下载日志已记录，仅供内部参考

华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告
2026年9月21日

第二阶段收尾加速行情值得期待

——2026年四季度A股投资策略

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007 邮箱：zhengxx@hazq.com
分析师：刘 超 SAC执业证书号：S0010520090001 邮箱：liuchao@hazq.com
分析师：陈 博 SAC执业证书号：S0010525070002 邮箱：chenbo@hazq.com

下载日志已记录，仅供内部参考

结论：年末市场存在加速上涨机会，AI成长科技仍为首选方向

- **大势研判：经济低位企稳，全年落在目标区间。**稳投资工具集中落地，全年呈止跌态势；消费低位企稳，但内生修复基础仍然偏弱；**出口有望延续高增，托底GDP完成全年目标；**通胀延续温和水平。**企业盈利继续为A股基本面形成有力支撑。**海外不确定扰动逐步缓释条件下，**A股有望逐步从“震荡区间”摆脱，年末“情绪修复”机会仍可期待。**
- **行业配置：产业周期第二阶段尾声加速上涨机会将成为决胜关键，四季度将出现一波幅度可观的吃饭行情，AI算力硬件及配套方向仍是首选，具备景气或催化的方向**也值得重视。

经济基本面：全年增长有望落至目标区间

✓ GDP三季度企稳，四季度略微回落。

- **全年增速4.6%左右。**投资低位企稳，全年止跌；消费低位企稳，动能仍弱；**出口有望延续高景气托底经济。**
- **存量政策加速落地，增量政策存在发力空间，**财政加快支出，货币政策关注结构性增量政策。

2 大势研判：震荡为先，上涨居后

✓ 企业盈利高增形成基本面硬支撑，海外扰动有望逐步缓释。

- **海外需求保持强劲增长，A股上市公司盈利高增状态有望进一步延续。**
- **美联储加息落地，美伊冲突有望逐步缓释，AI产业盈利可持续性预计将继续被三季报验证。**

3 行业配置：AI硬件仍为首选

✓ 年末AI成长科技一波加速上涨机会可期。

- ①AI产业链：**算力端光模块、PCB、CPO、存储半导体及设备；算力配套光纤、液冷、电源设备、数据中心等；应用端机械设备、机器人、游戏、软件。**
- ②景气及有催化方向：**军工、工业金属、小金属、金属新材料、农化制品。**

风险提示：国内经济延续快速回落；国内政策大幅转向；美伊冲突持续进一步抬高国际油价；海外美联储货币政策紧缩程度超预期；相关测算假设的片面性及参考的局限性；历史以及其他复盘经验借鉴的局限性；市场的学习效应等。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1 增长：低位企稳修复，全年目标无忧

2 政策：存量促落地，增量犹可期

● 专题： 10Y美债收益率见顶有何信号?

3 市场：产业周期第二阶段顶部识别框架

4 配置： AI产业硬件，年末制胜关键

下载日志已记录，仅供内部参考

增长：逐步企稳至目标区间

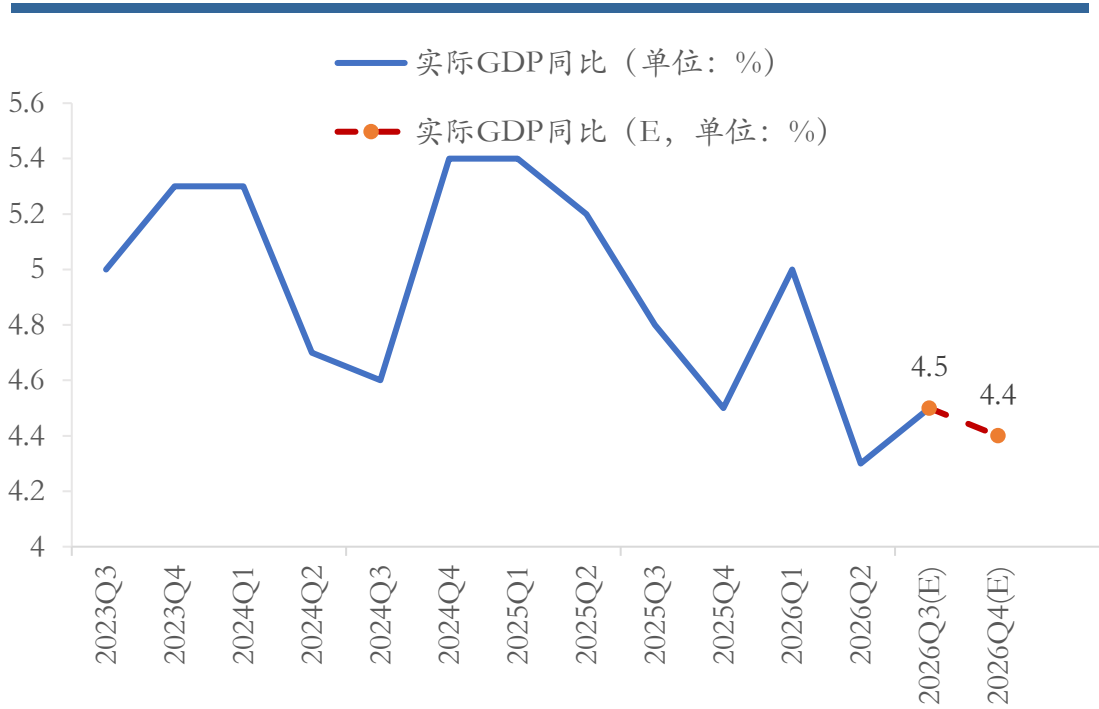
- **全年增长有望落在目标区间内，三季度企稳，四季度略微回落，全年增速预计4.6%。**一季度在“开门红”传统诉求下经济实现了良好开局，二季度在投资拖累下经济环比动能走弱明显，下半年在既有政策加速落地的推动下，三、四季度增长有望企稳，预计三季度企稳至4.5%，四季度小幅回落至4.4%，全年增速4.6%实现增长预期目标。出口为主要支撑亮点，消费端平稳回落，投资端在政策推动下经历过快速回落后有望逐步企稳，成为增长企稳的重要边际改善力量。

三、四季度经济企稳，全年实现增长预期目标

类别		2026Q4(E)	2026Q3(E)	2026Q2	2026Q1	2026全年(E)	2025全年
增长	GDP	4.4%	4.5%	4.3%	5%	4.6%	5.0%
消费	社会零售	0.2%	0.6%	0.2%	2.4%	0.8%	3.7%
投资	固定资产投资	0.2%	-8.9%	-11.1%	14.7%	-3.7%	-3.8%
	制造业投资	2.5%	-2.0%	-3.8%	4.1%	-0.4%	0.6%
	基建	0.4%	-7.7%	-8.6%	9.2%	-3.0%	-1.5%
	房地产投资	-14.0%	-20.0%	-23.9%	-11%	-18.0%	-17.4%
外贸	出口	32.4%	24.7%	20.1%	14.7%	23.3%	5.4%
通胀	CPI（季度平均）	1.5%	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%	0.2%
	PPI（季度平均）	3.1%	4.0%	4.1%	0.5%	2.5%	-2.5%

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：除社融为累计同比外，其余均为当季同比。

2026年GDP增速整体平稳回落



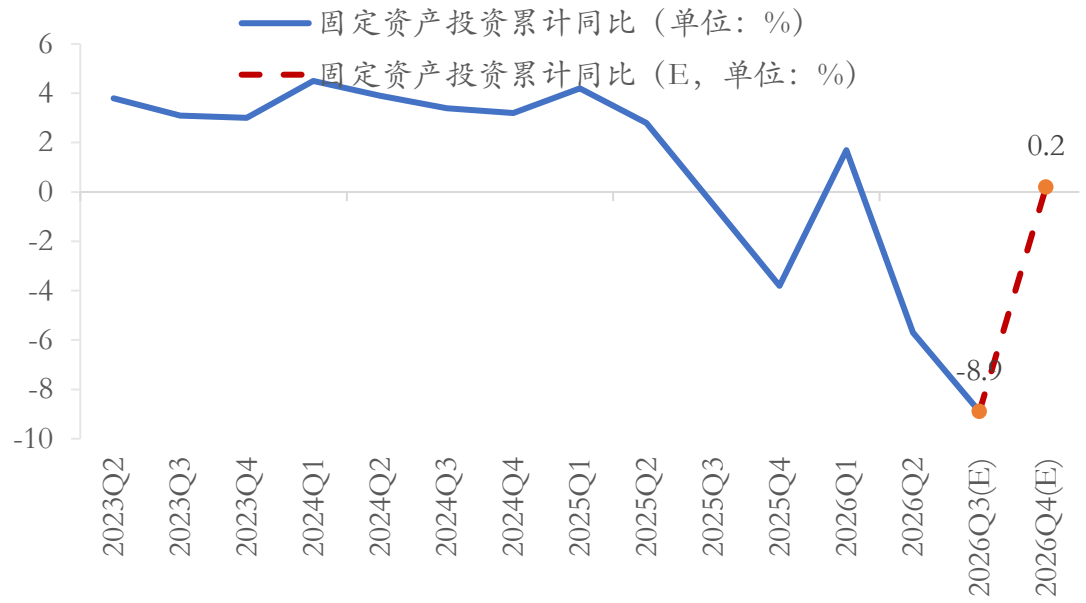
资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

固定资产投资：稳投资工具集中落地，基建托底但制造业自主投资偏弱

- **预计2026年四季度投资当季同比转正，带动全年固定资产投资跌幅收窄至-3.7%。全年看投资低位趋稳、呈现止跌态势。**
- 基建端依托超长期特别国债、专项债、政策性金融工具等集中发力，持续形成实物工作量，成为四季度投资的边际改善支撑。伴随工业企业利润的改善，制造业投资温和修复。地产依旧是显著拖累项，预计全年约18%的负增长。

固定资产投资低位企稳，全年预计-3.7%



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2026年三、四季度稳投资重点政策与项目表

序号	政策/任务主题	重点项目&资金工具
1	新增地方专项债提速发行，扩大有效投资	7月财政部国新办发布会明确剩余额度安排。三季度为发行高峰，资金投向轨道交通、产业园区配套、城市更新、保障性安居工程，要求尽快形成实物工作量。
2	8000亿新型政策性金融工具投放	2026新型政策性金融工具，9月初已经启动首批资金投放（浙江、四川、云南、新疆等地落地），用于补充基建与民间投资项目资本金，下半年持续放量。
3	超长期特别国债支持“两重”项目加快施工	8000亿超长期特别国债，2026年三批项目清单7月已全部下达。下半年重点加快资金拨付、推进在建项目施工，投向地下管网改造、重大水利、长江生态修复、西部陆海新通道、三北工程。
4	系统推进“六张网”基础设施建设	中央政治局会议部署六张网（现代化水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、现代物流网）。8月底全国投资工作推进会明确，三季度各地加快项目施工图落地、集中开工。
5	设备更新贷款财政贴息政策（制造业技改投资）	设备更新固定资产贷款，中央财政贴息1.5个百分点，贴息期限最长2年，政策有效期至2026年12月31日。科技创新技改再贷款同步配套，三季度起地方第二批项目入库申报启动，企业加快储备、申报技改项目，覆盖工业装备、能源、医疗教育设备更新。
6	高标准农田、水利防洪工程建设	大型灌区续建配套、流域防洪治理工程，配套中央预算内投资在秋收窗口期（9-11月）加速施工。
7	绿色低碳基础设施投资落地	三北工程、流域环境治理、风光大基地配套送出工程，下半年进入施工高峰，配套专项债、特别国债资金。

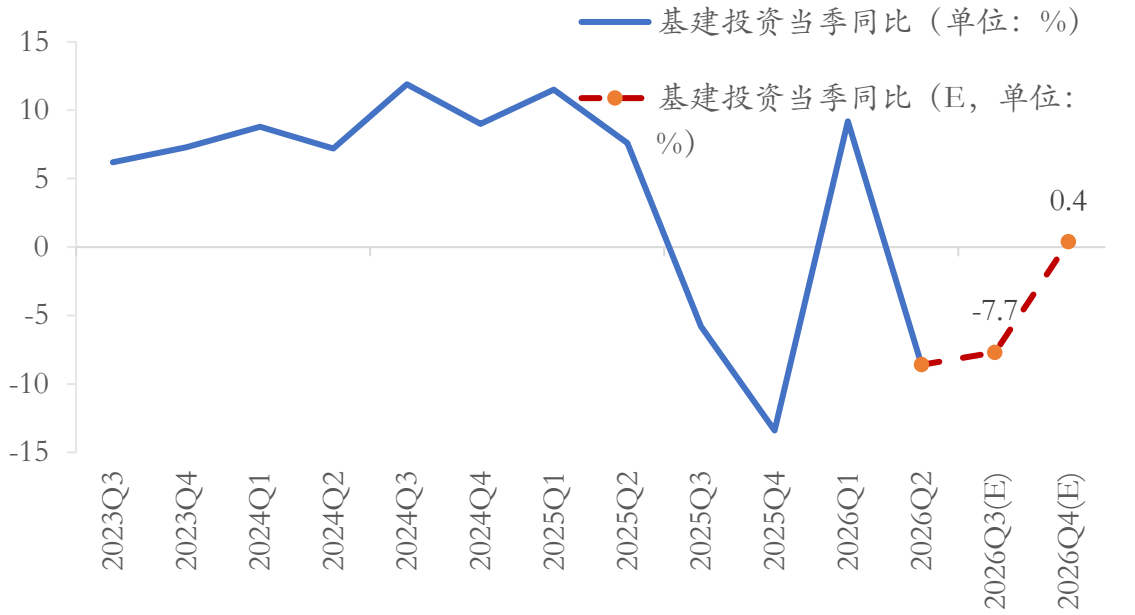
资料来源：国家发改委、财政部，华安证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

