



外需走强内需偏弱，股弱债强市场波动加剧

——鑫元周观点（2026. 10. 12-2026. 10. 18）

一、核心观点

宏观方面，2026 年 9 月国内出口增速显著抬升，进出口环比均明显强于季节性。AI 及电子产业链仍是核心支撑，价格上涨贡献较大，汽车、劳动密集型及地产后周期产品同步改善，外贸景气向更多品类和市场扩散。通胀方面，CPI 同比温和回升，PPI 涨幅明显扩大，主要由能源及上游原材料涨价推动，核心 CPI 持平、终端价格传导偏弱，内需尚未全面修复。金融方面，社融主要依靠政府债支撑，居民融资、企业中长贷及资金活化仍偏弱。市场层面，资金宽松与配置需求仍支撑债市，长端及超长端利率仍有下行空间，但需关注宽松预期兑现及止盈波动；权益机会仍集中于涨价链、AI 算力链及景气改善的出口链。海外方面，美国 9 月 CPI 同比及核心 CPI 同比、环比超预期，核心商品与服务同步走强，通胀扩散风险加剧，美联储加息预期升温，短期压制风险偏好。

权益市场方面，上周 A 股各宽基指数延续调整态势，美国 9 月通胀读数大超预期，美债收益率上行，A 股宏观流动性受到冲击，交易拥挤度继续释放，权重相对抗跌、双创跌幅更深。其中，创业板指下跌 8.9%，科创 50 下跌 6.77%，中证 1000 下跌 6.62%，中证 500 下跌 6.60%，万得全 A 下跌 5.10%，上证指数下跌 2.56%；行业层面，31 个申万一级行业中剔除综合后 30 个行业 2 涨 28 跌，食品饮料、银行涨幅居前，煤炭、石油石化、家用电器相对抗跌，而通信、电子、电力设备、有色金属等跌幅居前。从估值看，上周各宽基指数和各行业估值多数下行，科创 50 估值回落明显，上证 50 估值相对企稳；行业板块中银行、食品饮料估值上行最多，通信、电子、房地产估值下行最多，当前农林牧渔、建筑材料板块估值处于历史较高水平，非银金融、有色金属、美容护理板块估值处于历史较低水平。从资金面看，10 月 16 日融资买入额占 A 股成交额比例为 7.55%，较 10 月 9 日的 7.85% 下行，反映出杠杆资金加仓意愿减弱，上周融资净卖出前三行业为电子、通信、电力设备。

海外市场方面，上周海外股市涨跌互现。美国股市方面，道指上涨 0.67%，标普 500 下跌 1.95%，纳指下跌 4.48%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 3.13%，德国 DAX 上涨 2.13%，法国 CAC40 上涨 1.97%；亚太股市方面，日经 225 下跌 5.37%，恒生指数下跌 0.10%。美国 9 月

CPI、核心 CPI 同比均高于预期，通胀扩散风险加剧，抬升了 10 月美联储加息的可能性，加息预期短期压制美股风险偏好，但 AI 产业趋势与盈利增长仍有支撑。A 股方面，调整已接近尾声，双创已跌破 7 月下旬低点，当前是“一次性出清”而非“反弹后二次探底”，调整的时间与空间都已充分；AI 上市公司三季报超预期，叠加 ETF 持续获场外资金申购及金融街论坛政策窗口，市场有望在未来数个交易日内完成底部构造。

固收市场方面，债市整体呈现“极致逼空—高位剧震—修复企稳”的走势。全周交易主线围绕“资产荒下的踏空焦虑与欠配抢筹冲动”与“监管预期扰动、止盈压力”之间的激烈博弈展开；底层逻辑则是“宽资金、弱现实”与“交易结构极度拥挤”的碰撞：央行超额续作买断式逆回购，DR001 降至 1.27%附近，9 月 CPI 同比仅 0.9%，社融、信贷需求低迷，但市场仓位与交易结构高度集中。行情层面，周初至周三，在股债跷跷板与欠配压力驱动下，超长端极致下行，30Y 国债接连下破 2.10%、下探 2.04%关口，10Y 逼近 1.63%，TL 合约连刷年内新高；活跃券与老券利差压缩至极致，市场一度“一券难求”，逼空特征鲜明。周四午后，受部分机构债券投资风险相关市场消息影响，止盈压力集中释放，国债期货回落，收益率自低位回升，回吐部分周内下行幅度。周五情绪逐步修复，午后国债期货翻红，现券收益率震荡下行。全周收益率曲线由牛平转为震荡走陡，机构行为呈现交易盘主导、配置盘被裹挟的特征。整体看，弱复苏、宽货币与欠配格局仍是底层逻辑，但短期交易结构拥挤、对消息敏感度上升，债市进一步下行仍需更多实质性利好。截至 10 月 16 日，中债 1 年、3 年、5 年、7 年、10 年和 30 年期国债收益率分别为 1.17%、1.27%、1.38%、1.47%、1.65%和 2.06%，较 10 月 10 日分别下行 4.44bp、0.74bp、2.54bp、4.03bp、3.69bp 和 2.70bp；10Y-1Y 利差走阔 0.75bp 至 47.77bp，30Y-10Y 利差走阔 0.99bp 至 41.20bp。整体看，价格及外贸数据走强尚未改变资金宽松主导的交易节奏，但周四的回调也提示，低收益率环境下止盈盘与预期变化可能放大波动。

二、 宏观动态

（一）国内宏观

2026 年 9 月 CPI 同比上涨 0.9%（前值 0.8%），环比上涨 0.2%，核心 CPI 同比持平于 1.0%、环比持平；PPI 同比上涨 5.0%（前值 3.8%），环比上涨 1.2%。能源价格是本月通胀回升的主要驱动，布伦特原油现货月均价升至 117.08 美元/桶，环比上涨 28.52%，石油、煤炭及有色、化工价格同步走强。PPI 与 CPI 同比剪刀差扩大至 4.1 个百分点，生产资料、生

活资料价格同比分别为 6.5%、-0.1%，上游涨价向终端传导仍不充分，核心价格及服务价格尚未显示需求全面改善。

9 月出口增速显著抬升，外贸景气进一步扩散。2026 年 9 月出口金额（以美元计价，下同）同比增长 36.3%，较前值 25.0%上行 11.3 个百分点；进口同比增长 31.0%，较前值 28.2%上行 2.8 个百分点，贸易顺差扩大至 1335.3 亿美元。出口、进口环比分别增长 11.4%、11.1%，均明显高于过去五年同期均值。集成电路、计算机相关产品仍为主要支撑，汽车、劳动密集型及地产后周期产品出口同步改善，对美国、东盟和欧盟出口均明显走强。

