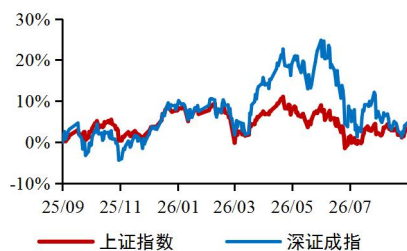


信义山证汇通天下

研究早观点

2026 年 9 月 22 日 星期二

市场走势



资料来源：常闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,949.91	0.97
深证成指	13,730.02	0.65
沪深 300	4,539.57	0.71
中小板指	8,458.86	0.66
创业板指	3,399.59	0.80
科创 50	1,657.48	0.29

资料来源：常闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【宏观策略】盈利底的结构性确认与 K 型分化——三段底理论框架下的 K 型分化与市场含义

【宏观策略】量价资金共振驱动修复，拥挤度高企约束节奏——策略周报（20260914~20260918）

【行业评论】农林牧渔：农业行业周报-本周猪价震荡走弱，白羽肉鸡/鸡苗均价显著下滑

山西证券金工因子周报-Barra 风格因子市场追踪-20260921

【今日要点】

【宏观策略】盈利底的结构性确认与 K 型分化——三段底理论框架下的 K 型分化与市场含义

赵晨希 zhaochenxi@sxzq.com

【投资要点】

- 以“政策底—市场底—盈利底”三段底框架为经、K 型分化为纬，对 2024 年“924”政策组合拳以来 A 股的周期定位与结构特征进行系统检验。方法论层面引入信用周期传导链，将宏观凯恩斯链条（ $M \rightarrow r \rightarrow I \rightarrow Y$ ）与金融加速器（抵押品—外部融资溢价—信贷）贯通为“宏观—中观—微观”三级分析框架：宏观层定位凯恩斯链条的四个潜在断点，中观层将“利率低位与投资负增长并存”的悖论归因于外部融资溢价（EFP）环节，微观层以 DDM 分母三因子解释三底时滞的形成机制。本轮市场底与政策底基本同步，未出现 2018 年式时滞拉长，其制度成因在于“924”互换便利与回购增持再贷款对资本市场资产负债表的直接修复；2005 年以来六轮三段底周期的历史复盘进一步归纳出三条统计规律，另外以 GDP 破位确认政策底将系统性遗漏三分之二轮次的约束击穿视角，构成周期判断的方法论基础。
- **核心判断：**本轮盈利底已于 2026 年一季度在宏观与微观双口径上完成“结构性确认”。规模以上工业企业利润 2025 年转正（+0.6%）、2026 年一季度同比+15.5%、1—7 月累计同比+17.6%；A 股 2026 年中报非金融石油石化归母净利润合计同比+19.83%。利润增量的分布高度集中——工业口径下电子与原材料两臂拉动总增速九成以上，上市公司口径下前三大行业贡献逾三分之一，修复广度显著不足。总量标准满足而结构标准未全面满足，构成本轮周期与 2009 年全面修复的本质区别。同期，依据约束击穿框架逐项核对六类政策约束，新一轮政策底短期（未来两三个季度）不具备触发条件，但存量“半触发”状态亦足以支撑政策续力而不退出。
- 在盈利底结构性确认的同一机制作用下，K 型分化于四个维度协同展开。盈利端，增量集中于科技与资源品，电子行业拉动工业利润增速 9.3 个百分点，汽车、黑色金属冶炼等行业仍处深度负增长；价格端，PPI 于 2026 年 3 月转正后与低位运行的 CPI 形成约 3 个百分点的剪刀差，“利润向上游集中、下游承压”的新结构自 4 月确立；信用端，政府部门加杠杆与企业直接融资扩张、居民信贷持续收缩，金融总量宽松与活化不足并存；市场端，指数趋平而结构分化剧烈——一年内 31 个申万一级行业仅 11 个上涨、首尾极差 55.8 个百分点，电子行业成交占比处于 2022 年以来 93%分位，科创 50 与上证指数的估值裂口达数倍。四个维度同向变动、互为因果，已形成自我强化的闭环；闭环稳定性较强，其可证伪边界位于居民部门。
- 前瞻分析以预锁定判据构建监测框架，设定 K 型收敛（住户长短贷同步转正、CPI 连续改善、剪刀差收敛、向上臂成交占比自高分位回落）与再分化的双向信号，并对 7 月 PPI、政策定调与落地、央行短端流动性、增长与政策传导、汇率与汇兑损益五个观测变量完成兑现检验：盈利底确认方向未变，