基建投资：财政资金加速落地，基建投资四季度有望显著回升

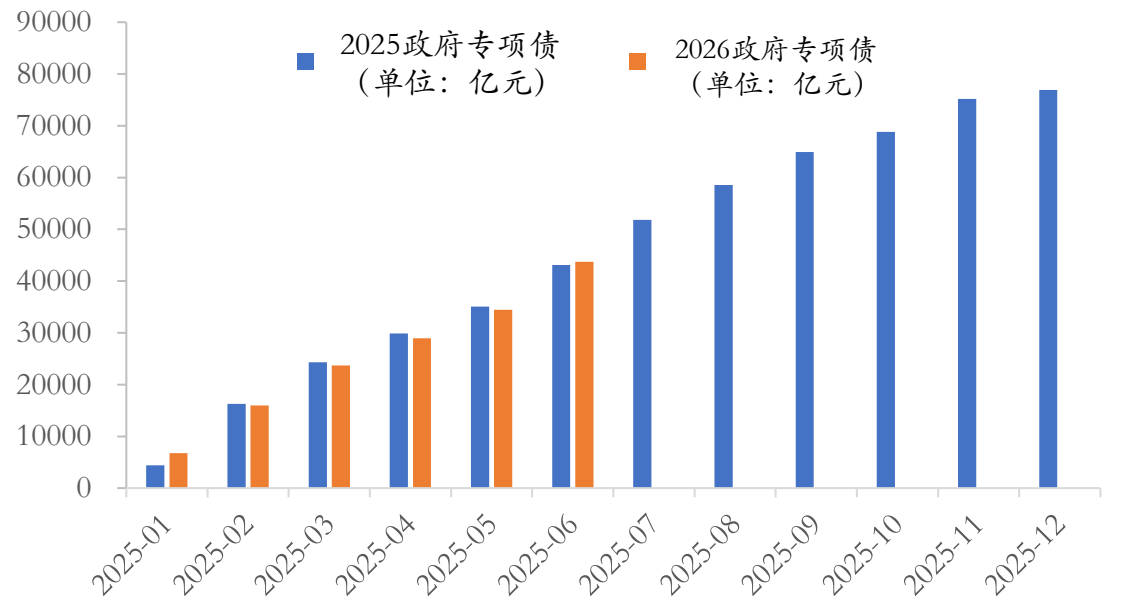
- **基建投资有望逐季修复，财政资金发力将成为核心支撑。**基建投资当季同比2026Q2录得-8.6%，Q3预计小幅回升至-7.7%，Q4有望进一步上行回正至0.4%。
- 财政预算落地节奏加快，财政支出占预算比重持续抬升，专项债资金逐步拨付到位，带动基建项目储备、开工以及实物工作量集中释放。

基建投资同比预计迎来修复



资料来源：Wind，华安证券研究所。

政府专项债资金逐步拨付



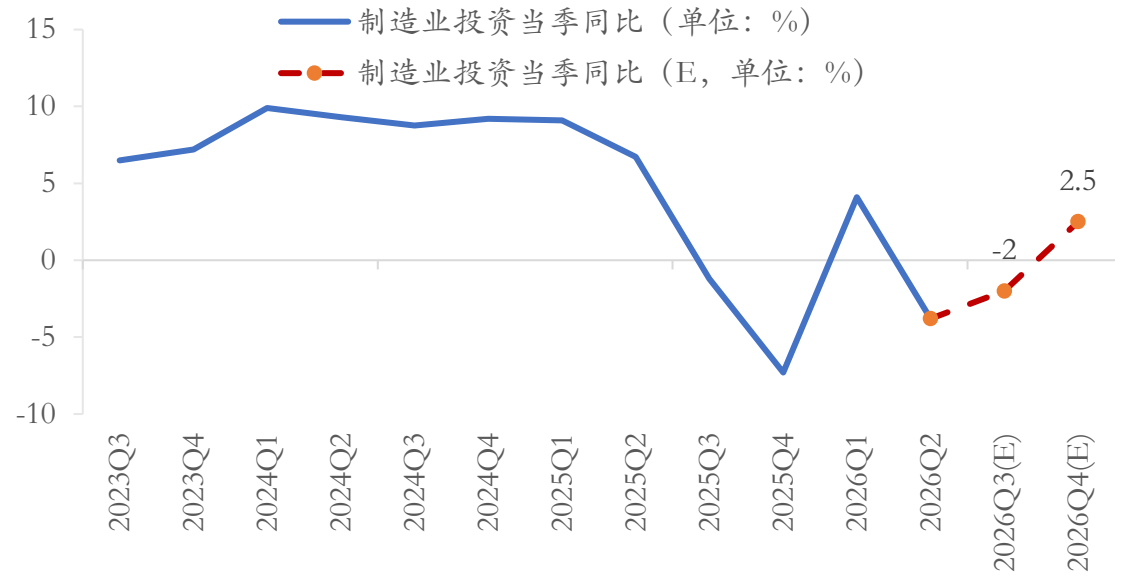
资料来源：Ifind，华安证券研究所整理。

下载日志已记录，仅供内部参考

制造业投资：产业政策与设备更新托底，制造业投资温和修复

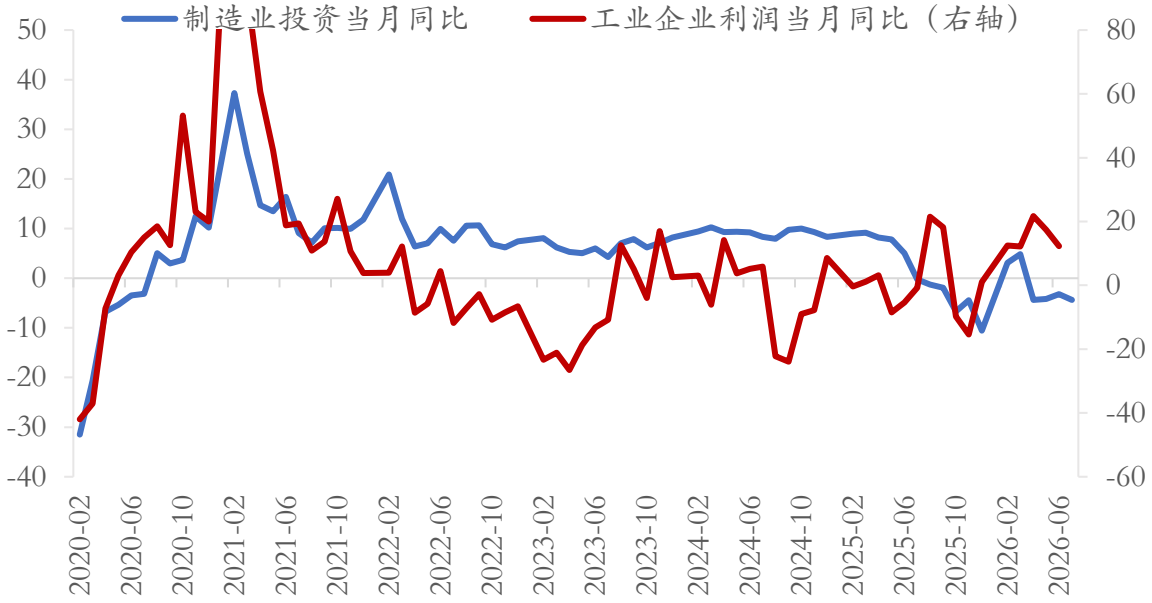
- **制造业投资有望逐季修复，预计2026Q3同比-2.0%，Q4进一步回升至2.5%。**修复的主要来源有：一是部分新兴以及高技术行业投资热度较高；二是工业企业利润持续修复，为资本开支提供基础；三是外需景气较高，出口持续超预期；四是设备更新政策的支持。
- 但当前对制造业投资掣肘的因素也较为明显：一是内需偏弱，尤其是大宗品消费在政策退坡的影响下，难以有效支撑制造业投资全面快速回暖；二是产能利用率没有进一步提高，上游涨价难以有效传导；三是反内卷政策影响。

制造业投资有望逐季温和修复



资料来源：Wind，华安证券研究所。

工业企业利润自2025年底以来持续修复，但近期有波动



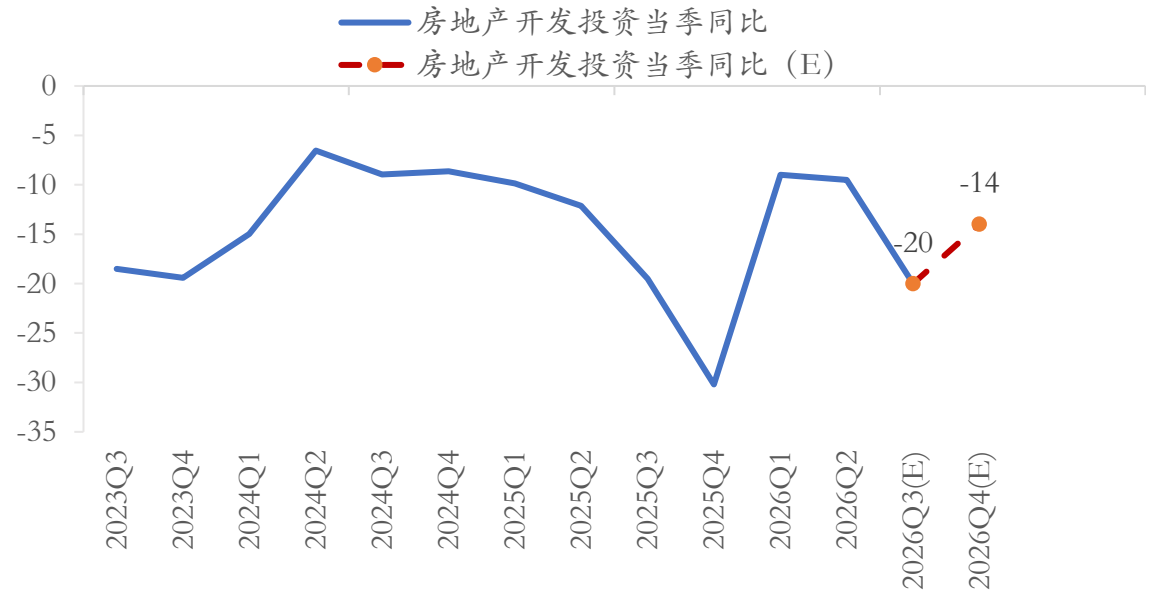
资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

房地产投资（1）：投资跌幅边际收窄，但仍为固投主要拖累项

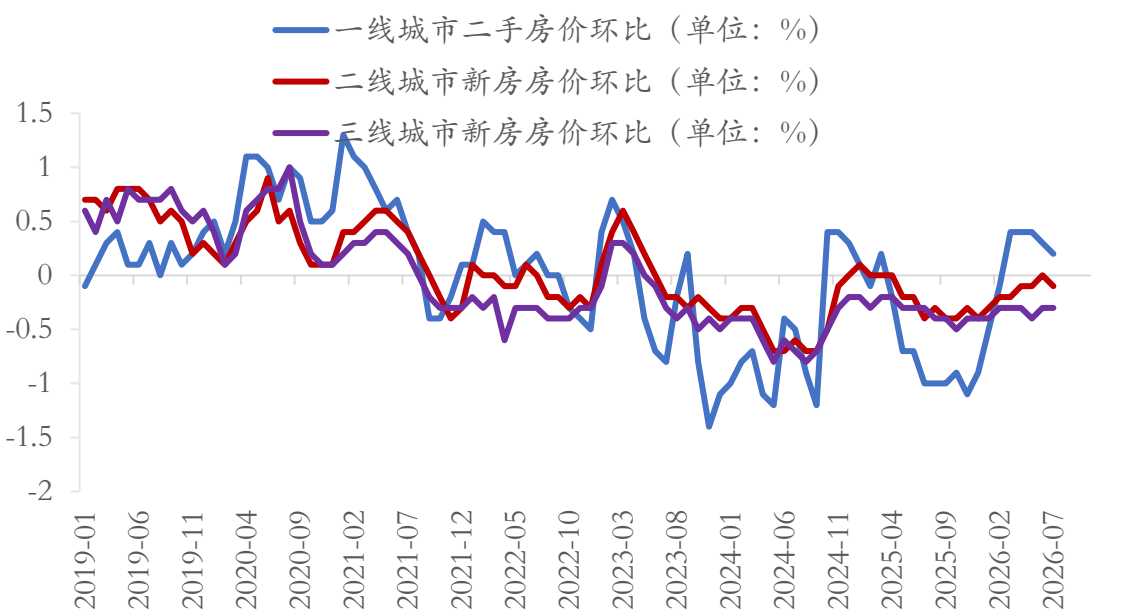
- **地产投资仍为内需主要拖累项，但下行压力有望边际缓释。**预计2026Q3同比-20%、Q4收窄至-14%，跌幅虽有所收窄，但依旧是投资的主要拖累项。
- 在前期持续宽松政策的支持下，一线房价有一定修复，但二三线继续下跌。2026年7月起，一二线房价环比涨幅再度走弱。整体看，本轮一线房价的修复并没有有效、快速的向二三线传导，地产前景依旧不胜明朗。
- 8月末政策再次优化，例如个人住房贷款最长可至40年、预售制度改革等，政策的实际效果有待观察。

地产投资下行压力有望边际缓释



资料来源：Wind，华安证券研究所。

一二线房价环比再次走弱



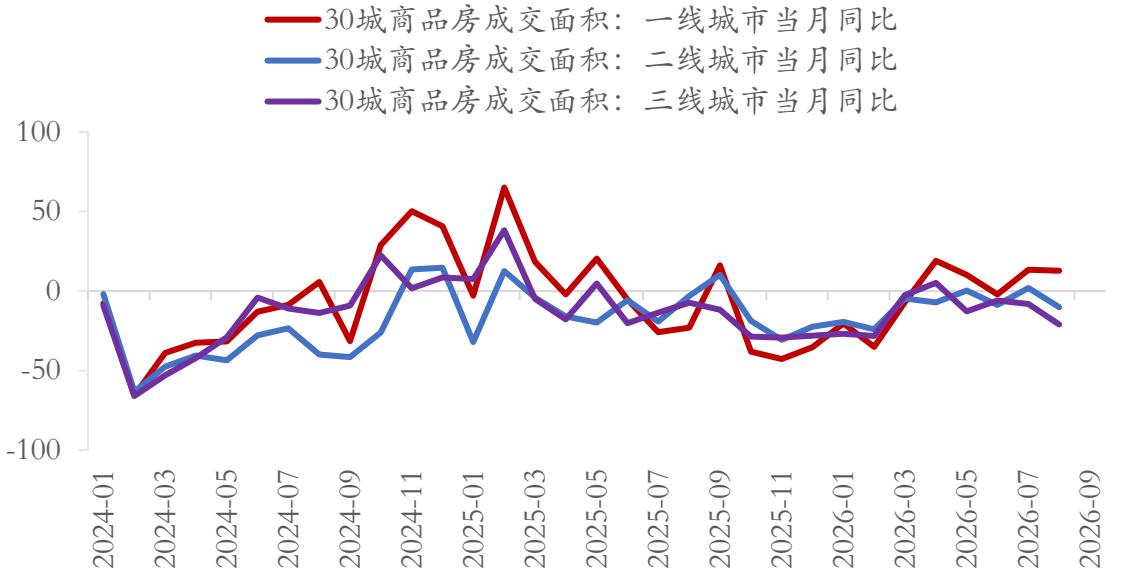
资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

