

（2026 年 9 月 27 日星期日第 279 期）
“每周机构会谈”

————————————————本期重点————————————————

★长假效应压制盘面，港股短期震荡，国庆后修复概率提升

★上证 3800~4200 区间判断：向下空间有限，向上有三重压制

★美股为什么就是跌不下去？

★油价困局：卡在 90 美元附近，高通胀压制全球股市估值

★两国会谈，8 点共识透露出一个关键变化

★924 两周年祭：收跌背后，市场到底在担心什么

★长周期问题没解决，股票只能震荡思路，杠铃为主

★两大科技主线梳理：AI 医药景气上行，AI 缺电回调后性价比凸显

★Meta Muse 证实：个人 Agent 时代，CPU 需求暴增 4 倍，2027 年市场将扩容 30%

★英伟达新架构倒逼材料换代：PTFE 开启高端 PCB 新周期，竞争格局尚未定型

本期会谈，《百亿基金经理洞察》邀请数位买方机构的基金经理，对大盘、政策、以及后市投资机会等进行深度交流。

★长假效应压制盘面，港股短期震荡，国庆后修复概率提升

中秋节包括两边元首会面，再加上周五港股还是有所下跌。再加上周四市场缩量大，大跌，大家还是比较关注，整体怎么去解读市场和后面怎么看？

首先说上周的表现，先是情绪偏好。但是后面是跌的比较快，节奏上是符合预期的，在开会前是可以预期乐观一些，但是会议上，谈的东西，并没有太高的期待，比较低于预期的，市场的成交量，当然也与 A 股的整体一般都有一个长假效应，就长假前行情一般不会特别好，大家更偏向于去提高现金的仓位。

实际把港股抛开，我们看到，美股表现是相对具有韧性的，同时科技股的表现也比较好，根据最新的两边元首的谈判来看，整体还是有一些成果，成果是略超预期的，市场的未来判断还是震荡的，节后修复的概率是更高的，国庆长假后修复的概率是更高的，这是初步的判断。

★上证 3800~4200 区间判断：向下空间有限，向上有三重压制

对于指数的点位，我们认为今年上证，大盘还是在 3800～4200 区间去波动。

在周四，已经接近考验 3800 支撑位，之所以认为向下跌是有限的，一个是国家希望股市比较好。

另外一个是基本面有一些结构性的，像科技，有些红利，银行等，这些支撑的基本面还是比较强的，同时，国内的利率是在持续下行或者有下行的压力，就会导致其他除了股票之外，其他资产的性价比和投资回报率也是在持续下降的，同时我们以一个指标来看，股债的一个分位数，现在回到了比较高的位置。

A 股相对海外来说整体估值也不贵，所以从，估值的角度上来看，还是 ok 的。

为什么不会向上判断，大盘有很高的点，超过 4200 比较难的，因为我们比较，比方说我们了解到有一些大型的机构做绝对收益的，在内部设定目标，4200 左右就会减仓，所以，在上层肯定是会有一些，获利盘会去做了结。

因为我们知道在这次的股市当中很多是一些，其他方面买不到创新的产品，风险偏好也比较低，也会去做一些获利了结。

同时，整个内需还是比较弱的，再加上国内的政策是大幅及预期的，还有国内降息力度也是大幅及预期的，所以，经济也没有很好，同时为了扶持科技，大量的去发 IPO。

所以 4200 在年内突破，我们认为也是有难度的，整体接下来判断的是一个

3800～4200 一个宽幅的拉锯战，跌多了，我们觉得是可以把仓位加上来的涨太多，可以止盈的，整个市场确实比较鸡肋。

★美股为什么就是跌不下去？

关于美股，虽然有所调整，还是比较强的，纳指在新高的位置进行盘整，我们知道全球的影响美股的表现，是宏观因素、油价。

我们强调过很多遍，油价会有美元有加息的预期美债利率就会去，有上层的压力，这样的就全球的流动性收紧，但是只要跌下去，美股的基本面是在持续超预期的，它的估值也处于一个很合理的位置，股票市场还是跌不太下去，这是美股。