9 月金融数据呈现政府融资支撑、实体需求仍弱的特征。新增人民币贷款 10800 亿元，同比少增 2100 亿元；新增社融 35491 亿元，同比多增 192 亿元，社融存量同比增长 7.1%，较上月回落 0.1 个百分点。政府债券融资 15331 亿元，同比多增 3438 亿元，剔除政府债后社融增量仍同比少增 3246 亿元。居民短贷净减少，企业中长贷仍同比少增，企业贷款多增主要受票据融资同比少减支撑。M2、M1 同比分别增长 7.2%、3.2%，较上月回落 0.3、0.9 个百分点，M1 与 M2 增速差降至-4.0 个百分点，资金活化仍待改善。

美国 9 月通胀读数上行，涨价范围扩大。CPI 同比 3.7%，预期 3.6%，前值 3.4%；核心 CPI 同比 2.6%，预期 2.4%，前值 2.4%。CPI 环比 0.6%，与预期一致，前值 0.4%；核心 CPI 环比 0.3%，预期 0.2%，前值 0.3%。能源上涨叠加核心商品、居住及交运服务走强，通胀扩散风险加剧。数据公布后，美债收益率、美元指数上行，美股、黄金及铜价下跌，市场加息预期升温。

（二）海外宏观

美国 8 月非农数据大超预期。美国 8 月季调后非农就业人口新增 16.2 万人，创 3 月以来新高，远超市场预期的 5.6 万人。6 月和 7 月新增就业人数合计上修 5.5 万人；8 月失业率维持在 4.1%的低位。数据公布后，美联储 9 月加息预期显著升温。若 8 月 CPI 数据同样超预期，加息几乎将成定局。

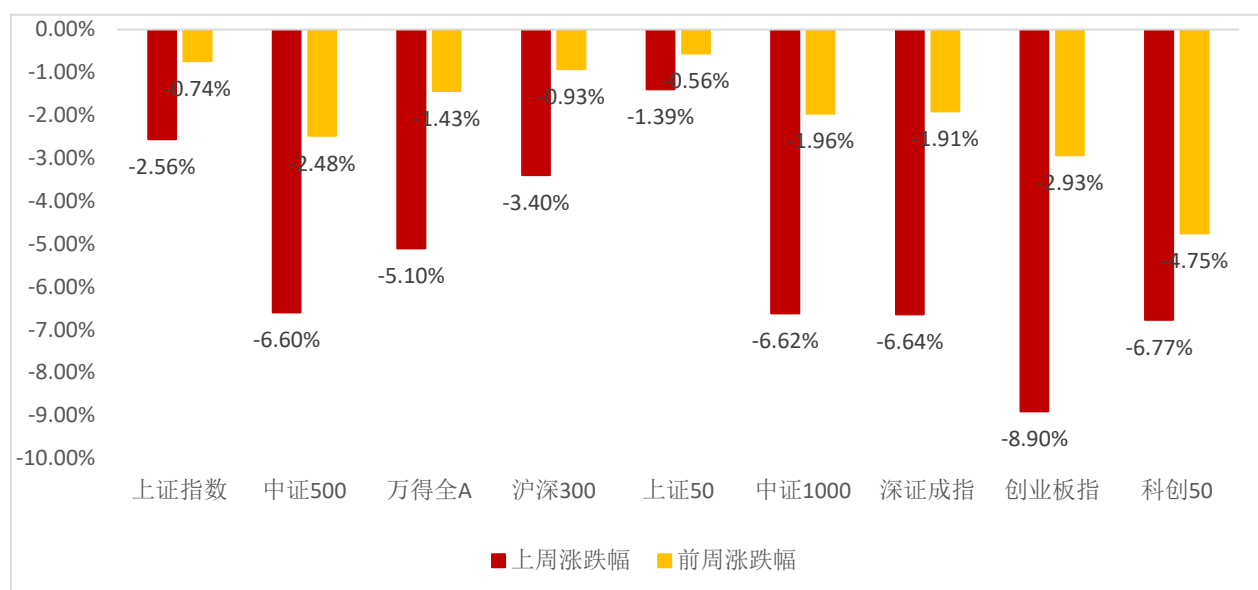
美联储理事沃勒表示，如通胀压力降温，他倾向于在美联储货币政策会议上支持维持利率不变。但他同时警告称，如果通胀数据表现火热，9 月进一步加息仍然是一种可能。沃勒讲话发布后，交易员降低了对美联储 9 月加息押注。

三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

图：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股宽基指数延续调整走势。美国 9 月通胀读数大超预期，美债收益率上行，A 股宏观流动性受到冲击，交易拥挤度继续释放，各宽基指数延续调整态势。其中，创业板指下跌 8.9%，科创 50 下跌 6.77%，中证 1000 下跌 6.62%，中证 500 下跌 6.60%，万得全 A 下跌 5.10%，上证指数下跌 2.56%。31 个申万一级行业中，剔除综合后 30 个行业 2 涨 28 跌，领涨（仅 2 个）：**食品饮料（+1.89%）、银行（+1.52%）**。相对抗跌：煤炭（-0.14%）、石油石化（-0.82%）、家用电器（-0.88%）。领跌：**通信（-10.87%）、电子（-8.75%）、电力设备（-7.42%）、有色金属（-7.32%）、基础化工（-6.98%）、机械设备（-6.93%）**。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

2026/10/16		同比前周变化		历史以来		同比前周变化		10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
上证指数	15.2	↓	0.29	43.4	↓	3.32	69.7%	77.6%	71.0%	
深证成指	26.5	↓	1.71	55.5	↓	10.38	53.3%	58.2%	46.2%	
上证 50	10.8	↑	0.09	45.7	↑	3.09	64.9%	61.4%	50.7%	
沪深 300	13.0	↓	0.15	46.3	↓	3.16	61.1%	62.4%	54.3%	
中证 500	29.2	↓	1.94	46.5	↓	7.28	56.7%	78.8%	72.4%	
中证 1000	38.5	↓	2.64	44.0	↓	10.42	44.0%	58.5%	56.0%	
创业板指	31.9	↓	2.93	12.1	↓	5.55	13.8%	21.9%	22.9%	
科创 50	110.9	↓	8.61	77.8	↓	0.97	77.8%	77.8%	77.2%	