房地产投资（2）：房地产市场依旧处于低迷状态

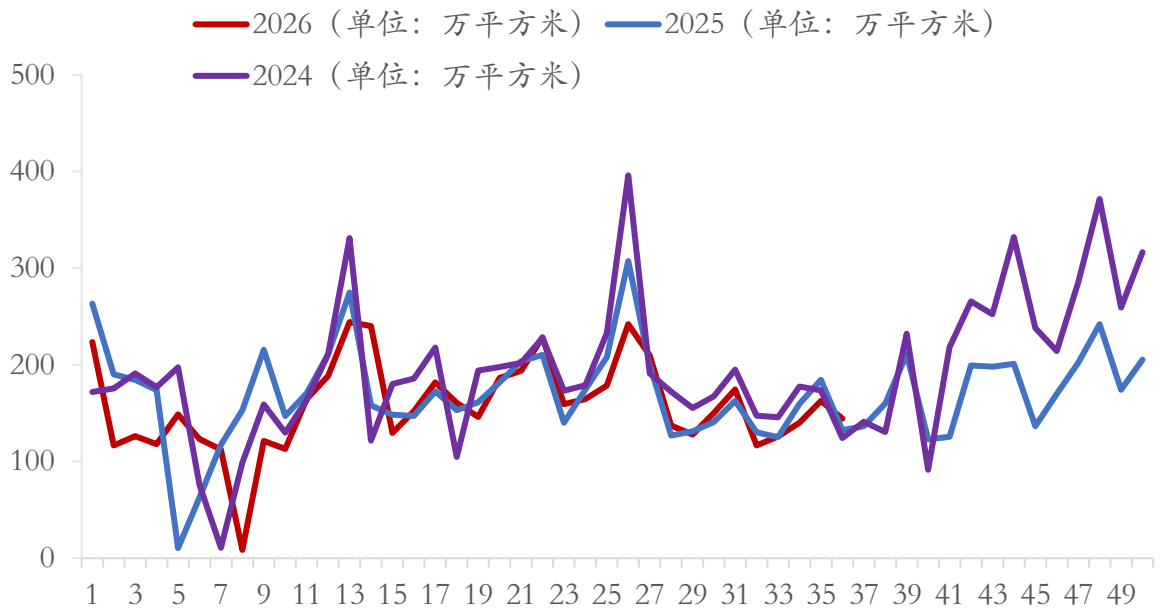
- 从商品房成交来看，一线城市目前还维持一定的景气，但二三线还在持续下滑，进一步说明本轮一线城市的景气很难向二三线顺畅传导。
- 从过去三年周成交时序比较来看，相比2024、2025年，截至目前2026年的成交依旧是弱势。尽管不断有政策支持，但并没有走出弱势态势。

一线成交趋稳，二三线成交持续下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。

30大中城市商品房成交（周）处于过去三年弱势



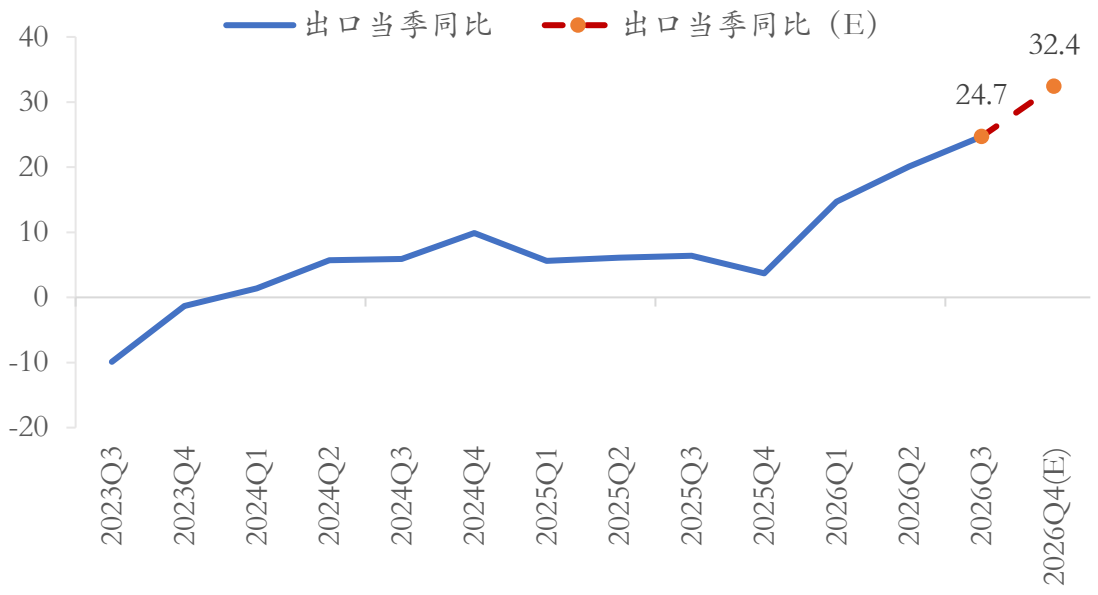
资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

出口（1）：全球终端需求和出口竞争力支撑出口维持高景气

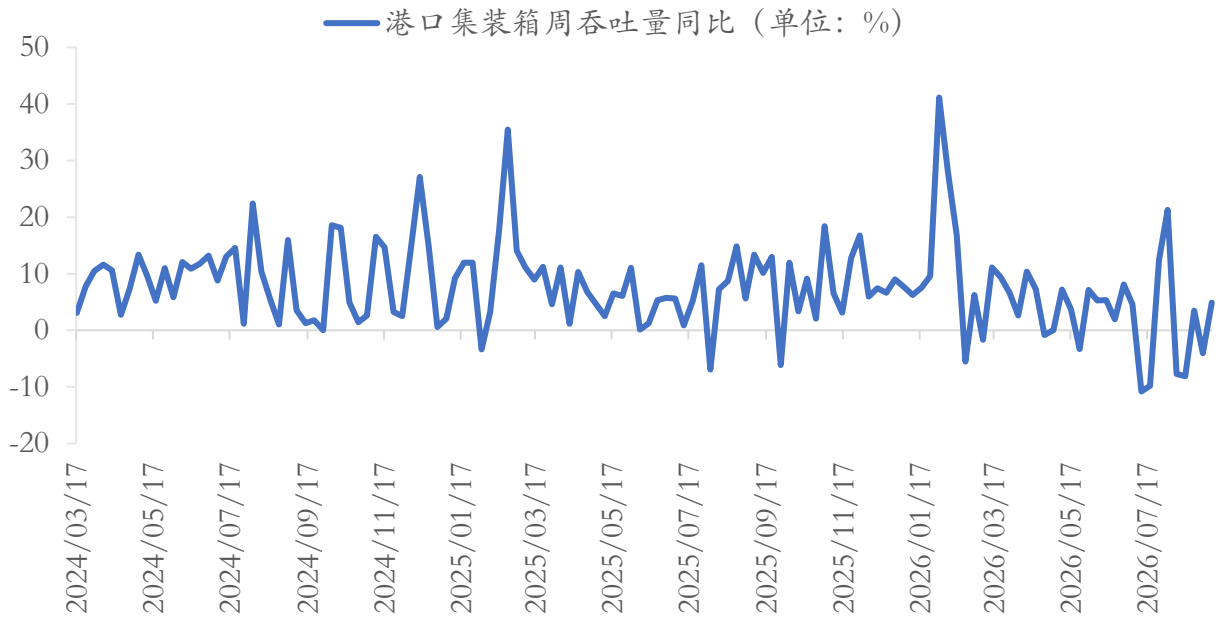
- **出口景气延续向上态势，四季度当季同比有望进一步冲高。**从出口当季同比趋势看，自2025年三季度触底后进入持续上行通道，预计2026年三季度达到24.7%，四季度进一步上行至32.4%。外需将继续作为国内经济最重要的支撑项。
- 从高频数据看，国内港口集装箱周吞吐量持续维持高位区间震荡，反映海外订单、海运出货节奏保持稳定。
- 出口的持续超预期，一方面源于全球终端需求较为旺盛。根据IMF最新一期预测，2026年全球GDP有望达到3%的增速，虽然较4月预测下调0.1%，但对2027年的预测上调了0.2%至3.4%。整体而言，全球增长持续走高。另一方面源于中国制造的出口竞争力的进一步提升。

出口增速有望持续冲高



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2026年港口集装箱周吞吐量维持高位震荡



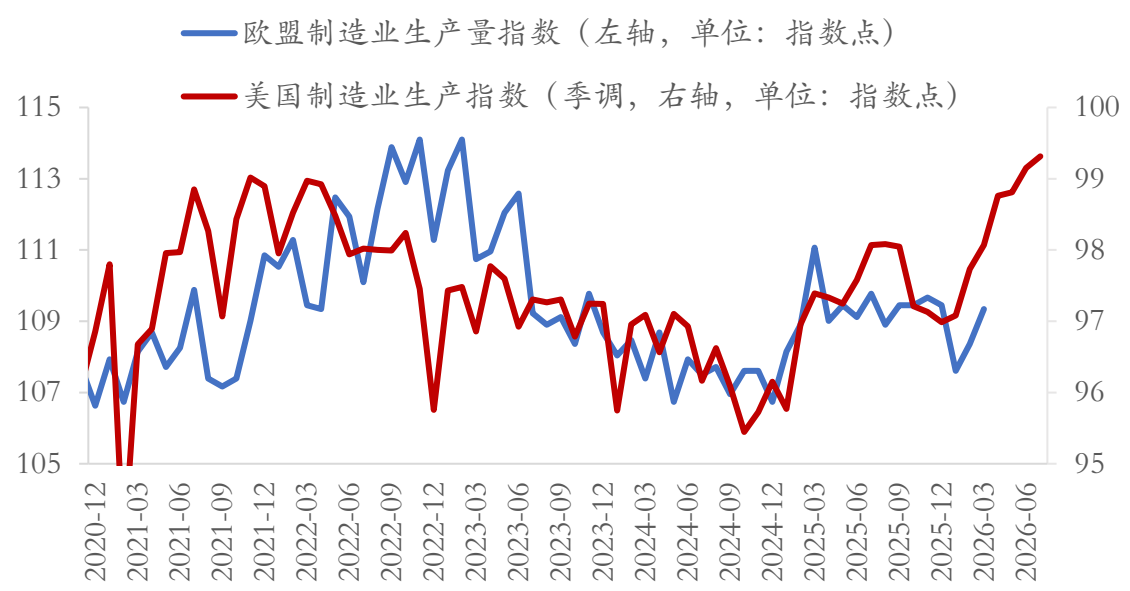
资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

出口（2）：海外制造业景气修复，外需支撑强劲

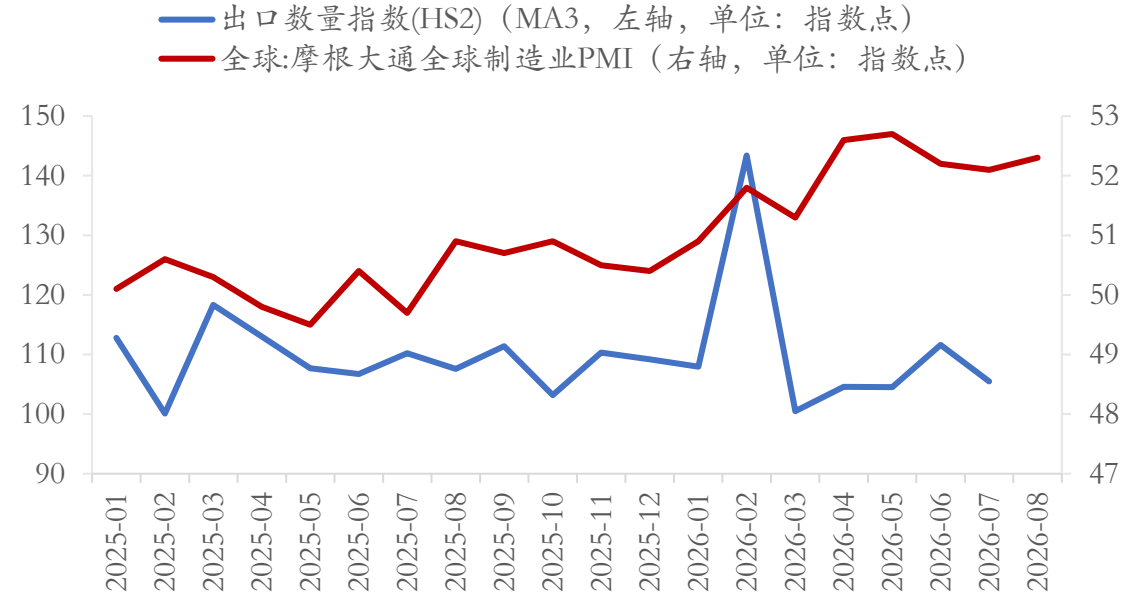
- **海外制造业回暖，为国内出口形成需求端支撑。**美国制造业生产指数持续上行到达99.31%，欧盟制造业生产指数同步边际修复，发达经济体工业生产扩张，带动中间品、资本品进口需求抬升。摩根大通全球制造业PMI稳步回升至52.3%，已经站稳荣枯线以上，与国内出口数量指数走势具备较强联动性。全球制造业景气上行，意味着外需订单仍有持续性，支撑我国四季度出口继续维持高景气。