如果美股和 A 股的科技持续分化，A 股的科技肯定可以补涨这个空间的。

目前，近期是由于筹码，还有一些产业链的一些格局变化、技术的变化等等，导致一些担忧整体是偏博弈的。

★油价困局：卡在 90 美元附近，高通胀压制全球股市估值

对于油价，为什么我们对包括美股大涨和 A 股大幅反弹，也没有很强的信心，就在于油价。

油价如果是长期处处在高位的话，全球的通胀就是处在高水平，会抬升 10

年期的长端，这个利率就会压制估值。

从我们对美伊的这次的通过第三方谈判来看，还是有很大的分歧的，现在战争面是在扩大的，也是影响了红海和霍尔木兹这两个方向。

油价是处于下面是比较难突破 90 美金的，这样的话，整体带来的通胀的风险还是比较大，去消化高通胀的，整个全球的经济增长也是比较疲弱。

除了 AI 之外，全球的经济基本面也是比较差、比较糟糕的，全球的市场也是偏偏震荡的。

★两国会谈，8 点共识透露出一个关键变化

展开讲一下两边元首的会谈，最近发出来的通告来看，实际的结果是比预期的要略好一些的。

先回到这次事件上，其实每一次中国的股市，每次在大的事件都是在事件当天都有一个明显的下跌，事后也会下跌，因为它事前会博弈很长的时间会做获利。

现在这个事情肯定已经消化掉了，从谈判的结果来看，是比预期的要更好一点，我们整体定调上去判断的话，谈判还是说双方一定会克制，兜住底线，风险不会全面扩大，两边的对抗的力度，但是两国关系是很难去回暖的，未来也还是要在框架里进行谈判和调整。

这次的谈判的结果来看，确实是沿着这条思路再去走，从最新的公告的内容来看，为什么说超预期，第一个是提了 8 点的成果共识，以前不会分得这么细。

我们知道，以前国内的讲话，元首谈判都会偏虚一点，聊些战略方向的一些内容。但是，美国人他喜欢聊得很细，很细致。

我们看到这次 8 点内容当中聊了一些很细的内容，比方说达成 3000 亿美元的对等降税的安排，其中也涉及到具体的数，还有下次碰面的时间点等等，说明双方已经开始找到一些同频共振的方向可以去聊，比如像两边的禁毒合作等等，聊的事情都是比较细的，就说明双方分歧在变小。

在变小的方向上在努力，不是鸡同鸭讲的一种状态了，和几年前大家刚开始接触去谈判的时候，那种鸡同鸭讲的概念就是完全不同了。

那双方现在来看，从 8 点内容上来看，也还是弥合分歧的思路。

以其中的关税为例，两国已经就部分关键的商品达成了关税豁免的协议。有些商品非敏感领域，它的关税会恢复到贸易战之前，甚至是达到贸易特惠国的水平，那就相当于取消了关税。

对出口链方向，肯定是一个比较大的利好，对美出口就说明双方，政冷经热的，我们离不开美国的高科技，美国离不开我们的强大的制造业的产能，去

帮他们解决通胀的问题，我们需要美国帮我们解决产业升级的问题。

但双方又在根本利益上有巨大的冲突，我们台海的利益问题是不能让的，美国是不希望中国崛起去挑战全球霸主的地位的，这都是核心利益，两方都很难去妥协，那比方说中国肯定不能够去牺牲自己的发展，去保美国的霸主地位，中国是接受不了的，双方还是一个打打停停，但这次整体的结果是比市场预期的要更好一些，略好一些吧。

★924 两周年祭：收跌背后，市场到底在担心什么

对于，924 两周年，大家讨论比较多，尤其是以收跌的方式去结束 924 观感不是很好，监管好像也没有什么多余的招了，但是市场到底该怎么解读，这样的成交量也在萎缩。

我们认为系统性的长牛，暂时很难在 A 股看到，因为一些系统性的长周期问题是没有解决的。

最大的就是我们的经济还是以出口导向为主，尤其是在地产内需持续低于预期的情况之下，我们的外需很大程度上受到两国对抗的影响。

欧洲也有加强对中国贸易摩擦的动作，那最大的两个经贸伙伴，其实对我们出口的冲击，潜在的影响还是比较大的，新的市场又没有这么大，这种系统性的长周期动机外需上是没有解决的。