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

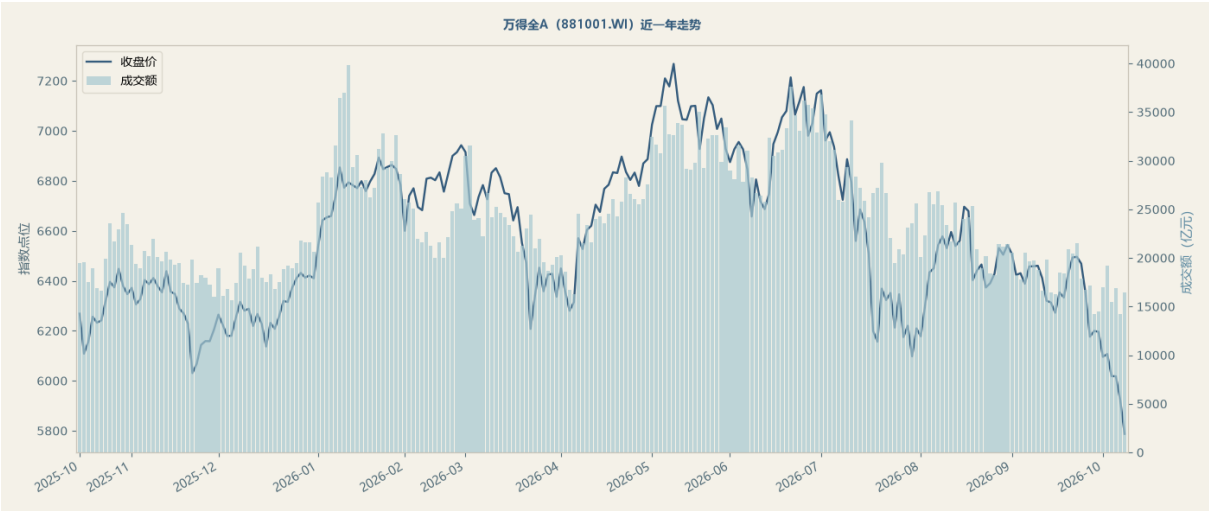
	2026/10/16	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数		
农林牧渔(申万)	79.2	↓	2.55	89.54%	↓	0.65	89.5%	87.2%	83.3%
基础化工(申万)	23.7	↓	1.78	38.51%	↓	8.08	38.5%	61.1%	50.9%
钢铁(申万)	29.4	↓	0.58	62.99%	↓	1.64	63.0%	83.8%	78.9%
有色金属(申万)	15.5	↓	1.19	7.84%	↓	3.40	7.8%	12.4%	16.2%
电子(申万)	50.5	↓	4.77	57.25%	↓	11.52	57.2%	69.4%	61.1%
家用电器(申万)	14.6	↓	0.13	36.86%	↓	3.38	36.9%	40.6%	42.8%
食品饮料(申万)	21.1	↑	0.39	22.91%	↑	3.90	22.9%	18.0%	23.5%
纺织服饰(申万)	24.2	↓	0.43	42.59%	↓	3.12	42.6%	52.9%	47.9%
轻工制造(申万)	32.2	↓	1.58	60.76%	↓	4.01	60.8%	91.2%	88.5%
医药生物(申万)	31.4	↓	1.77	26.62%	↓	6.71	26.6%	42.2%	44.9%
公用事业(申万)	21.6	↓	0.35	58.61%	↓	2.56	58.6%	65.4%	62.7%
交通运输(申万)	16.7	↓	0.39	45.48%	↓	4.53	45.5%	55.1%	62.1%
房地产(申万)	13.3	↓	4.07	47.06%	↓	19.05	47.1%	59.7%	48.6%
商贸零售(申万)	31.8	↓	1.45	55.11%	↓	5.08	55.1%	62.4%	51.0%
社会服务(申万)	39.9	↓	1.93	28.47%	↓	5.63	28.5%	36.2%	18.7%
综合(申万)	73.7	↓	4.39	85.04%	↓	3.73	85.0%	93.5%	91.5%
建筑材料(申万)	34.3	↓	2.33	83.54%	↓	3.74	83.5%	94.0%	92.2%
建筑装饰(申万)	14.2	↓	0.33	72.50%	↓	0.67	72.5%	94.7%	94.0%
电力设备(申万)	25.4	↓	2.13	13.84%	↓	3.41	13.8%	21.9%	20.7%
国防军工(申万)	55.5	↓	1.15	20.21%	↓	4.40	20.2%	27.2%	31.8%
计算机(申万)	56.9	↓	2.99	45.36%	↓	9.80	45.4%	43.6%	34.9%
传媒(申万)	34.5	↓	0.46	29.65%	↓	1.91	29.7%	45.7%	37.5%
通信(申万)	41.5	↓	5.06	57.88%	↓	12.68	57.9%	74.3%	76.1%
银行(申万)	6.5	↑	0.09	59.90%	↑	5.10	59.9%	67.1%	78.0%
非银金融(申万)	8.8	↓	0.19	0.00%	↓	0.12	0.0%	0.0%	0.0%
汽车(申万)	23.8	↓	1.17	50.26%	↓	7.35	50.3%	32.3%	11.8%
机械设备(申万)	37.0	↓	2.70	65.57%	↓	2.97	65.6%	86.4%	84.5%
煤炭(申万)	18.8	↓	0.02	74.60%	↓	0.07	74.6%	92.2%	89.9%
石油石化(申万)	16.6	↓	0.14	43.18%	↓	0.61	43.2%	65.7%	67.6%
环保(申万)	23.4	↓	1.69	43.87%	↓	7.87	43.9%	69.6%	72.7%
美容护理(申万)	28.2	↓	0.81	11.84%	↓	4.10	11.8%	10.4%	5.4%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数和各行业估值多数下行。从行业板块看，上周银行、食品饮料上行最多，通信、电子、房地产估值下行最多。当前**农林牧渔**、**建筑材料**板块估值处于历史较高水平；**非银金融**、**有色金属**、**美容护理**板块估值处于历史较低水平。