美国制造业生产指数持续上升



资料来源：Wind，华安证券研究所。

全球制造业PMI上升拉动出口



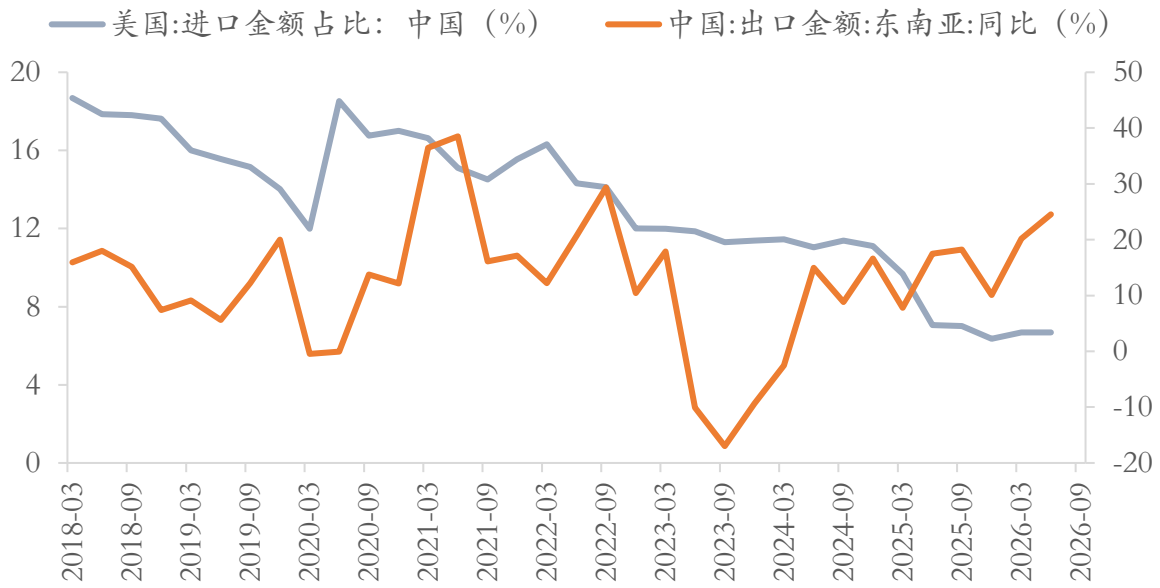
资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

出口（3）：对美份额低位企稳，东盟与中间品出口持续发力

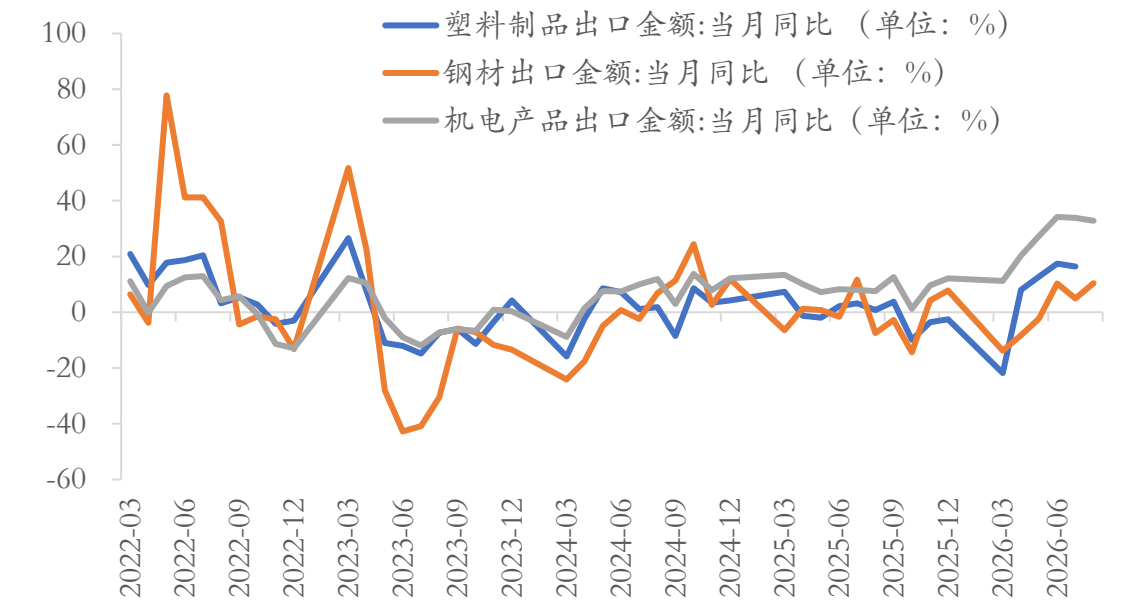
- **出口结构持续优化。对美份额在企稳，**我国在美国进口中的占比回落至7.4%的低位后开始企稳，因此前期关税冲击带来的份额冲击基本接近尾声。且伴随中美经贸谈判对关税可能有所降低，因此对美出口份额企稳态势有望延续。此外，对东盟的出口进一步高增。出现反弹回升，份额企稳态势有望延续。对东盟出口维持高增，成为出口增长重要支撑。
- **中间品出口反弹发力。**塑料、钢材、机电零部件等典型中间品类出口同比回暖，和对东盟出口高增相互印证。大量零部件、基础原料出口至东南亚，经当地组装加工后再转口至欧美终端市场，反映东亚区域产业链配套活跃度提升。

我国对美国出口份额呈现企稳态势



资料来源：Wind，华安证券研究所。

中间品出口反弹发力



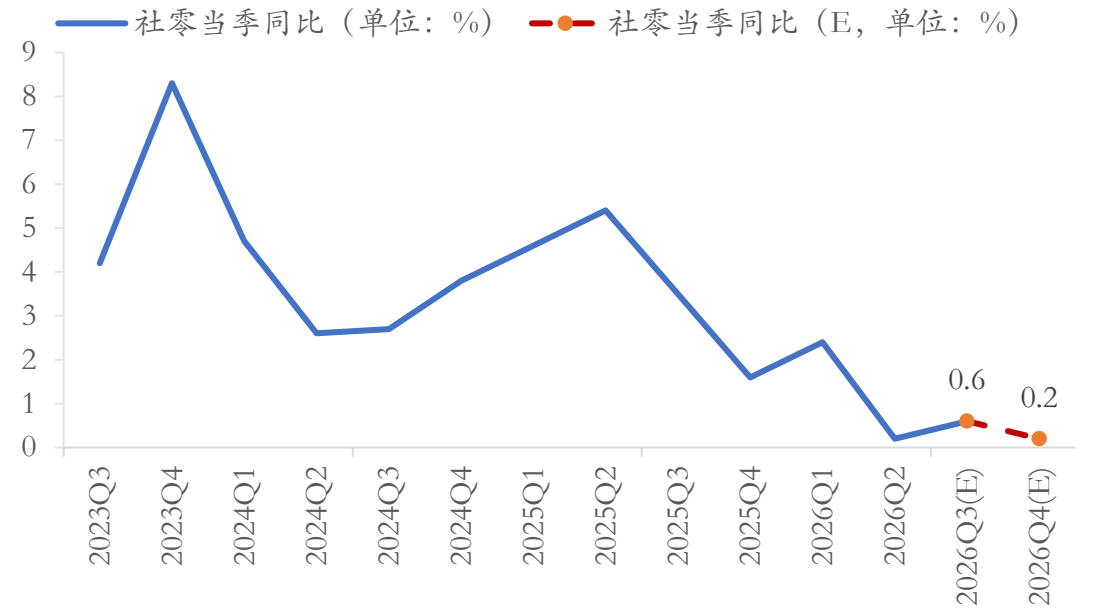
资料来源：Ifind，华安证券研究所整理。

下载日志已记录，仅供内部参考

消费（1）：商品消费低位企稳，内生修复基础仍弱

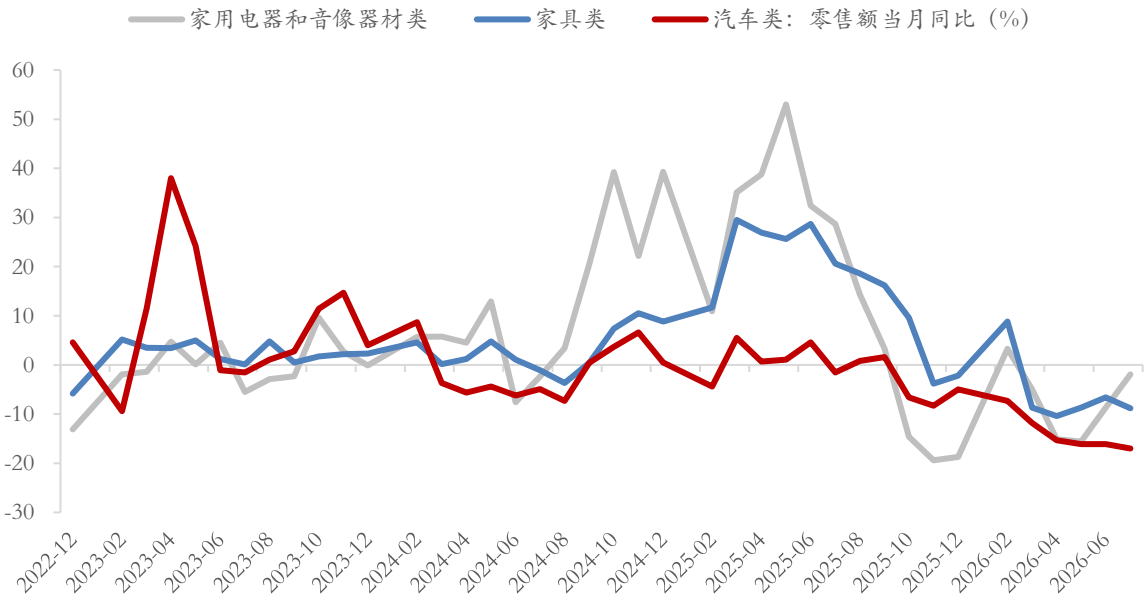
- 社零消费预计三、四季度将呈现低位企稳。
- 小幅回暖主要源于暑期、国庆假期等节假日催化。
- 大宗耐用品消费持续低位。伴随消费类补贴的逐步退坡，耐用消费品颓势再现，汽车批发零售数据延续下行，地产链相关家电、家装消费依旧低迷，商品消费没有同步回暖。

预计全年社零增速在1%左右



资料来源：Wind，华安证券研究所。

耐用品消费持续低位



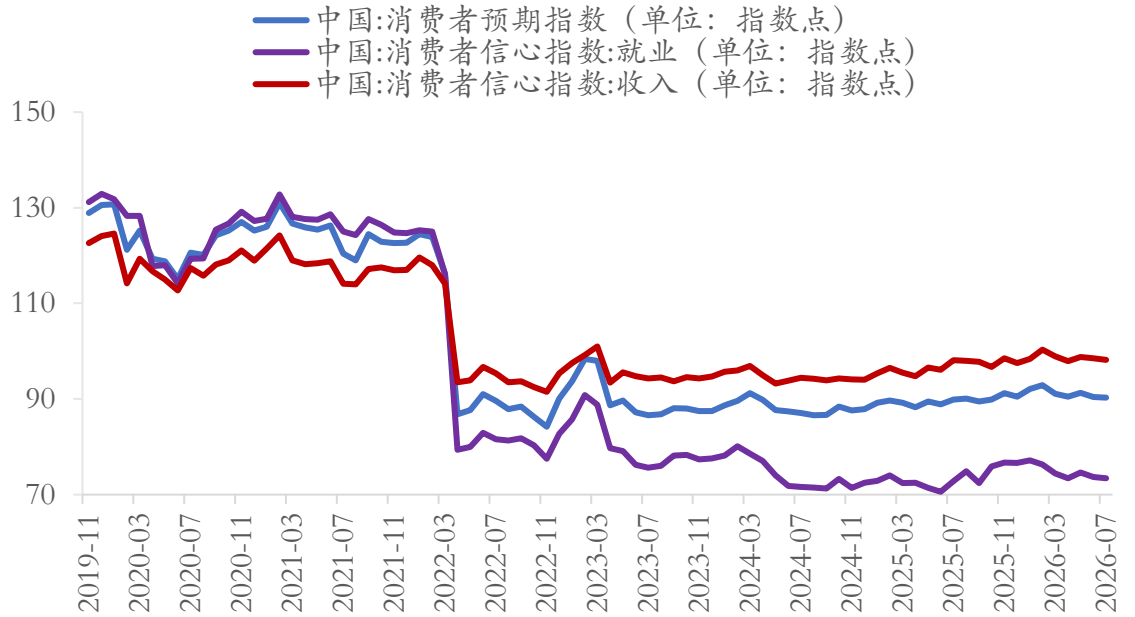
资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

消费（2）：居民消费信心持续低位，消费倾向继续下行

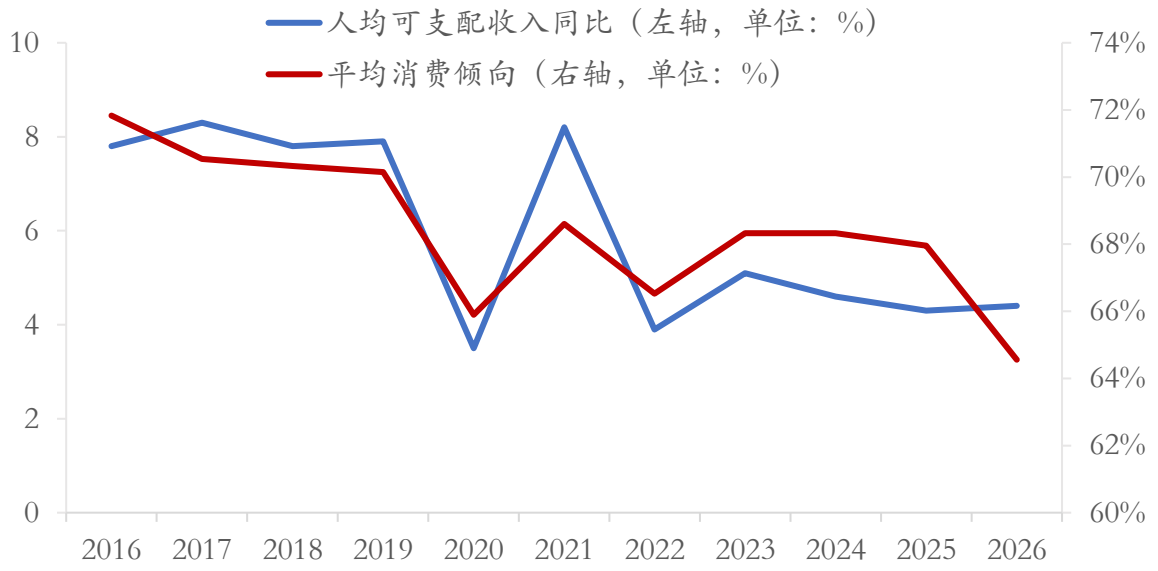
- **居民部门就业、收入信心持续处于低位，平均消费倾向进一步回落，是制约消费自主修复的核心约束。**就业信心指标修复乏力，长期在低位区间徘徊，收入预期虽小幅回暖但力度偏弱，居民对未来收入与就业前景仍偏谨慎。
- 平均消费倾向持续下行，意味着居民在获得收入后，更倾向增加储蓄、压缩即期消费。就业预期不稳叠加资产端顾虑，使得居民预防性储蓄行为强化，即便收入保持温和增长，也难以转化为消费支出。该行为特征直接压制大额耐用品消费意愿，也限制服务消费的持续扩张，消费内生修复的基础仍不稳固。