★长周期问题没解决，股票只能震荡思路，杠铃为主

关于内需，国内一直是隐忍不发，这跟顶层的一些判断有关系，认为可以过下苦日子。

内需也是非常糟糕的，所以反内卷也是雷声大、雨点小，很多行业是不合理的。我们以汽车行业为例，就很典型。

汽车行业反内卷当时执行的力度比较大，但是汽车仍然大面积亏损，不是反对就能解决的，最后还是要靠市场的办法去做解读。

对于投资，现在又处于一个资产荒的状态，股票最终还是一个相对优质的资产。

比烂之后还是会去买股票，股票也不是说你不能去参与，现在这种长周期问题没有解决，大家还是一个震荡的思路策略。

以杠铃为主，因为科技能够使全要素生产率提升的比较快。只不过什么时候科技多一点，什么时候红利少一点。

内需，大家还是不太愿意碰。

刚才另外提到中周期，油价这个问题，油价短期是难以大幅回落的，这个市场也决定也不会特别去强势，但是对于油价，很多人认为油价高导致美债利

率高，就压制了全球的风险偏好。

扭转对科技是利好的，我们认为如果油价回落最有利的是有色，因为科技本身跌的是不多的，全球科技来看跌的是不多的。

像 A 股的科技调这么多，不是由于全球风险偏好的原因,是由于之前博弈筹码的问题，筹码结构太集中了。

调整到位置，有色的估值是更低的，其实商品价格还是处在比较高的位置，像电解铝，像铜，处在比较高的位置，所以一旦油价回落，美债利率走低，有色的反弹的空间是最大的。

★两大科技主线梳理：AI 医药景气上行，AI 缺电回调后性价比凸显

提示两个小的方向，关注度也是比较高的。

一个是 AI 医药，关注度还是在提升的，由于是它的基本面不错，这些大公司的不管是原研药、创新药，还有 CXO 整体的业绩增长是比较快的。

另外，AI 去赋能医药行业是逻辑是顺的，因为它比方说可以节省药物发展阶段 70%以上的时，这个时间降低 50%的研发成本，对 AI 医药关注还是比较高的。

另外一个，AI 缺电分歧很大，但是回调之后，看好的人开始变多，因为它

变得比较有性价比了。

比方说我们举一些公司的例子，像 JRGF 和 WCDL 这两个公司比较有代表性。

我们以首先看 JRGF，它大概明年 27 年业绩大概有 70 个亿，它的估值已经只有 10 倍出头了。它的业绩的确定性还是比较高的，它也属于一个，估值比较低的位置。

同时它的份额是在北美的，发电的份额是在提升的，所以它是不是靠涨价逻辑，它是靠提份额逻辑，逻辑是更长一些的。它如果能调到 1000 亿，现在大概跌破了 1200 亿。

1000 亿是一个很确定的底部，它向下行的空间也不大了。

另外一个是 WCDL，它做的是柴油发动机。燃气内燃机这两个产品都是能够切到北美的数据中心里边去的，它今年的利润大概是 155 亿，明年大概是 190 亿。算下来，它对于明年的估值也是 12 倍不到。

它的产能更灵活，它的产能扩张的速度比外资更快，它也是个提份额的逻辑，所以它也不是靠涨价，它也是接近一个底部位置了。

所以对整个科技方向，肯定是回调之后的性价比是明显得到提升了的。

★Meta Muse 证实：个人 Agent 时代，CPU 需求暴增 4 倍，2027 年市场将扩

容 30%

关于 Meta Muse，这是 Meta 刚推出来、已经正式落地可用的个人 AI 智能体，9 月 8 号上线，iOS、安卓、网页还有 WhatsApp 全都能访问。

一句话定位：主打帮普通人搞定生活琐事，不是用来上班办公的 AI 助手。

它最核心的亮点是安全架构。每个用户单独配一台云端 Linux 虚拟机，所有操作都在这个独立环境里跑，还有一个叫 Sentinel 的审核 AI 盯着，任何对外操作都要过它。用户的账号密码密钥只存在自己专属虚拟机里，Meta 拿不到，每一步操作都留记录，权限想开就开、想撤就撤，隐私这块设计得很克制。

能干啥呢？擅长后台长时间自动干活：自动查邮箱续费、帮忙申请退款；全网比价，机票、酒店、话费套餐降价了主动提醒；日用品补货提醒，自动找优惠券下单，还能汇总各个平台会员权益。官方归成六大场景：邮件日程、旅游规划、购物下单、账单杂事、生活采购、小店运营。