修复斜率可能略有放缓。情景推演给出三条路径——K 型延续(60%)、K 型收敛(25%)、K 型双下(15%)，并配套基于事件树的概率动态修正规则。

- **配置上，选边重于择时，结构性 α 与宏观 β 分开定价：**向上臂（AI 硬件链、资源品、出海制造）以盈利质量与估值纪律作有条件表达，向下臂区分“坏价值”与“可修复价值”，以收敛信号触发期权式修复，组合管理以风险预算替代方向押注，重点排查“行业分散但因子集中”的隐性相关，并以事件树而非叙事驱动再平衡。本轮行情的本质是“结构性反转”而非全面牛市：盈利底确认是行情升级为分子驱动结构性行情的必要条件而非充分条件，指数大概率维持震荡抬升，行业轮动与选边将主导收益分布。
- 本文的边际贡献在于：第一，将信用周期与金融加速器理论引入三段底框架，精确定位了当前传导链的断路点；第二，提出“结构性盈利底”的判定标准，将盈利确认由总量单一标准升级为“总量+结构”双标准；第三，构建了 K 型分化的四维监测框架与收敛/再分化的双向判据；第四，系统探讨了抵押品池迁移作为断点修复第二条路径的可能性与约束条件。
- **风险提示：**宏观与政策不及预期的风险；向上臂产业景气证伪的风险；价格结构逆转的风险；居民部门信用修复迟缓的风险；估值透支与交易拥挤的风险；外部环境的风险；方法论局限

【宏观策略】量价资金共振驱动修复，拥挤度高企约束节奏——策略周报（20260914~20260918）

赵晨希 zhaochenxi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周 A 股市场先抑后扬、放量上行，东方财富全 A 上涨 1.05%，科创 50 领涨 6.39%，创业板指上涨 1.52%，上证 50（-0.26%）、沪深 300（-0.06%）微跌。市场周内先抑后扬，周初两日调整（周二上涨家数占比仅 20.14%），周三放量大涨（科创 50 上涨 4.14%），周四窄幅分化，周五再度放量普涨（科创 50 上涨 2.89%、上涨家数占比 76.08%）。风格层面成长显著占优，全指成长上涨 1.96%、全指价值下跌 1.60%，申万小盘（+3.39%）跑赢大盘（+0.17%）。行业方面，机械设备（+6.25%）、电子（+5.84%）、建筑材料（+3.92%）领涨；全市场 17 个行业收涨、14 个行业收跌。估值方面，东方财富全 A 滚动市盈率回升至 17.18 倍，历史分位升至 74%，科创 50 分位升至 91%。
- 市场量能前低后高，周初成交额处于 1.63 万亿元附近低位，周五放量至 2.09 万亿元周内高点，日均成交额 1.81 万亿元。电子行业成交额 25,810 亿元居首，通信、机械设备交易热度居前。资金流向方面，超大单资金全周净流入 408.61 亿元，超大单和大单资金净流出收窄至几近均衡，周五放量日超大单和大单净流入 399.35 亿元。个股赚钱效应前低后高，周五上涨家数占比 76.08%、跌停仅 1 家。电子、机械设备、通信获资金大幅流入，国防军工、电力设备、有色金属资金净流出居前。前 5% 个股成交额占比持续攀升，由周一 38.70% 升至周五 52.00% 的周内高位。
- 央行全周净投放 8,268 亿元，流动性重回宽松倾斜；8 月经济数据呈生产强、需求弱格局，美联储加息

25个基点落地。本周量价资金同步改善：超大单转为净流入408.61亿元，周五成交放量，电子、机械设备、通信量价资金三向共振领涨；但拥挤度升至52.00%高位、科创50估值分位91%，约束回升。上周策略多数获验证：资金确认主线（通信、电子、建材）兑现，煤炭石油石化降权兑现，基准判断偏保守、军工候补证伪并撤销。下周判断倾向于结构上行延续、高位波动加大，仓位维持中性：电子、机械设备、通信标准配置、不追高；银行、公用事业维持底仓；医药生物新纳入候补，建筑材料维持次选；煤炭、石油石化收缩至观察；谨慎参与农林牧渔、电力设备、计算机。重点跟踪拥挤度走向、资金持续性、市场成交额阈值、跨节资金面与美联储政策路径。

- **风险提示：**宏观与政策不确定性；外部冲击与地缘风险；流动性与资金面波动；经济数据与盈利预期下修风险；市场结构与交易性风险；行业与主题轮动过快风险；估值与性价比反转风险；事件驱动与监管政策风险