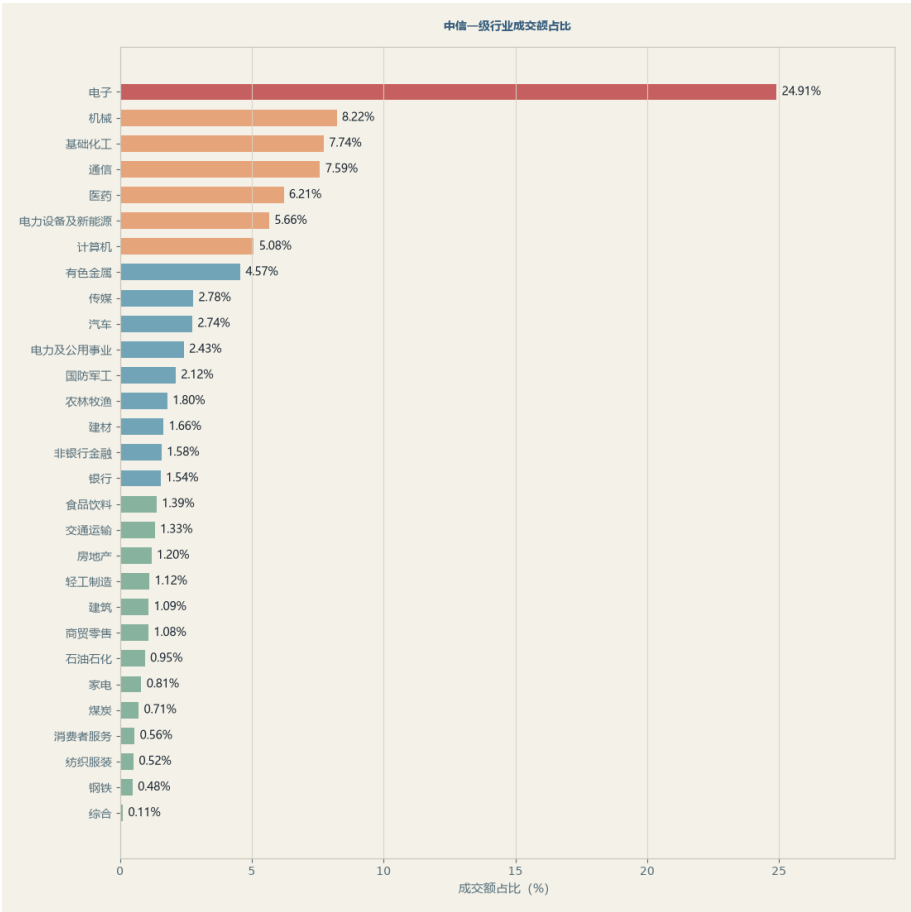
3、权益市场情绪

图：万得全 A（881001.WI）近一年价量走势



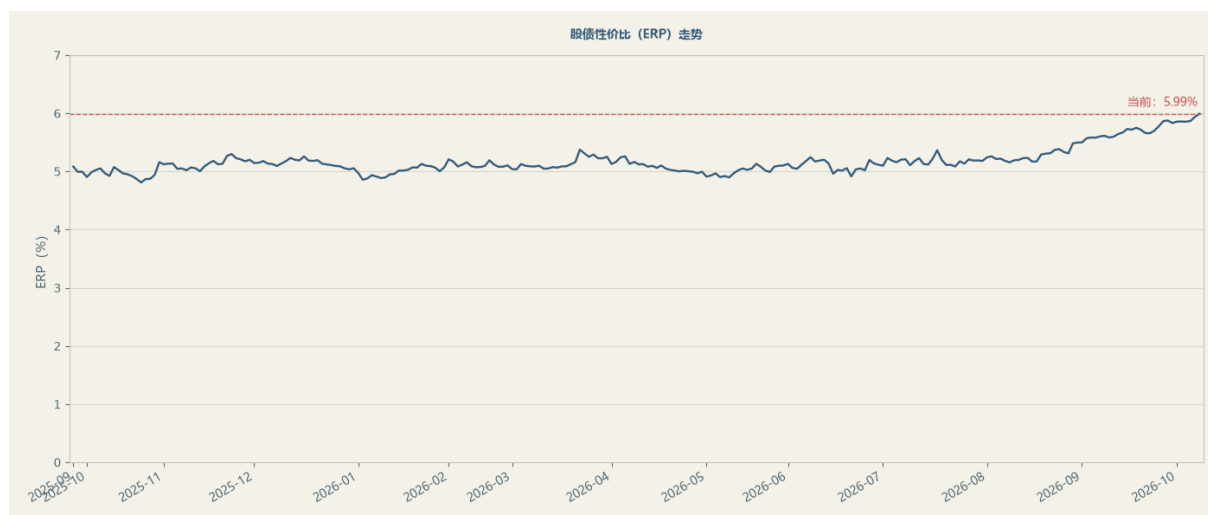
近一周万得全 A 指数震荡调整，累计下跌 5.06%。从成交额来看，市场交投活跃度有所回落，周内日均成交额约 1.65 万亿元。截至 2026 年 10 月 15 日，万得全 A 收于 5787.54 点，近一年累计下跌 7.67%。

图：中信一级行业成交额占比



从行业成交额占比来看，电子行业以 24.91% 的占比位居首位，显著高于其他行业，显示资金高度集中。机械（8.22%）、基础化工（7.74%）、通信（7.59%）和医药（6.21%）分列二至五位，成交额分布呈现明显的头部集中特征。