居民部门就业信心依然偏低



资料来源：Wind，华安证券研究所。

平均消费倾向继续快速下滑



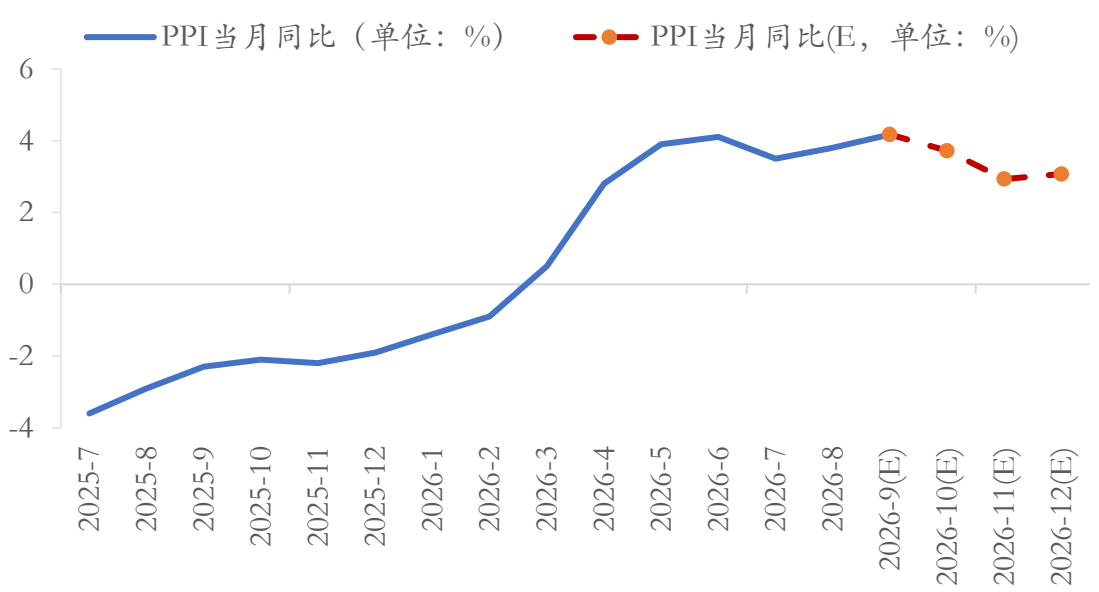
资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

通胀：三季度为价格高点，四季度有所回落，全年温和水平

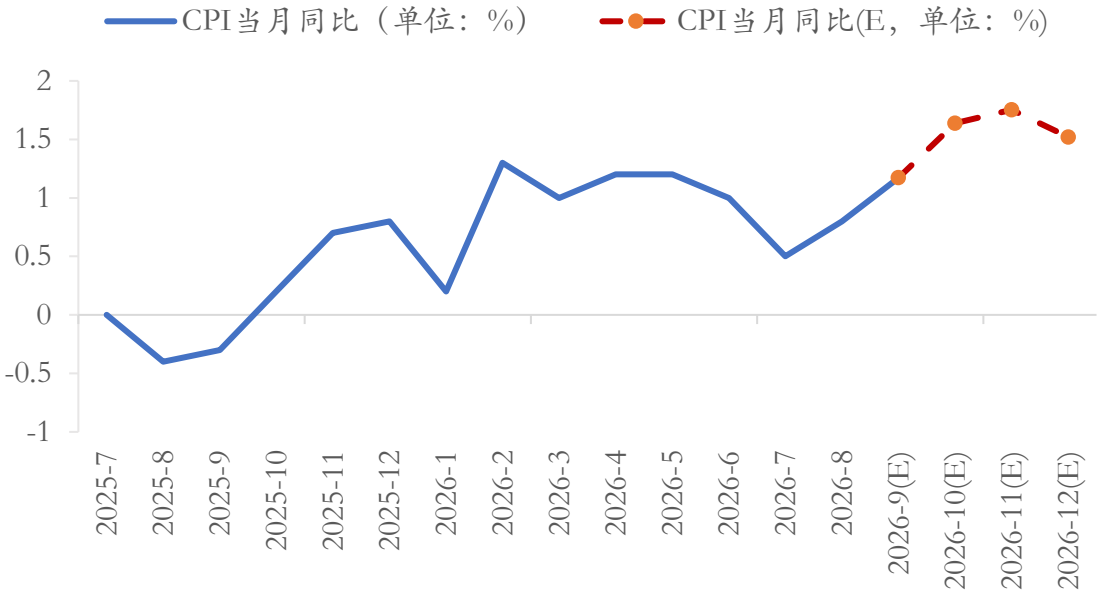
- 输入性成本压力仍是影响国内工业品价格的核心变量，总量层面不存在通胀压力。
- PPI的显著上行主要是国际大宗商品拉动，属于典型的输入性驱动。随着国际油价等大宗品价格冲高回落或高位趋稳，PPI同比在三季度维持高位。往后看，大宗商品波动仍会带来阶段性扰动，但国内供给饱和，终端需求偏弱，上游工业品涨价难以有效快速传导。
- CPI 食品端受季节性气候、农产品供给周期影响，鲜果、鲜菜价格存在上行弹性，能源分项跟随国际油价联动变化，但服务与可选消费品涨价动能偏弱，难以支撑其持续大幅上行，全年维持温和格局。

PPI三季度维持高位，随后回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。

CPI预计四季度到达高位



资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1 增长：低位企稳修复，全年目标无忧

2 政策：存量促落地，增量犹可期

● 专题： 10Y美债收益率见顶有何信号?

3 市场：产业周期第二阶段顶部识别框架

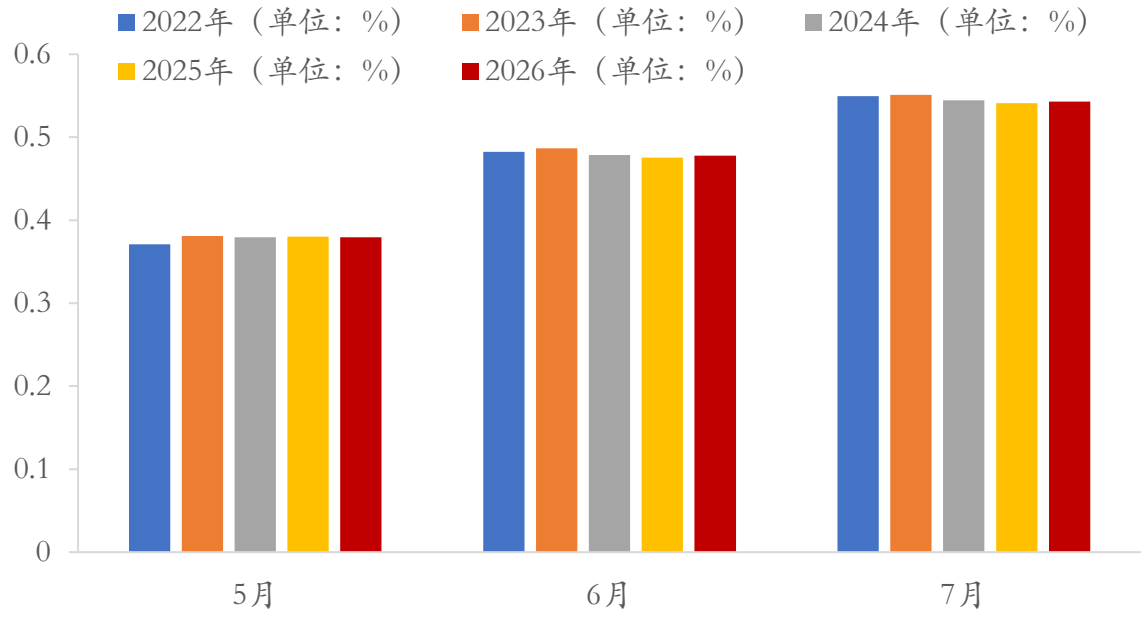
4 配置： AI产业硬件，年末制胜关键

下载日志已记录，仅供内部参考

国内：财政支出进度加快，货币政策数量优先于价格

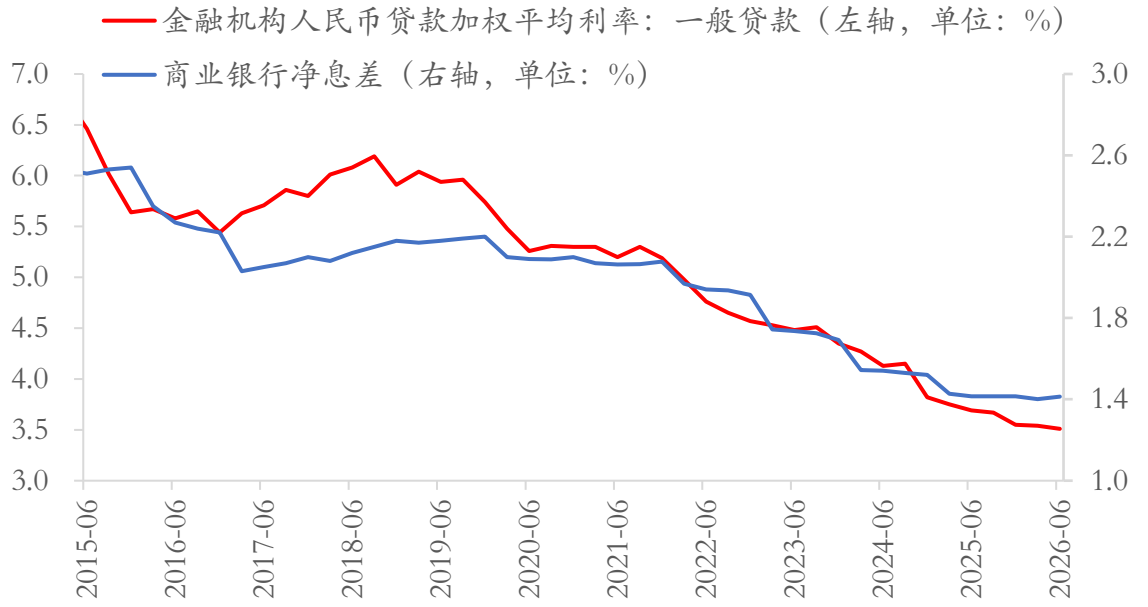
- **发力提效、积极可为的政策总基调，优先推动存量政策落地；若三季度经济数据快速走弱，增量政策存在发力空间。**
- **财政端：加快财政支出和债券资金使用进度。**1-7月财政支出完成全年支出预算的54.28%、略高于去年同期的54.12%，但还是低于前几年同期水平，与经济压力相比，支出进度凸显不足。7 月中央政治局会议明确提出，加快财政支出和债券资金使用进度，四季度财政支出与政府债发行节奏有望继续提速。
- **货币端：降息概率较低，关注结构性工具发力可能。**①上半年GDP增速为4.7%，处于全年4.5%-5.0%的经济增速目标范围之内，总量宽松紧迫性不高。②中东地缘冲突升级推升国际油价，全球通胀预期抬升，8月PPI回升上行，总量宽松面临外部约束。③商业银行净息差与一般贷款利率已经处于历史低位，进一步下调利率空间有限。

财政支出节奏较往年偏慢



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：序时进度等于支出除以全年预算。

商业银行净息差处于低位



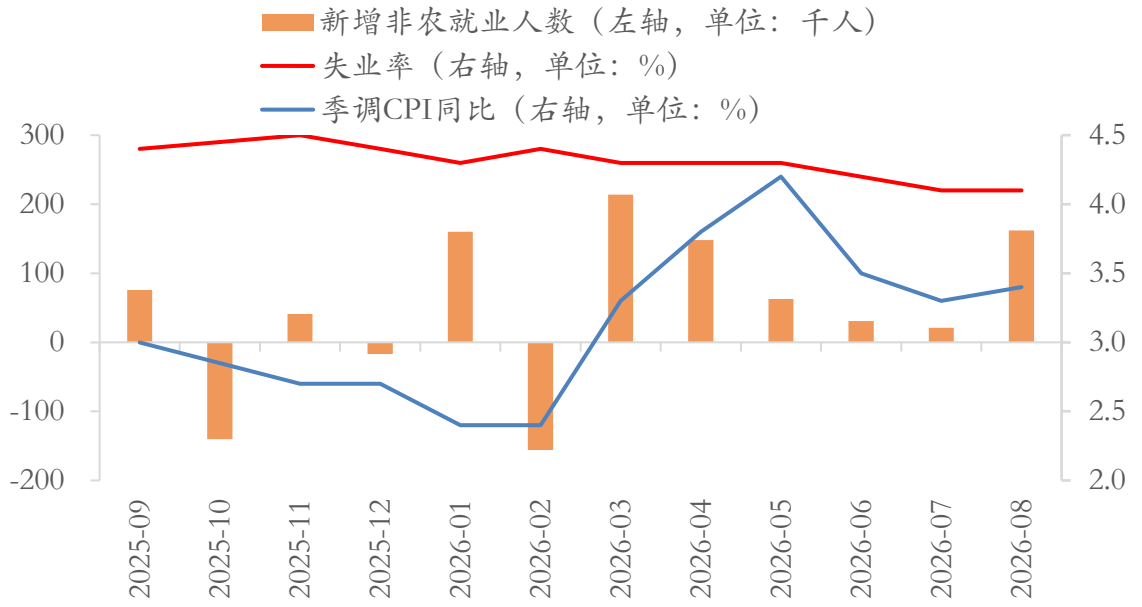
资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

海外：就业强劲，通胀压力仍存，美联储年内仍有进一步紧缩空间

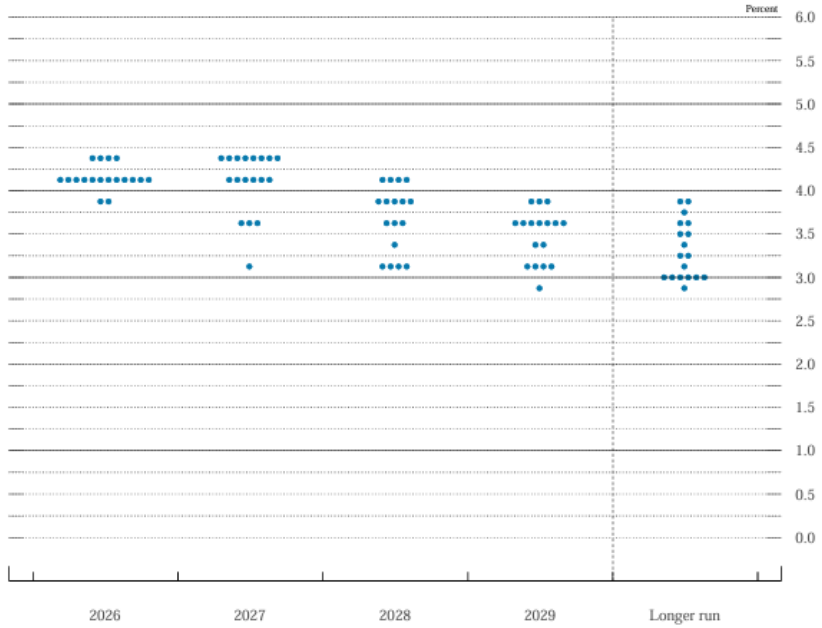
- **美国就业市场强劲，而通胀维持高位，美联储年内仍有进一步紧缩空间。①就业市场表现强劲，经济增长韧性较强，货币紧缩的经济基本面约束有限。**美国8月新增非农就业人口远超预期，失业率维持在4.1%的低位，沃什在发布会中也指出美国劳动力市场大致处于充分就业状态。与此同时，9月FOMC进一步上调2026年实际GDP增速预测，显示美国经济韧性较强，对货币紧缩的约束有限。**②通胀仍处高位，若后续趋势未见回落，进一步加息紧迫性或将上升。**中东地缘冲突仍存不确定性，能源价格波动反复，若后续通胀趋势未见回落，进一步加息的紧迫性或将上升。**③点阵图显示多数委员预计年内至少再加息一次。**9月FOMC将联邦基金利率目标区间上调25bp至3.75%-4.00%，同时将2026年底联邦基金利率中值由6月的3.8%上调至4.1%。从点阵图分布看，多数委员预计年底利率高于当前水平，显示年内仍存在进一步加息空间。

美国就业保持强劲、通胀仍处高位



资料来源：Wind，华安证券研究所。

多数委员预计年内至少再加息一次



资料来源：2026年9月FOMC会议，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1 增长：低位企稳修复，全年目标无忧

2 政策：存量促落地，增量犹可期

→ ● 专题： 10Y美债收益率见顶有何信号?