【行业评论】农林牧渔：农业行业周报-本周猪价震荡走弱，白羽肉鸡/鸡苗均价显著下滑

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周（9月14日-9月20日），沪深300指数涨跌幅为-0.06%，农林牧渔板块涨跌幅为-2.78%，板块排名第30；子行业中果蔬加工、食品及饲料添加剂、动物保健、粮油加工、生猪养殖表现位居前五。
- **本周猪价环比下跌。**截至9月18日，四川/广东/河南外三元生猪均价分别为10.6/11.41/10.83元/公斤，环比上周分别-4.50%/持平/-0.46%；平均猪肉价格为16.62元/公斤，环比上周+2.59%；仔猪平均批发价格16.00元/公斤，环比上周0.76%。截至9月18日，自繁自养利润为-190.48元/头，环比上周-16.41元/头；外购仔猪养殖利润为-88.09元/头，环比上周-24.96元/头。如果行业继续亏损和现金流趋紧，或进一步驱动市场化去产能，有望为下一轮生猪价格上涨周期奠定基础，建议关注温氏股份、立华股份、神农集团、巨星农牧等生猪养殖股。
- **本周白羽肉鸡/鸡苗价格环比下滑。**截至9月18日，白羽肉鸡周度价格为5.96元/公斤，环比上周-5.99%；肉鸡苗价格为1.83元/羽，环比上周-25.00%；毛鸡养殖利润为-3.36元/羽，环比上周-1.21元/羽。截至9月18日，鸡蛋价格为11.8元/公斤，环比上周+5.36%。在肉鸡行业周期低位，低估值和具有成本优势的头部企业在配置上或具有良好的风险收益比和吸引力，建议关注立华股份、圣农发展。
- **豆粕现货价环比上涨。**截至9月18日，玉米现货价格为2334.31元/吨，环比上周-0.86%；小麦现货价格为2416.94元/吨，环比上周0.10%；豆粕现货价格为3458.95元/吨，环比上周1.93%。淡水产品方面，截至9月11日，草鱼价格为17.03元/公斤，环比上周0.18%；鲫鱼价格为21.06元/公斤，环比上周-0.05%；鲤鱼价格为14.07元/公斤，环比上周持平；鲢鱼价格为14.76元/公斤，环比上周-0.61%。截至9月11日，国际鱼粉现货价为3339.66美元/吨，环比上周持平。在行业整合和原料价格同比上涨的大背景下，饲料行业市场份额有望加速往头部企业集中，建议关注海大集团的机会。

- 国产厂商积极进行品牌升级、通过科研驱动品牌心智，同时在食品功能、工艺上实现迭代升级，高端化趋势明显，进入新的发展阶段。国际市场则呈现结构性增长态势，美欧猫湿粮弹性高，狗粮略显压力，虽面临关税政策、汇率波动，美国宠食进口需求并未缩减，26Q1 我国出口已有复苏，随着海外产能陆续落地，代工业务收入和毛利率有望边际修复。进入新发展阶段，宠物食品企业竞争持续，持续进行营销、研发、供应链投入，建议关注自有品牌领先的乖宝宠物和全球产业布局领先的中宠股份。
- 风险提示：养殖疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险；食品安全风险；汇率波动风险。

山西证券金工因子周报-Barra 风格因子市场追踪-20260921

黎鹏 lipeng@sxzq.com

【投资要点】

- 风格因子相关性
- 波动率、动量与 Beta 三角结构内部出现微调，价值与波动率、流动性的负相关持续维持，风格宽度始终无法有效扩宽。盈利因子向中大市值倾斜已成结构性常态，其与杠杆因子的相关性由正转负。成长因子与其他因子的相关性进一步走低，独立性格局更加纯粹。
- 宽基池因子表现方面
- 本周市场风格较前期出现了一定程度的反转，上周遭遇系统性抛压的弹性因子成为各宽基池中最主要的收益来源，其中大盘端反弹力度最强。市值与非线性市值因子在大中盘同步转正、中小盘承压。盈利因子全线走弱而杠杆因子的风险偏好属性明显收窄至中盘一端。流动性因子趋稳，上周的剧烈回撤基本止住；成长因子延续无方向状态
- 股指期货追踪
- 本周近月合约完成交割，基差结构回归常态，数据参考价值提升。各品种合约全线上涨，IM 弹性领先、IF 相对温和；基差全曲线走阔，但年化基差从高位显著回落，反映现货强于期货、期货定价相对谨慎。期限结构呈近低远高的平缓上倾，IF 期限溢价最小，市场整体处于温和谨慎的均衡状态
-
- 风险提示：报告内容根据公开数据整理得出，结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策以及宏观经济影响易出现统计规律之外的走势，所以相关结论无法代表市场未来走势；模型存在失效风险，由于模型构建、参数估计、假设条件等方面存在的不确定性或错误，可能导致模型预测结果与实际情况产生显著偏离；报告阅读者需审慎参考报告结论。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