图：股债性价比（ERP）走势

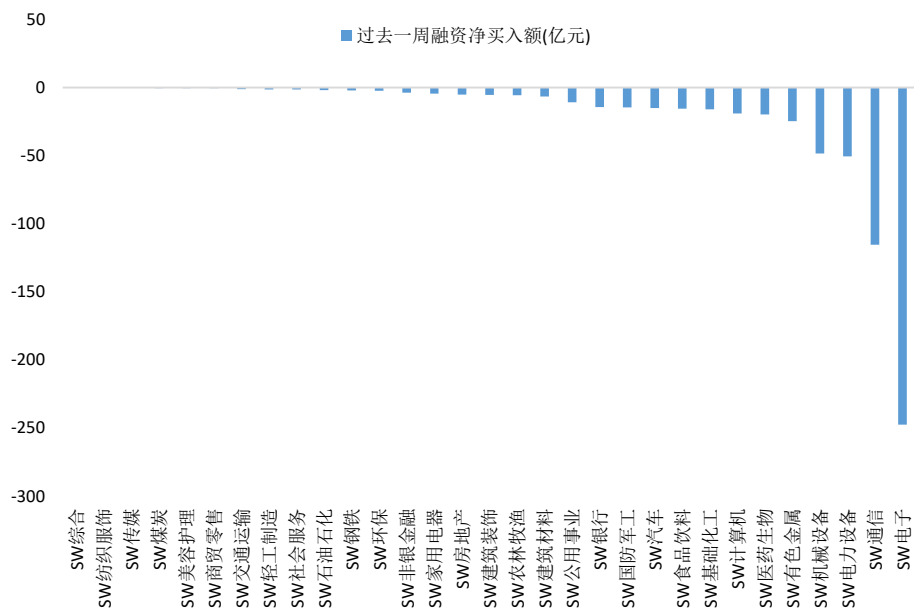


当前 ERP 值为 5.44%，处于 2016 年以来 84.44% 的分位水平，权益资产相对于债券资产的性价比处于较高水平。从走势来看，ERP 近一年震荡抬升，近一周由 5.86% 上行至 5.44%，创近一年新高。

4、权益市场资金

10 月 16 日，融资买入额占 A 股成交额比例为 7.55%，较 10 月 9 日的 7.85% 下行。截至 10 月 16 日，上周融资净卖出的前三行业为电子、通信、电力设备。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

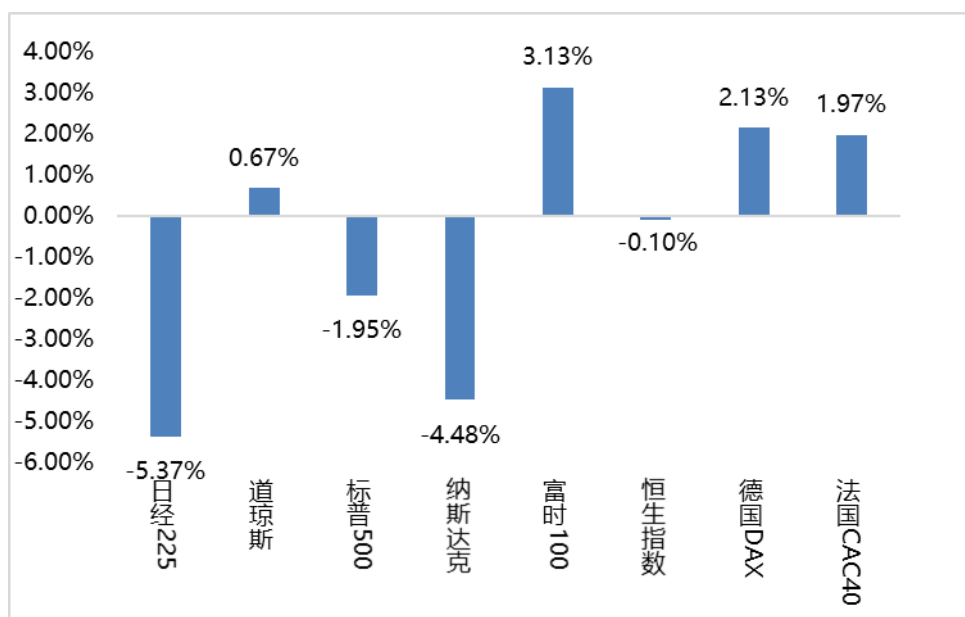


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市涨跌互现。美国股市方面，道指上涨 0.67%，标普 500 下跌 1.95%，纳指下跌 4.48%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 3.13%，德国上涨 2.13%，法国上涨 1.97%；亚太股市方面，日经指数下跌 5.37%，恒生指数下跌 0.10%。

图：上周海外主要指数涨跌

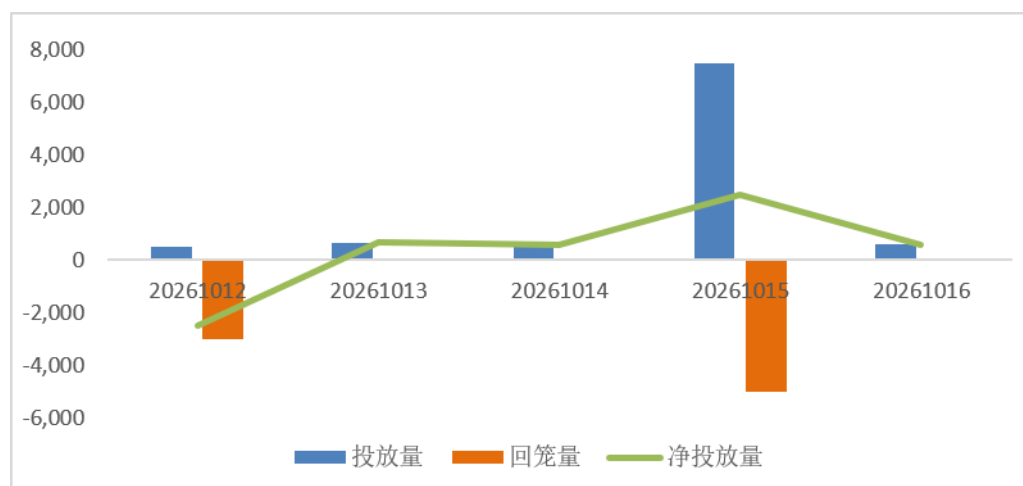


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行进行 2760 亿元逆回购及 7000 万亿买断式逆回购操作，因有 3020 亿元逆回购和 5000 亿买断式逆回购到期，整体上实现净投放 1740 亿元。

图：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 2800 亿元，地方政府债计划发行 851 亿元，整体净缴款 3588 亿元。

