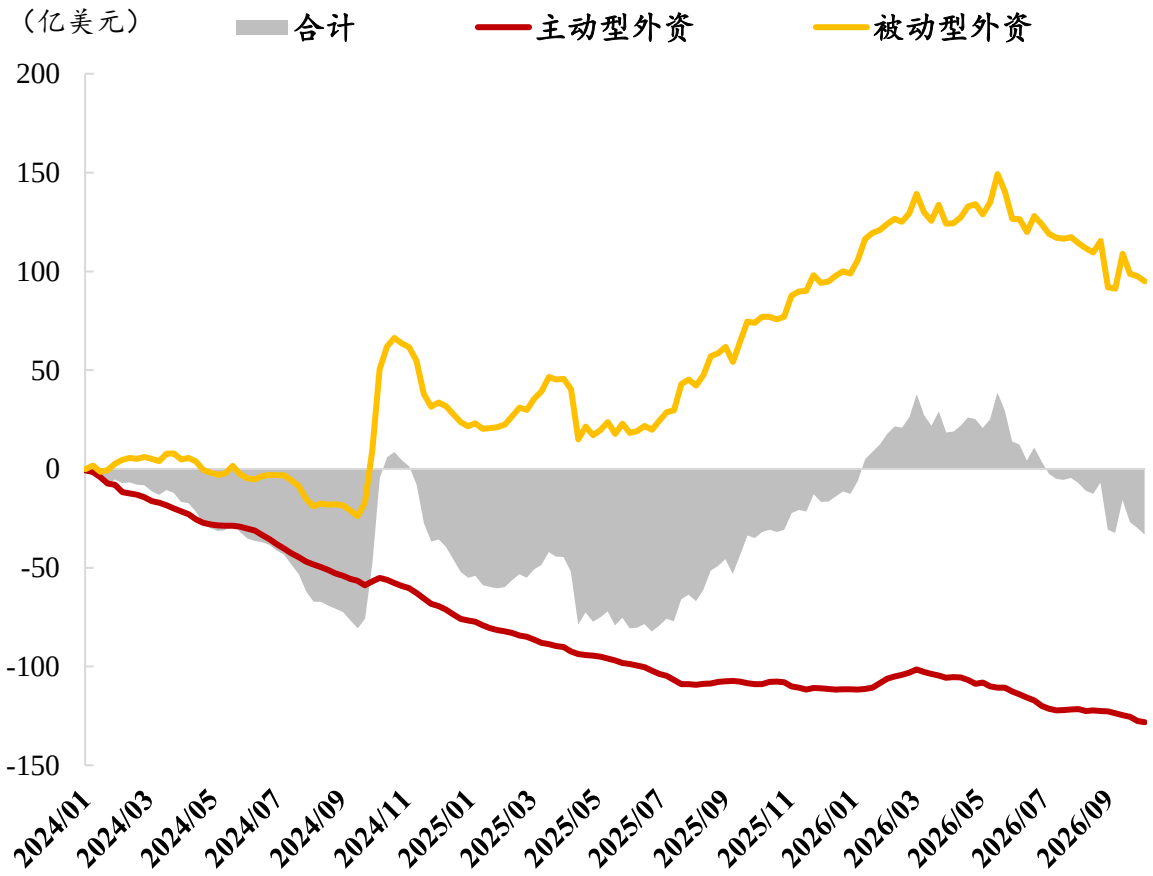
资金-外资：外资略微流出中国资产，主要流入美股

财通证券 CAITONG SECURITIES

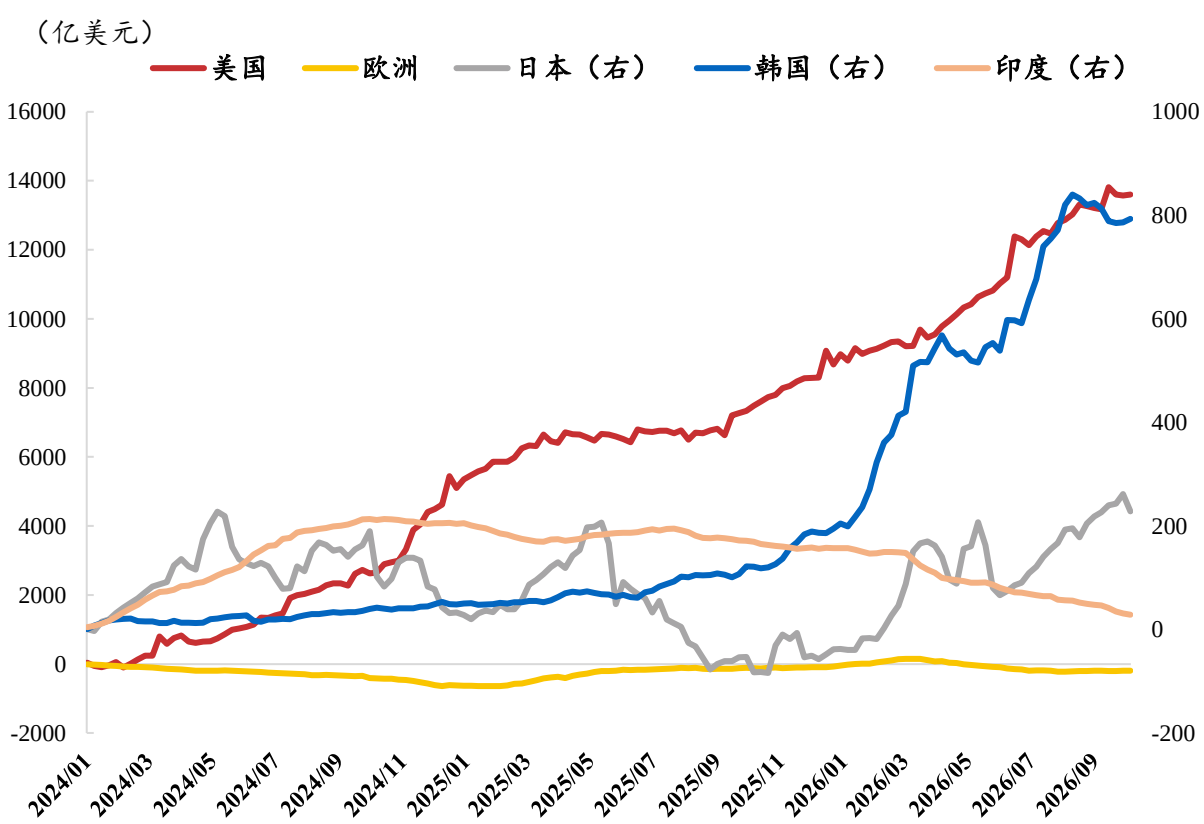
中国：9月主动/被动外资小幅净流出（约5/17亿美元）。

海外权益：主要流入美股（近400亿美元）。

图表65：主被动外资中国权益资产流向



图表66：外资对于其他国家资产流向



数据来源：Wind，EPFR，财通证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

- **全球地缘风险：**美伊冲突存在延续风险，进而影响全球油价和供应链等。
- **全球经济衰退风险：**高油价压制全球景气，硬着陆衰退的风险增加，进而影响中国景气。
- **海外金融风险超预期：**美国潜在的二次通胀风险可能导致降息幅度低于预期（或加息幅度超预期），同时叠加美股相对高位，存在美国股市等金融市场波动加大的风险。
- **历史经验失效：**本文结合历史政策效果、经济周期、股市行情等经验对当下进行分析，存在历史经验失效的可能。

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

以报告发布日后6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

行业评级

以报告发布日后6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。

仅供内部参考，请勿外传

财通证券
CAITONG SECURITIES

选择财通　财运亨通

欢迎关注财通证券研究所微信公众号