3 市场：产业周期第二阶段顶部识别框架

4 配置： AI产业硬件，年末制胜关键

下载日志已记录，仅供内部参考

专题：十年期美债收益率见顶通常有哪些信号？

复盘1990年以来，六轮10年期美债收益率见顶回落的影响因素

经济增长因素	货币政策因素	期限溢价	通胀因素
经济增长动能转弱。典型表现为制造业PMI持续回落，或前期高景气行业出现拐点。	**加息周期中，货币政策紧缩预期边际缓和。**	**期限溢价下行。**国债回购、美联储缩表等政策操作均可能通过影响国债供需预期，推动期限溢价下行。	**通胀预期回落。**六轮见顶过程中，仅有一轮以通胀预期回落为主导因素。
最常见的底层驱动			影响较为有限

当前判断

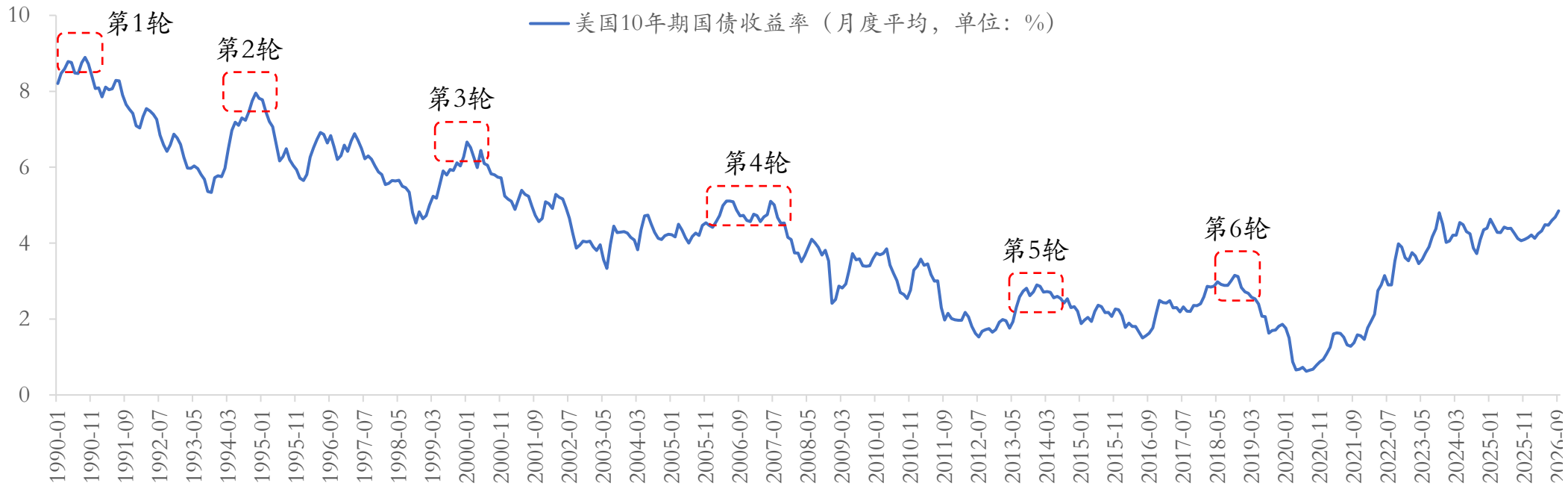
- 本轮长端美债收益率上行，主要受到输入性通胀引发的加息预期升温与美国财政可持续性担忧加剧的共同推动。
- **当前美国经济整体保持韧性，尚未出现明确下行信号；中东地缘冲突扰动，通胀预期未见回落；9月议息会议声明及沃什表态偏鹰，市场对年内再次加息的担忧有所加剧，短期内收益率缺乏持续回落的动力。**
- 后续若要实现趋势性下行，仍需关注大规模国债回购、经济明显走弱或加息预期缓和等因素出现。

下载日志已记录，仅供内部参考

复盘1990年以来，六轮10年期美债收益率见顶回落阶段

- **10年期美债收益率是全球无风险利率和美元资产定价的重要参考。**一方面，其变化通过影响企业、居民和政府的中长期融资成本，作用于实体经济运行；另一方面，其作为全球资产定价的重要基准，会影响美股估值，并可能改变跨境资本流动与风险偏好，对全球资本市场形成外溢影响。
- 当前10年期美债收益率持续上行并创2007年以来新高，金融条件收紧一定程度上对权益市场有所压制。在此背景下，**我们复盘1990年以来六轮典型的10年期美债收益率见顶回落过程，梳理其背后的驱动因素，总结利率上行周期接近尾声时的典型特征，为研判当前利率上行周期的演变提供参考。**

1990年以来六轮美债收益率高点



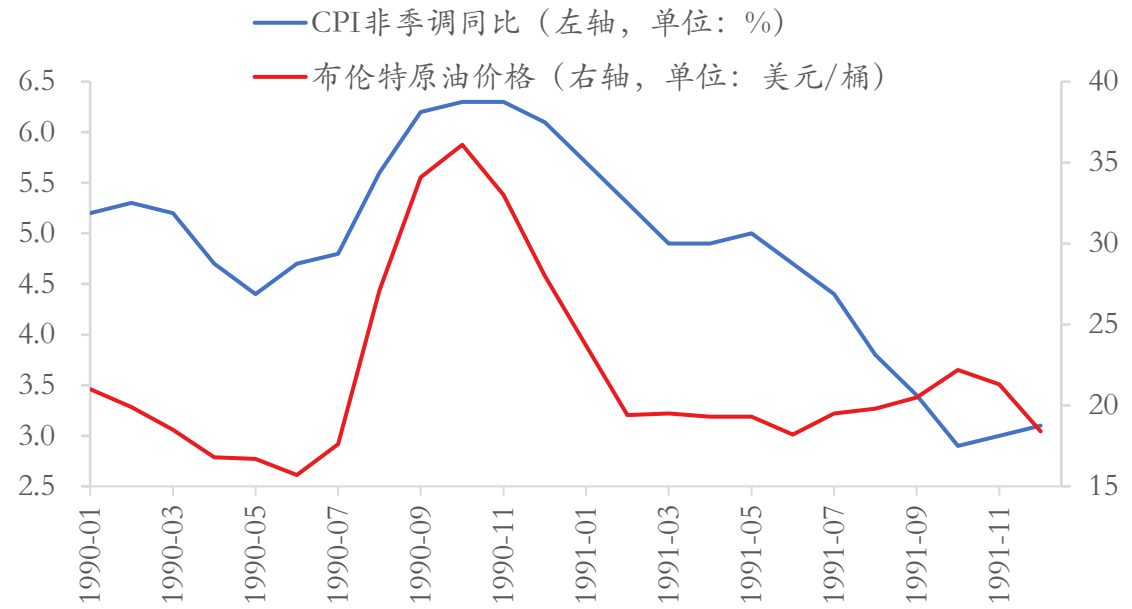
资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

阶段1：1990年9月-通胀预期回落决定见顶时点，经济走弱强化下行趋势

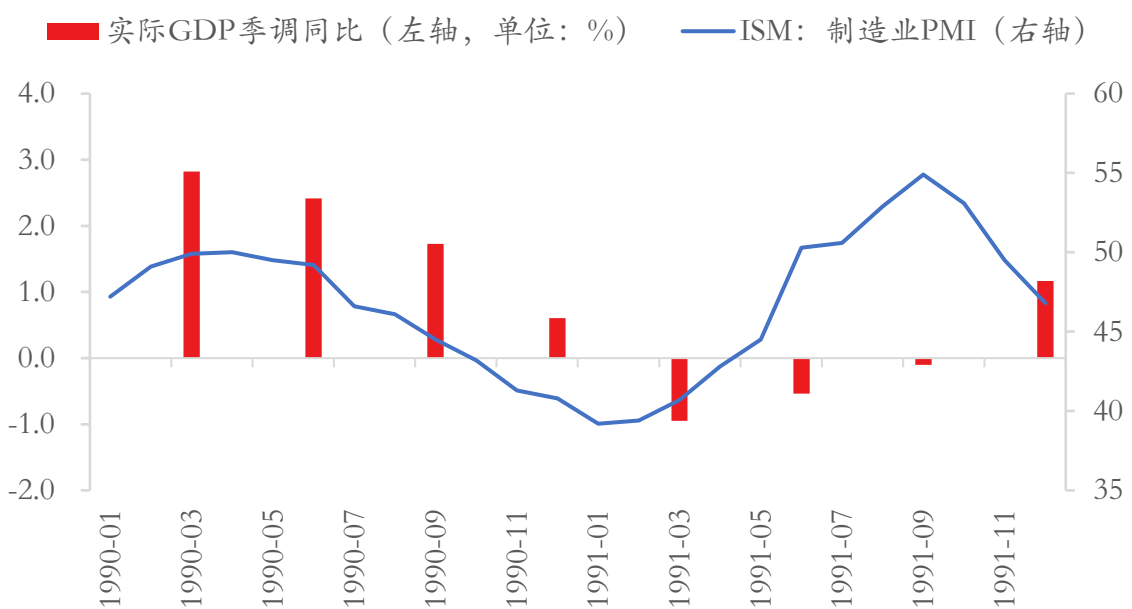
- **通胀预期回落叠加经济基本面持续走弱，本轮10年期美债收益率于1990年9月见顶。**1990年8月2日，伊拉克入侵科威特引发市场对中东原油供应中断的担忧，布伦特原油价格由7月底约18美元/桶快速升至9月的近34美元/桶，阶段性推升通胀担忧，带动10年期美债收益率进一步上行，并于9月升至8.89%的阶段高点。随着油价冲击逐步被市场视为暂时性因素，通胀预期回落；与此同时，经济基本面持续走弱，制造业PMI长期位于荣枯线下且持续下滑，实际GDP同比增速逐步下降，共同推动10年期美债收益率转入下行。

科威特战争导致原油价格于1990年8月份迅速上行



资料来源：Wind，华安证券研究所。

1990年美国经济显著走弱



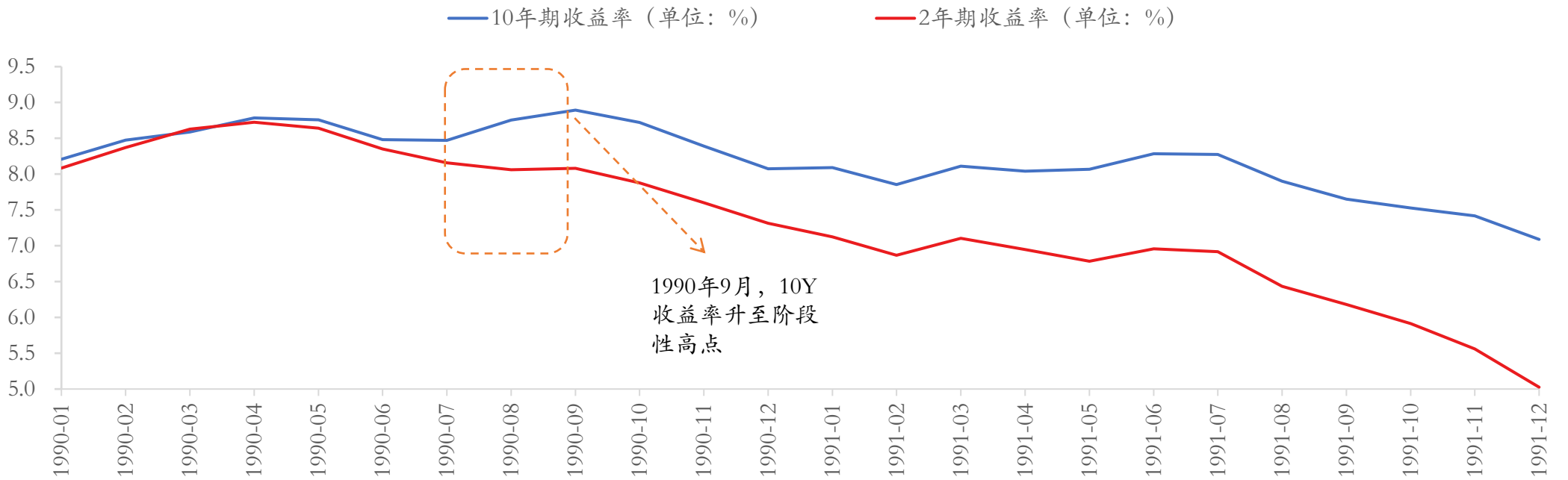
资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