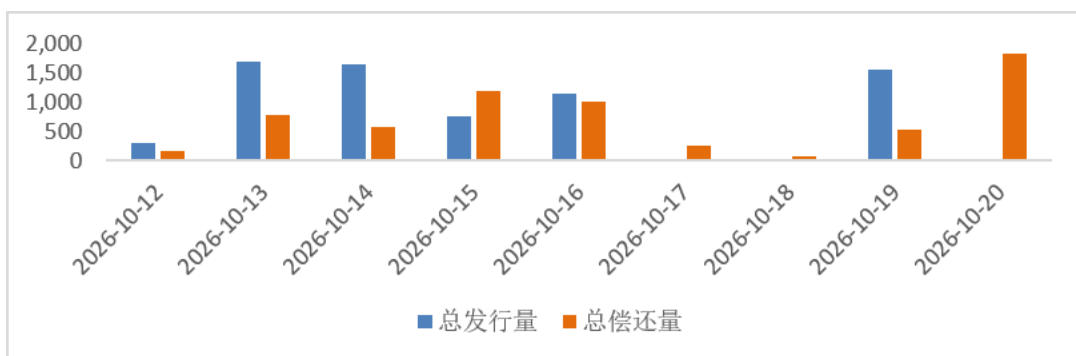
图：10 月 19-10 月 23 日政府债发行缴款

单位：亿元

	10 月 19 日		10 月 20 日		10 月 21 日		10 月 22 日		10 月 23 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	170	1350	146	1200	140	0	230	250	165
到期	0	449	0	38	0	140	650	9	0	655
缴款	1401	892	0	170	1350	146	1200	140	0	230
净缴款	1844		131		1356		682		-425	

同业存单发行：本周（10 月 19-23 日）存单到期 7558 亿元，较前一周的 3711 亿元有所增加。

图：同业存单到期与发行

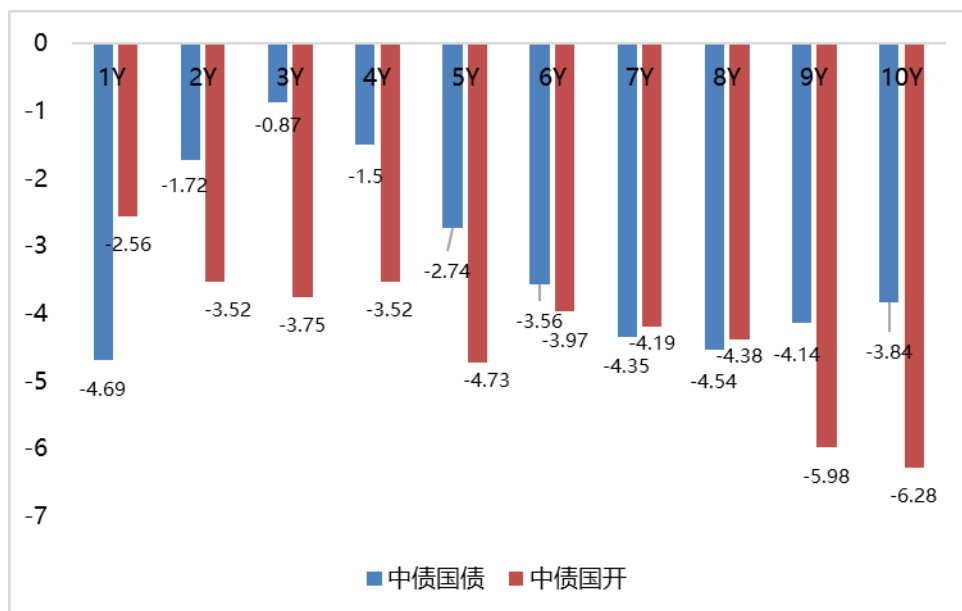


回购市场：上周资金面整体呈现均衡宽松格局。跨季扰动因素消退，逆回购到期规模仅 3020 亿元，政府债券转为净偿还，常规性扰动对资金面的影响有限。尽管如此，央行公开市场操作仍维持一定规模的净投放，叠加买断式逆回购加量续作 2000 亿元，呵护流动性的政策意图较为明确。在此背景下，人行净融出规模回升至 5 万亿元以上，资金面保持均衡宽松态势。截至上周五，R001 与 R007 分别收于 1.31%和 1.38%，均与前一周五基本持平。

票据利率：票据利率整体低位运行。人行全周以 0.5%的价格进场收跨年票，其他银行跟随，需求不断释放；供给方面，一级票源供给维持高位，但转贴端出票谨慎，供需博弈下，12 月至跨年票稳定在 0.5%，1M 票从周一的 0.54%下行至 0.5%。

（三）债券市场

图：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表：中债国债期限利差（2026 年 10 月 16 日）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	10.26	10.86	26.65	26.57
环比	3.82	-1.87	-1.10	-4.14
年初以来	5.68	-13.93	5.01	57.43
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	23.68	15.38	19.18	45.24
2016 年以来分位数	18.88%	19.96%	83.75%	25.30%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表：中债中短期票据信用利差（2026 年 10 月 18 日）

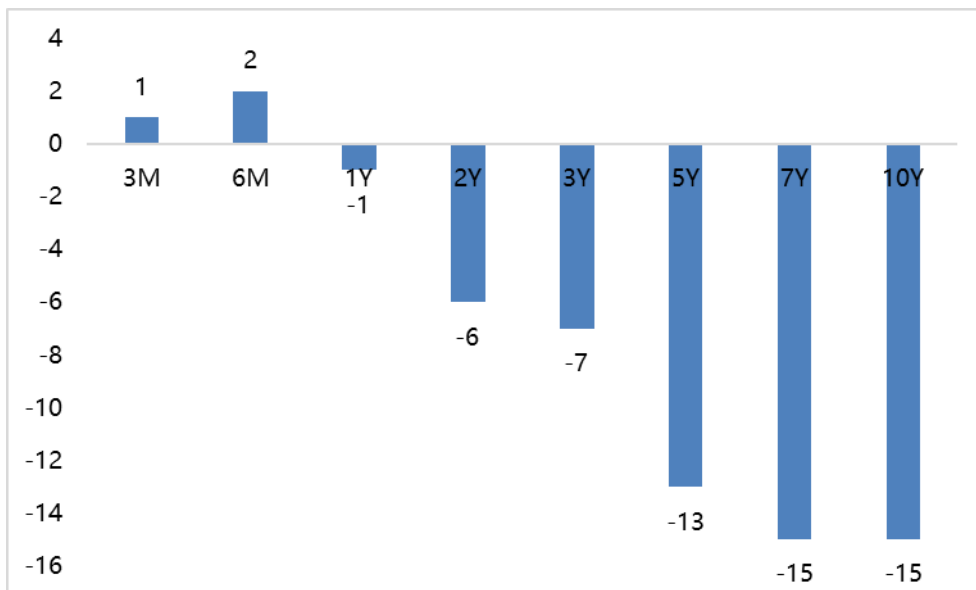
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	9.86	16.7	17.27	19.37	18.98
环比	0.79	1.02	0.60	0.92	3.06
年初以来	-6.75	1	-2.14	-3.96	-0.85
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	40.92	33.48	35.88	40.03	41.40
2016 年以来分位数	2.34%	8.94%	6.64%	4.56%	4.01%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周中债国债期限利差涨跌互现。其中，3-1 年期利差上行 3.82BP 至 10.26BP，5-3 年期利差下行 1.87BP 至 10.86BP，10-5 年期利差下行 1.10BP 至 26.65BP，10 年期-R007 利差下行 4.14BP 至 26.57BP。