但它短板也很明显：单纯聊天问答打不过 ChatGPT；不支持企业文档、办公流程，没法替代 Copilot 这类办公 AI。

再说说怎么赚钱。现在是分级订阅模式：免费版够用，轻度体验；中档 20 美元一个月，适合日常购物、管日程；最高档 100 美元每月，给重度自动化需求用户。

这个订阅收入潜力很大，20 美元档位的年人均收入，是 Meta 现有全球用户均值的 3.6 倍，高价档更是 18 倍。不用太多人付费，整体收入就能拉起来。

后面还有几个增收方向，重点是交易抽佣。一个对接 Stripe，合作商家超百万，成交抽手续费；另一个对接 Shopify，预计 9 月 22 号上线，现阶段先铺渠道，暂时不抽佣，后面再分成。广告变现是远期规划，现阶段不动用户数据。另外 B 端企业 Agent 也已经有百万周活，API 能力对外售卖。

然后是产业链机会，这块是重点。和传统大模型不一样，个人 Agent 非常吃 CPU。很多任务里 GPU 只负责推理，大部分逻辑、工具调用全靠 CPU 跑，GPU 利用率其实很低。Meta Muse 一人一台独立云虚拟机，用户增长会带动 CPU 需求快速放大，同等算力下，Agent 需要的 CPU 核数量是传统 AI 的 4 倍。中性预估到 2027 年，消费级 Agent 日活做到 3 亿，服务器 CPU 市场有望增长 30% 以上。

赛道竞争上，海外巨头都在做同类产品。xAI 靠 X 平台做 Grok；Google 的产品还在内测，受内部博弈和监管拖累进度慢；亚马逊走封闭路线，不让外部 AI 随便访问自家电商数据。更多纪要请加V：xian20210130行业分成两条路线：Meta、Shopify 这种开放接口派；亚马逊这种封闭审核派。AI 能做到什么程度，很大程度看平台愿不愿意开放接口。

★英伟达新架构倒逼材料换代：PTFE 开启高端 PCB 新周期，竞争格局尚未

定型

当前英伟达AI服务器正推动高端PCB从传统高速材料向PTFE高频材料升级，这是未来1-2年产业链最大的技术迭代和利润重分配机会，但竞争格局远未定型。

核心驱动力是NVLink 72向Rubin架构演进后信号速率飙升，传统M7/M8材料损耗扛不住，必须用介电性能最优的PTFE，该方案预计今年Q4至明年Q1定型，定型后才会释放正式订单，现在处于"临门一脚"阶段。

技术路线上要分清：大板厚板长距离场景（正交背板、Switch Tray）走PTFE混压路线，高密度小间距场景（NPO光引擎）走M-Sub/任意层HDI路线，两者各管各的地盘，不是替代关系。公众号：思维纪要社；

产业链里材料端SYKJ的PTFE话语权最强，属于"卖铲子"的确定性角色；PCB制造端格局混乱，SYDZ 有材料兄弟撑腰但加工能力仍处第三梯队，HDGF、SHKJ等老牌高端厂也在抢，PDKG大陆基地暂无成熟PTFE能力，整体份额未定。

PTFE 落地分步走，第一步先攻正交背板，验证成功后才向 Switch Tray 渗透，Compute Tray 等多层HDI板则未必用PTFE。

核心风险在于 PTFE 本身偏软、易分层爆板、钻孔缠刀，谁先解决加工良率谁吃份额；布种选择（QF/二代布/无布）也悬而未决，影响材料用量分配。

铜箔方面内层依赖日本三井的HVLP4,国产德福、方邦在载体铜箔上刚起步，短期替代不了。

涨价维度上 PCB 今年已普涨 10%-30%，下半年再涨难度大，但 BT 和 ABF 载板（存储和 CPU/GPU 用）今年涨约 20%且明年还能继续涨。

投资策略上，现阶段买材料供应商比押注具体 PCB 厂确定性高，PCB 制造端等 Q4 定型后再看赢家，正交背板到 Switch Tray 的渗透节奏是核心跟踪指标,10 月底 M8+二代布节点和明年 Q1 整机柜测试结果是两个关键验证窗口。

免责声明|本文件涉及的相关信息均为个人观点，不构成投资建议。