阶段1：1990年9月-货币政策预期并非主导因素

- **货币政策预期并非本轮长端利率见顶的主导因素。**美联储自1989年6月开启宽松周期，此后多次下调联邦基金利率，市场对政策宽松的预期亦逐步升温。2年期美债收益率自1990年4月起已开始回落，反映降息预期持续强化；1990年7月，美联储再次下调联邦基金目标利率25个基点至8.00%。但在货币政策持续宽松的背景下，10年期美债收益率此后仍进一步上行，并于9月触及阶段高点，表明货币政策预期并非推动本轮长端利率见顶的主要因素。

10年期美债收益率升至高点之际，2年期收益率已率先回落



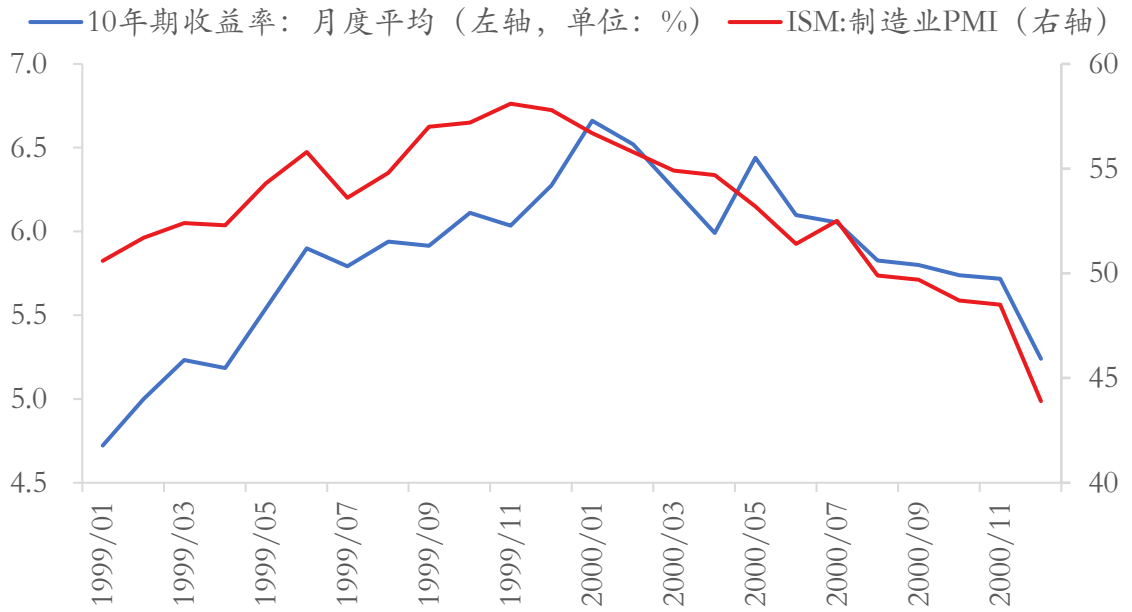
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：收益率为月度平均。

下载日志已记录，仅供内部参考

阶段3：2000年1月-增长预期转弱叠加国债供给收缩预期

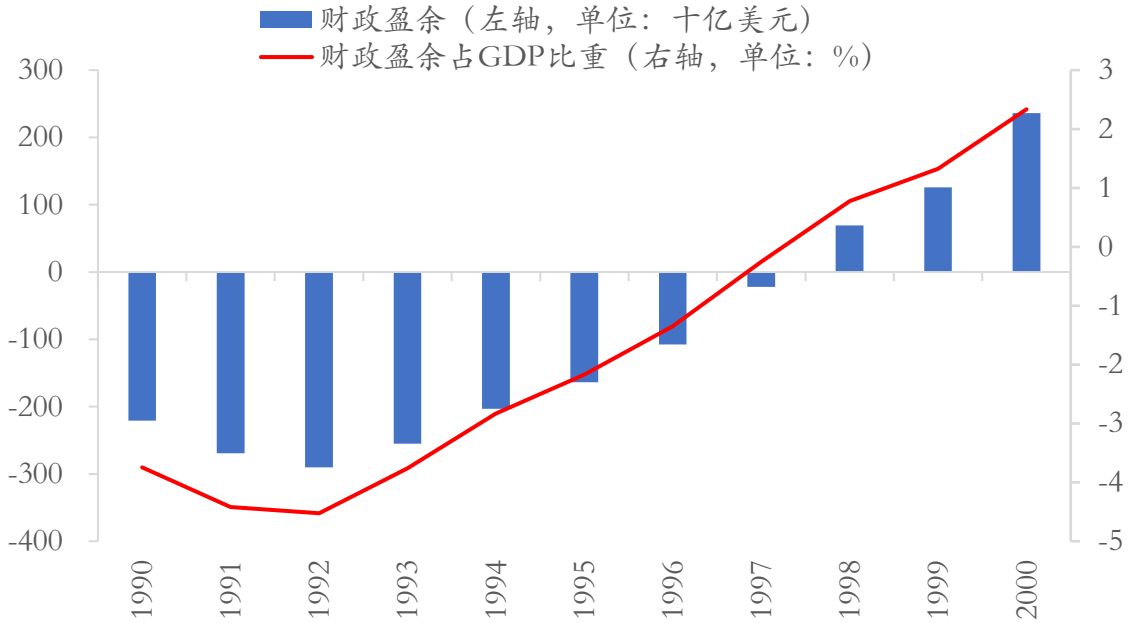
- **增长预期下修叠加财政部大规模国债回购计划带来的长端供给收缩预期，本轮10年期美债收益率于2000年1月见顶。**随着前期加息的累积效应逐步显现，ISM制造业PMI自1999年11月阶段性高点回落，市场开始下修对未来经济增长的预期。与此同时，联邦财政盈余持续扩大，政府融资需求下降，财政部于2000年1月宣布拟开展大规模国债回购，强化了市场对未来长期国债供给减少的预期，期限溢价下行对长端收益率形成一定压制，10年期美债收益率自2000年1月高点逐步回落。
- **货币政策及通胀因素并非影响长端利率见顶回落的主要原因。**2000年初美国通胀继续上行，1月13日，美联储主席格林斯潘在演讲中指出，股价上涨带来的财富效应正推动需求增长快于供给，并可能进一步加剧通胀压力，认为恢复供需平衡需要更高的融资成本，市场对美联储加息预期显著升温。因此，货币政策与通胀因素难以解释长端利率的见顶回落。

美国制造业PMI自1999年11月高位回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：收益率为月度平均。

联邦财政盈余持续扩大



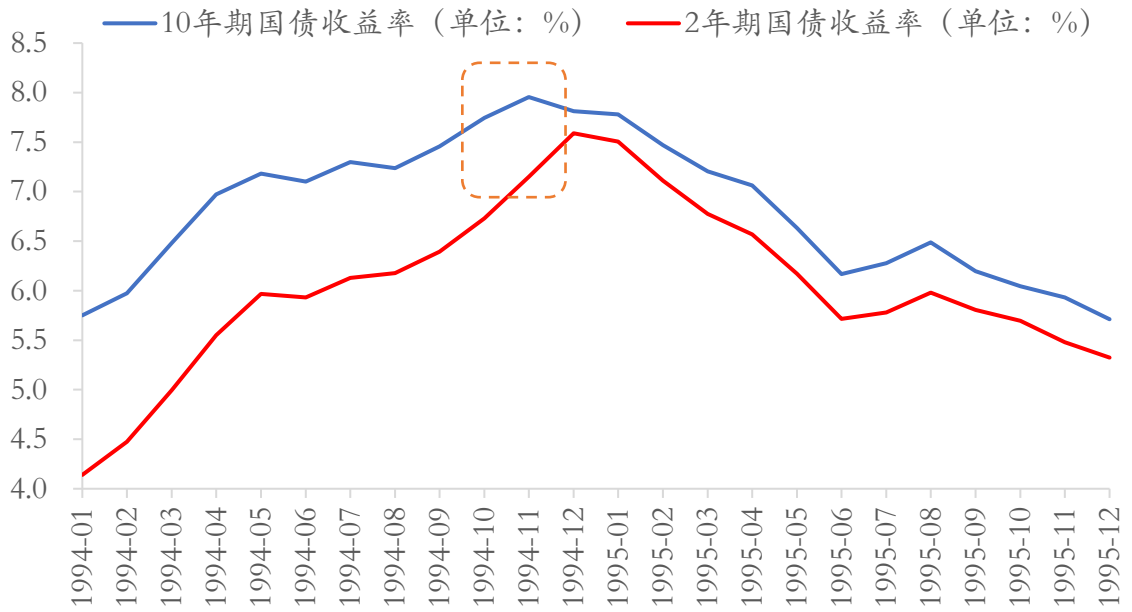
资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

阶段2：1994年11月-经济增长动能放缓

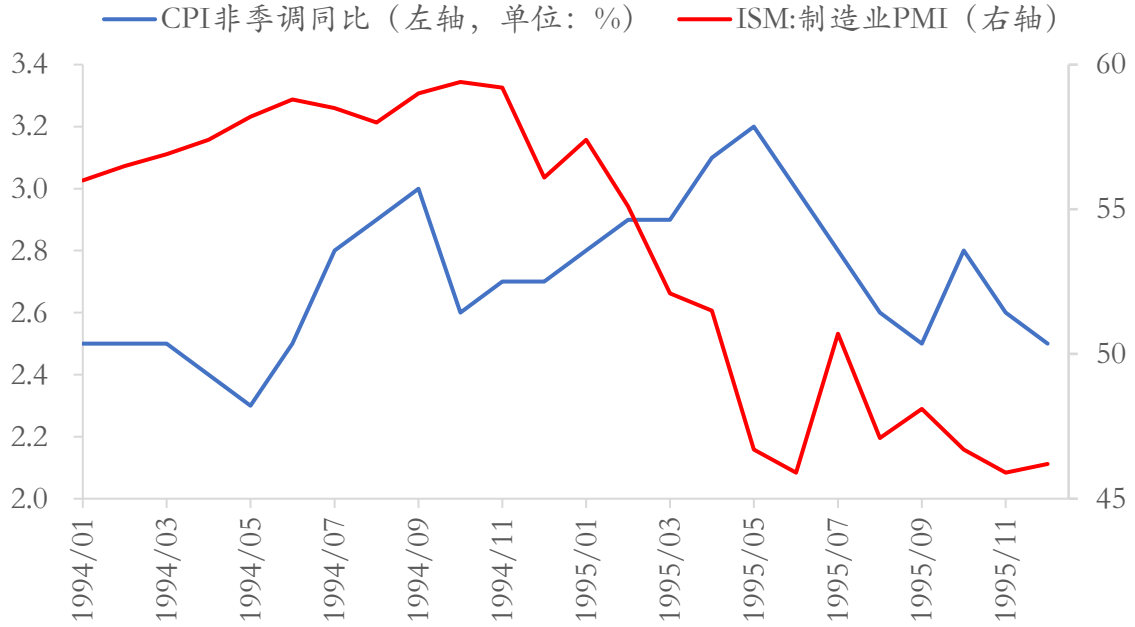
- **经济增长动能放缓，是推动本轮10年期美债收益率于1994年11月见顶的主导因素，货币政策、通胀因素未形成明显的下行驱动。①经济高景气度逐步降温，是本轮长端利率见顶的核心驱动。**1994年11月起，PMI开始自高位持续回落，显示经济增长动能出现边际放缓迹象。随着市场对未来经济增长前景的预期趋弱，10年期美债收益率于11月触及高点后转入下行。**②货币紧缩预期仍强，并非推动长端利率见顶的主要因素。**美联储自1994年2月启动加息，并于11月15日进一步加息75个基点至5.50%。加息落地后，2年期美债收益率仍继续上行；且12月初格林斯潘在国会证词中亦强调通胀风险，并暗示进一步收紧政策的可能性，或进一步强化市场对后续加息的预期。**③通胀因素难以解释长端利率的回落。**在10年期美债收益率于11月见顶回落之际，CPI同比仍在上升，通胀压力较大，市场对未来通胀上行的担忧仍存，通胀因素难以解释长端利率下行。

10年期美债收益率率先见顶回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：收益率为月度平均。

美国制造业PMI于1994年末高位回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

阶段4-1：2006年6月-经济增长动能放缓叠加加息预期缓和

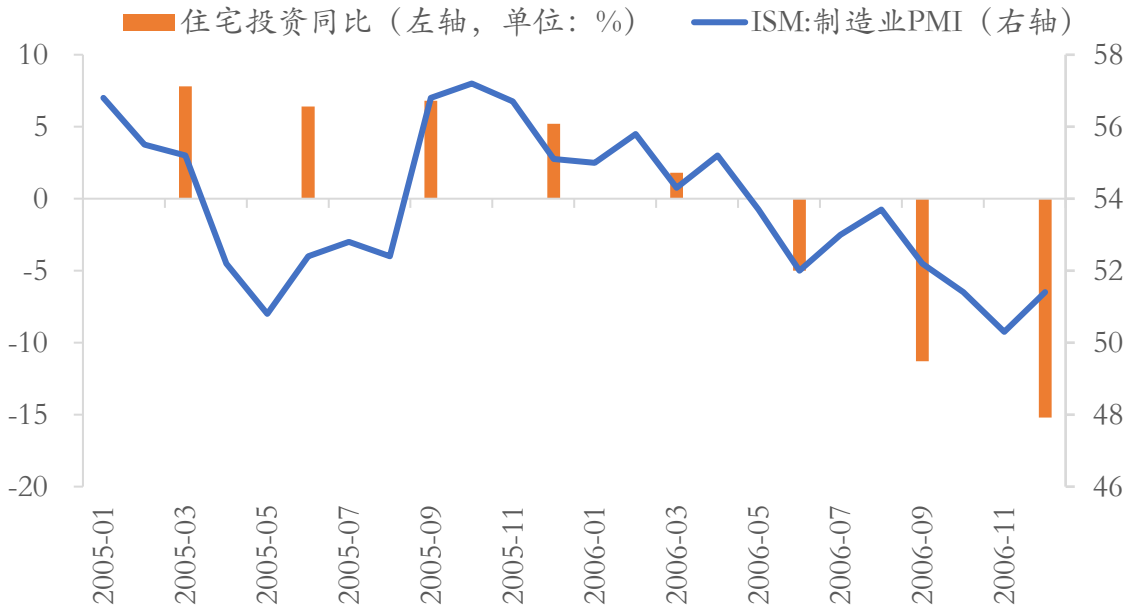
- **经济增长动能放缓与加息预期缓和共同推动10年期美债收益率于2006年6月形成高点。**一方面，住房投资走弱、房地产市场持续降温，叠加制造业PMI自高位回落，显示美国经济增长动能开始边际放缓；另一方面，2006年6月FOMC会议声明，明确指出经济增速较前期有所放缓，通胀预期保持稳定，并删去此前关于“可能需要进一步收紧政策”的表述，只强调未来政策取向将取决于经济数据，市场对进一步加息的预期有所缓和。