中短期票据信用利差全线走扩。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走扩 0.79BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走扩 1.02BP，中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走扩 0.60BP；中债 4 年期 AAA 级中短期票据信用利差走扩 0.92BP，中债 5 年期 AAA 级中短期票据信用利差走扩 3.06BP。

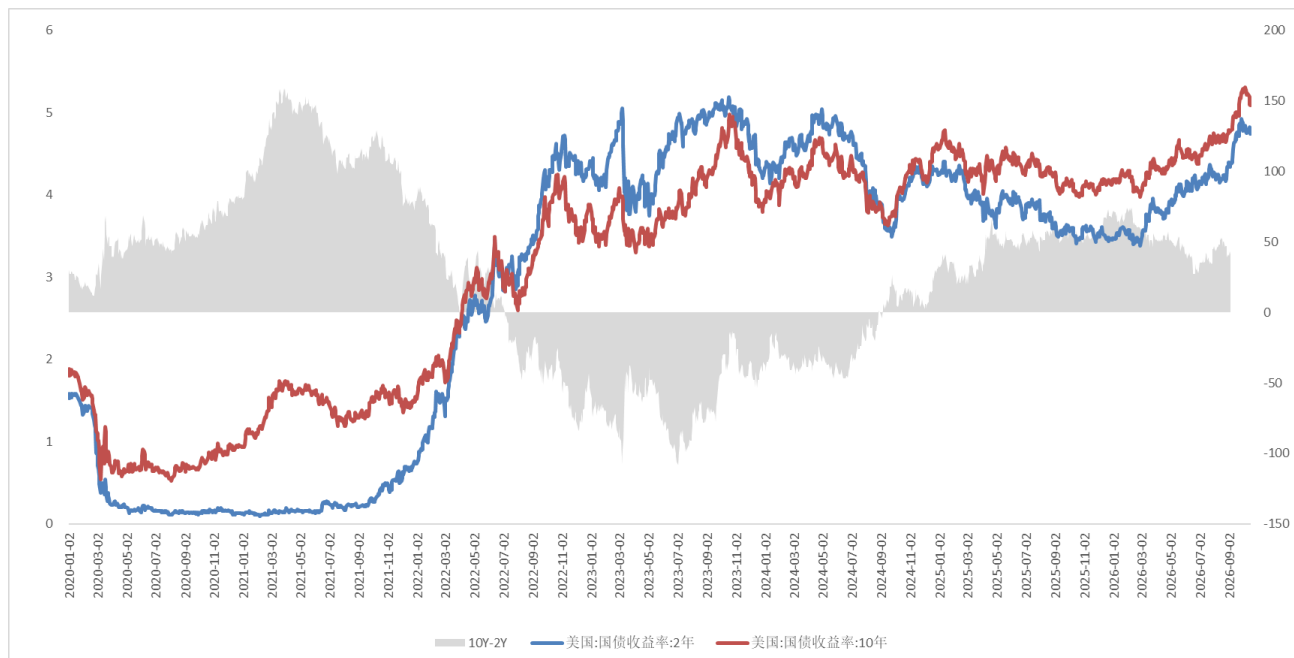
图：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率普遍下跌。1年期美债收益率下跌1BP，3年期美债收益率下跌7BP，10年期美债收益率下跌15BP。

图：10年期和2年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

(四) 外汇市场

上周美元指数小幅下行，在岸人民币汇率有所升值，离岸人民币汇率同步升值。上周美

元指数下跌 0.44%；人民币兑美元中间价升值 0.16%，即期汇率升值 0.08%，离岸人民币汇率升值 0.10%。

表：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	101.7827	6.722	6.6868	6.6863
对照日期	102.2306	6.733	6.6921	6.6931
涨跌	-0.44%	0.16%	0.08%	0.10%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

国内方面，2026 年 9 月出口金额同比增长 36.3%，较 8 月明显提速，进出口环比均显著强于季节性，外贸对经济增长的支撑增强。结构上，AI 及电子产业链仍是核心增长来源，集成电路、计算机相关产品出口保持高增，其中价格上涨贡献较大。汽车及零部件、劳动密集型和地产后周期产品同步改善，欧美和东盟市场共同提供支撑，出口景气进一步扩散。后续关注全球 AI 资本开支、海外补库持续性及贸易政策变化。通胀方面，9 月 CPI 同比上涨 0.9%，核心 CPI 同比持平于 1.0%，PPI 同比涨幅扩大至 5.0%。价格回升主要由能源和上游原材料推动，石油、煤炭、有色及化工价格走强，但核心 CPI 环比持平、服务价格环比转负，内生需求仍偏弱。PPI 与 CPI 同比剪刀差扩大至 4.1 个百分点，利润进一步向上游集中的同时，部分中下游企业面临成本上升与提价能力不足的约束。后续 PPI 走势仍取决于能源价格及其传导，单月上游涨价尚不足以推导货币政策转向收紧。金融方面，9 月新增人民币贷款 1.08 万亿元，新增社融 3.55 万亿元，均高于预期，但主要由政府债融资及票据支撑，社融和贷款存量增速继续回落，居民融资及企业中长贷仍偏弱。M1 增速回落快于 M2，财政资金释放弱于去年同期，资金活化尚待改善。四季度政府债发行及政策性金融工具有望支撑社融，但内生融资需求修复仍需观察财政支出、项目落地及订单改善。对于债市而言，外需高增与 PPI 上行形成一定扰动，但内需融资偏弱、核心通胀温和的格局未变。资金宽松、机构配置需求较强，以及国债相对其他融资资产的性价比提升，仍支撑长端特别是超长端收益率下行。短期宽松预期已有一定交易，需关注金融街论坛政策信号及降准降息预期兑现情况，警惕预期落空后的止盈波动，并观察资金利率低位运行的持续性。权益方面，盈利结构分化仍

是主要特征，关注有色、化工、煤炭等涨价链及高景气 AI 算力链。出口景气扩散亦有助于汽车及零部件、家电、轻工纺服等行业盈利改善，政策相关内需板块则需等待财政资金向项目建设和企业订单传导。

海外方面，美国 9 月 CPI、核心 CPI 同比分别为 3.7%、2.6%，均高于预期，核心 CPI 环比 0.3%，亦超预期。能源、核心商品与核心服务同步走强，通胀扩散风险加剧，抬升了 10 月美联储加息的可能性。后续关注油价及美国需求韧性，警惕能源向服务价格二次传导。加息预期短期压制美股风险偏好，但 AI 产业趋势与盈利增长仍有支撑。美债方面，加息预期消化及高收益率带来的配置需求，可能推动长端收益率短期筑顶回落；中长期 AI 投资及融资供给增加，仍可能抬升利率中枢。

（二）权益市场展望和策略

调整已非常接近尾声，一轮大规模反弹近在咫尺。分母端，10 年期美债单周-15bp 至 5.09%、中债 10 年期降至 1.648%；筹码端，两融降至 2.48 万亿元、低于 7 月底部，成交缩至 1.57 万亿元；情绪端，31 个申万一级行业仅食品饮料、银行上涨；时空端，上证自 5 月 13 日高点-12.41%、历时 5 个月，双创自 7 月 1 日高点-34.93%与-36.90%、历时 3 个半月，且已跌破 7 月下旬低点。

跌破 7 月下旬低点不必恐慌，相反应更兴奋。这恰恰证明上证自 5 月中旬、双创自 7 月初以来一直在调整，期间没有任何指数级别反弹，大级别反弹与上涨都还未曾展开。当前是“一次性出清”而非“反弹后二次探底”，调整的时间与空间都已充分——越充分，后续反弹空间越大、持续越久。

AI 的利空叙事短期已“能出尽出”。七条检验：融资担忧收敛为 CoreWeave 等个别主体的信用问题；Anthropic 增速仍 45%且已盈利；长鑫 4F² 量产要到 2027—2028 年；台积电与 ASML 财报超预期而股价跌，是情绪折价；FCC 对 3.2T 的限制已充分交易、2029 年才放量；美债压制随-15bp 反转；费半七连跌与 KOSPI-14.5%正在出清拥挤交易。AI 上市公司三季报超预期，海光信息前三季度营收+50.47%—+64.17%、剔除股份支付归母+70.19%—+83.51%；光迅科技单季度归母+75%—+110%；深南电路单季度+86.23%—+96.58%创历史新高；兴森科技单季度+182%—+211%。海外台积电营收+50.9%超指引上限，ASML 毛利率 57.5%创纪录并上调 2026 年指引。盈利上修的齿轮已在转动。

ETF 持续获场外资金申购，本周金融街论坛是政策窗口。10 月 12—16 日股票型 ETF 持续

净流入，特别是沪深 300ETF 获得大额净流入。金融街论坛 10 月 19—22 日举行，潘功胜、丁向群、吴清、朱鹤新出席并演讲，金融管理部门将“集中发布系列金融改革发展政策”。

操作策略上，加仓方向：AI 科技仍是首选，聚焦 PCB、光互连、AI 算力硬件（存储、设备、散热、玻璃基板）中“业绩可验证+涨价逻辑”的环节；军工关注航展与军贸。

本周核心跟踪变量方面，跟踪：10 月 19 日金融街论坛与国内三季报、10 月底北美四大 CSP 的 capex 指引；美债和油价的波动。

整体而言，调整已非常接近尾声，一轮大规模反弹近在咫尺。未来数个交易日内，市场完成底部构造，开启年内最后一波上涨。

（三）债券市场展望和策略

展望本周，债市在连续修复后预计转向数据与资金验证，重点关注 10 月 19 日计划公布的前三季度经济运行数据。9 月 CPI 同比上涨 0.90%、环比上涨 0.20%，核心 CPI 同比上涨 1.00%；PPI 同比上涨 5.00%、环比上涨 1.20%，上游价格走强与终端需求修复仍需区分。以美元计，9 月出口和进口同比分别增长 36.30%和 31.00%，外需韧性对长端构成潜在约束；但 9 月末 M2 和社融存量同比分别增长 7.20%和 7.10%，前三季度住户贷款累计减少 1.03 万亿元，居民融资需求仍待改善。若工业、消费和投资数据未能进一步确认需求回升，流动性与配置需求仍可能支撑利率；若数据改善超出预期，则需防范连续上涨后的回撤。同时关注月中税期、政府债缴款、跨月资金及后续 MLF 续作，不能将当前低隔夜利率直接外推至月末。结合本周末估值，暂以 10 年期国债 1.60%—1.69%、30 年期 2.00%—2.12%作为情景观察区间，而非确定性目标。

策略方面，建议保持中性久期，以高等级票息底仓配合利率债区间交易，在连续上涨后提高止盈与流动性管理的优先级。底仓可在信用审查范围内配置 1—3 年高等级信用债、同业存单及中短久期利率债，重视主体资质、融资成本与二级市场流动性，避免通过信用下沉或提高杠杆弥补低票息。5—10 年利率债仍可作为主要交易品种；10 年期收益率已接近前期止盈观察区域，可先兑现部分交易收益，若回升至 1.67%—1.69%、且资金价格稳定，再分批评估增配；若下探 1.60%—1.62%且缺少新增宽松催化，则进一步控制交易久期。30 年期国债以小仓位参与为主，若收益率回升至 2.09%—2.12%，可结合供给和负债稳定性评估配置价值，若接近 2.00%—2.02%，则逐步降低超长久期暴露。数据发布前留足流动性，避免因单日突破追涨；使用国债期货对冲时，应匹配组合 DV01，并关注基差和合约流动性。

整体而言，上周债市在宽松资金支持下继续走强，长端收益率下行，超长端存在阶段性止盈扰动。出口与上游价格偏强，但居民融资及终端需求仍需验证，下一阶段需观察经济数据与月下旬资金变化能否改变当前定价。操作上保留高等级票息底仓，对本轮交易收益分批止盈，回调后再评估增配，控制杠杆及超长端仓位。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。