2006年6月FOMC会议声明边际变化

观察维度	5月FOMC会议声明	6月FOMC会议声明	边际变化
经济增长	今年以来经济增长相当强劲	经济增长较此前强劲水平有所放缓	经济增长表述明显转弱
货币政策	可能仍需要进一步的政策收紧以应对通胀风险，后续收紧的幅度与时点取决于经济数据	删除“可能仍需要进一步收紧”的前置判断，仅保留后半句	进一步加息指引弱化
通胀预期	通胀预期保持稳定	通胀预期保持稳定	通胀预期的判断未出现明显变化

资料来源：2026年6月FOMC会议，华安证券研究所。

美国住房投资走弱，经济增长动能放缓



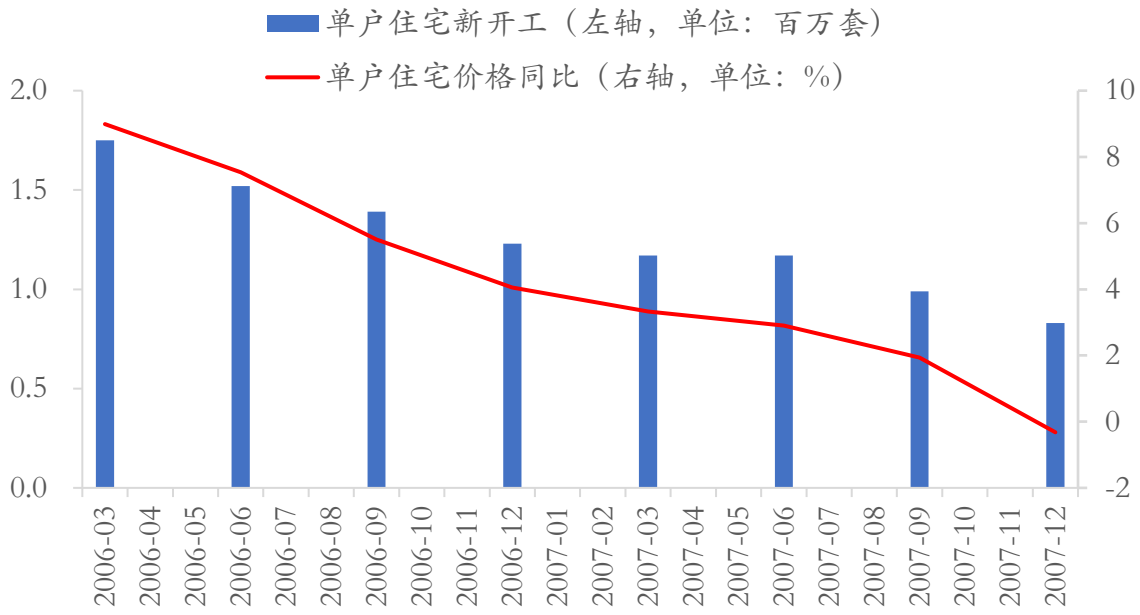
资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

阶段4-2：2007年6月-经济下行风险加剧

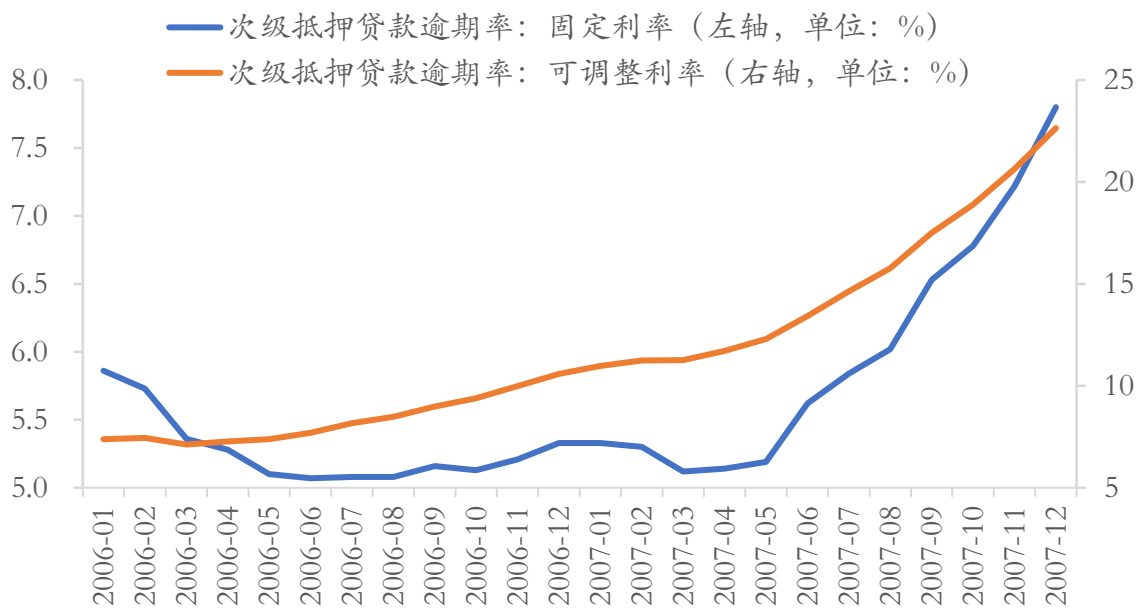
- **房地产市场持续调整，次贷风险加速暴露，经济下行风险加剧，是推动10年期美债收益率于2007年6月见顶回落的主导因素。**随着住房市场持续降温，房价下跌削弱了次级借款人的房屋净值和再融资能力，次级可调整利率抵押贷款逾期率持续抬升，2007年6月已升至约13%。房地产市场调整向金融体系和实体经济扩散的担忧升温，经济下行预期成为推动长端利率回落的主导因素。
- 6月FOMC会议维持利率不变，会议声明指出核心通胀有所改善，但持续的通胀压力缓和尚未得到充分确认，较高的资源利用率仍可能使通胀压力持续存在，通胀未能如期回落仍是委员会最主要的政策担忧。会议后市场对短期降息的预期并未明显升温，因此，货币政策与通胀因素并非推动10年期美债收益率回落的主要因素。

住房市场显著降温



资料来源：美联储2008年货币政策报告，华安证券研究所。

次贷逾期率显著抬升



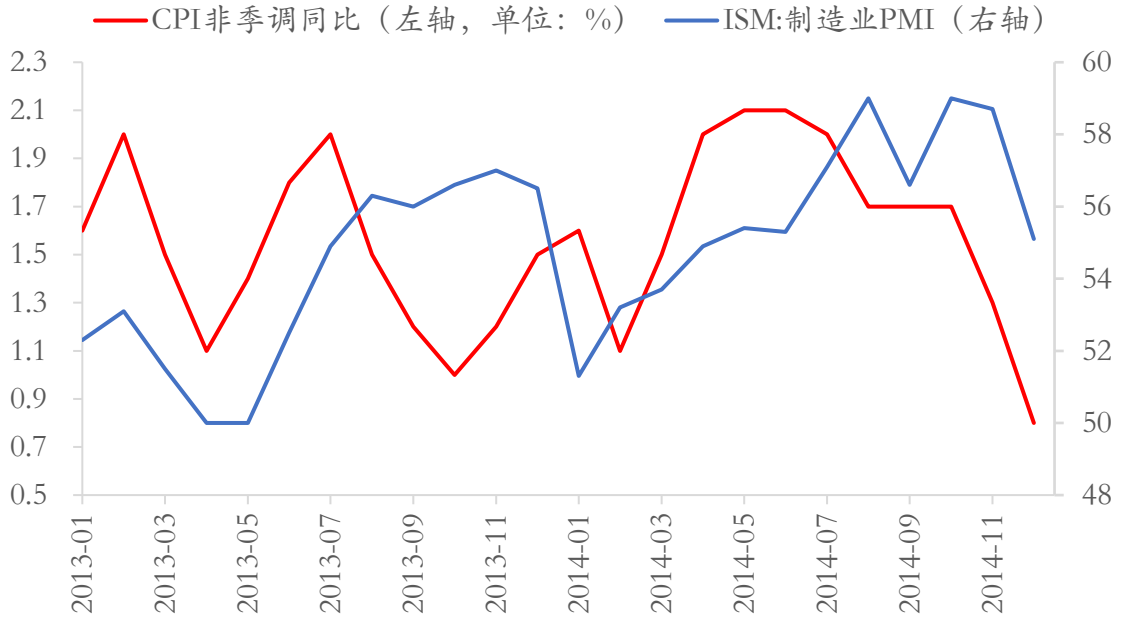
资料来源：美联储2008年货币政策报告，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

阶段5：2013年12月-缩减购债预期兑现，期限溢价主导长端利率见顶

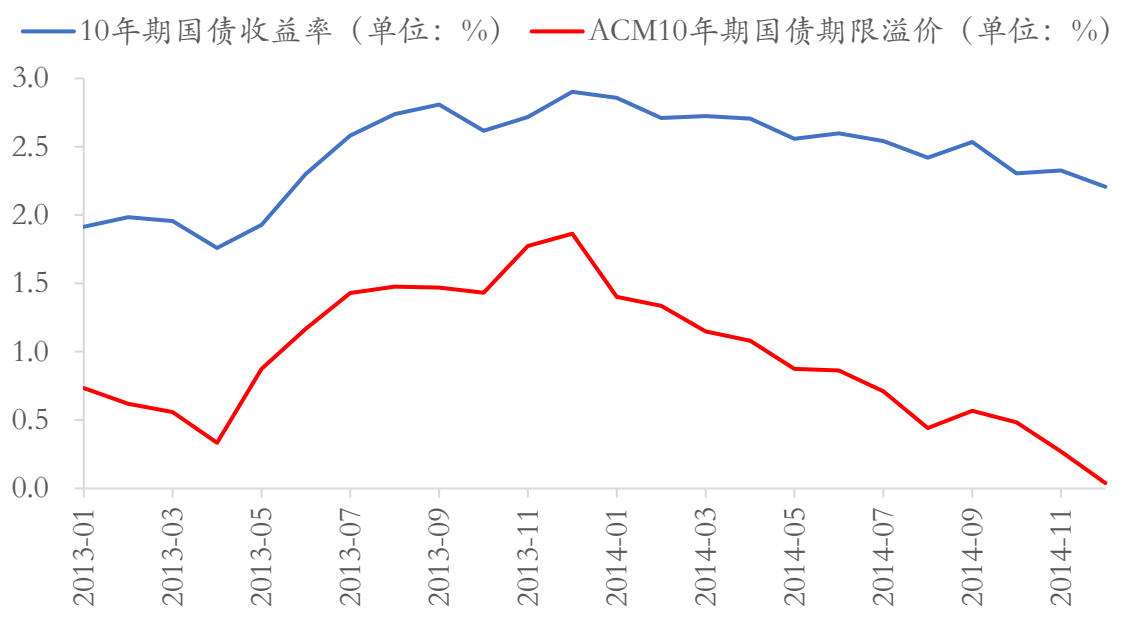
- **缩减购债预期前期已得到较充分反映，政策正式落地后紧缩不确定性下降，期限溢价回落，推动10年期美债收益率于2013年12月见顶。**2013年5月，时任美联储主席伯南克表示，若经济和就业市场持续改善，未来几次会议可能逐步缩减购债规模；6月19日进一步提出，若经济复苏符合预期，可能于2013年晚些时候启动缩减购债，并在2014年年中左右结束资产购买。市场据此提前交易政策退出预期，10年期美债期限溢价自5月起快速上升。12月18日，美联储正式公布缩减购债安排后，市场对政策退出节奏及过度紧缩的担忧有所缓解，期限溢价随之回落，带动10年期美债收益率下行。
- 同期，美国经济处于缓慢复苏阶段，就业市场持续修复，经济增长预期并未出现明显转弱；而通胀已自低位回升，市场对美联储降息的预期亦未明显强化，上述因素均不足以充分解释10年期美债收益率的见顶回落。

经济缓慢复苏、通胀仍处低位



资料来源：Wind，华安证券研究所。

缩减购债预期从升温到兑现，期限溢价主导长端利率



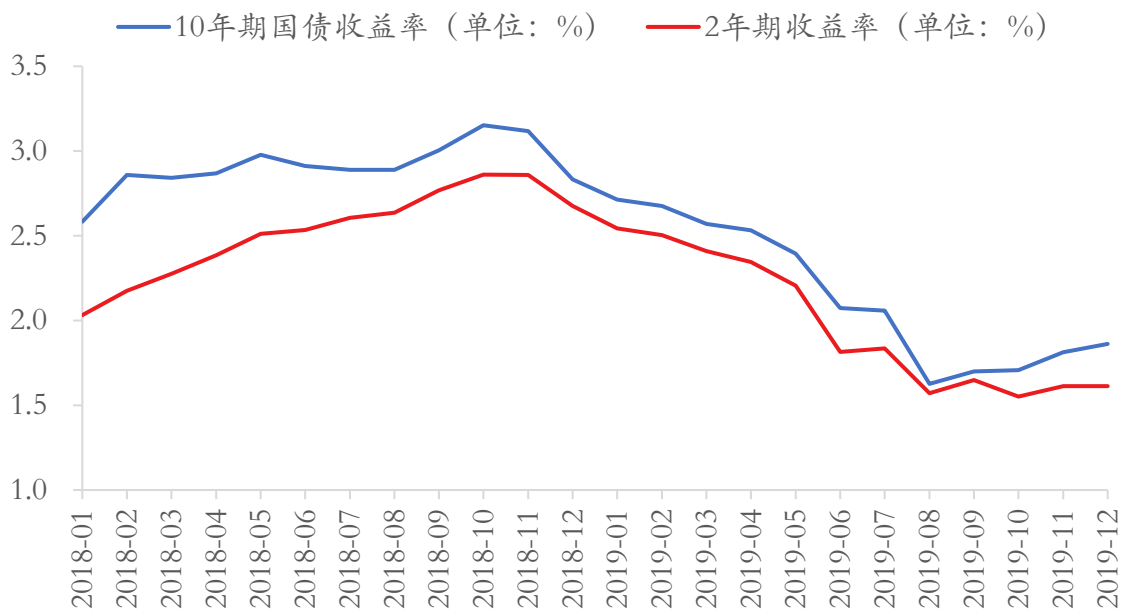
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：收益率为月度平均。

下载日志已记录，仅供内部参考

阶段6：2018年10月-加息预期缓和叠加增长动能减弱

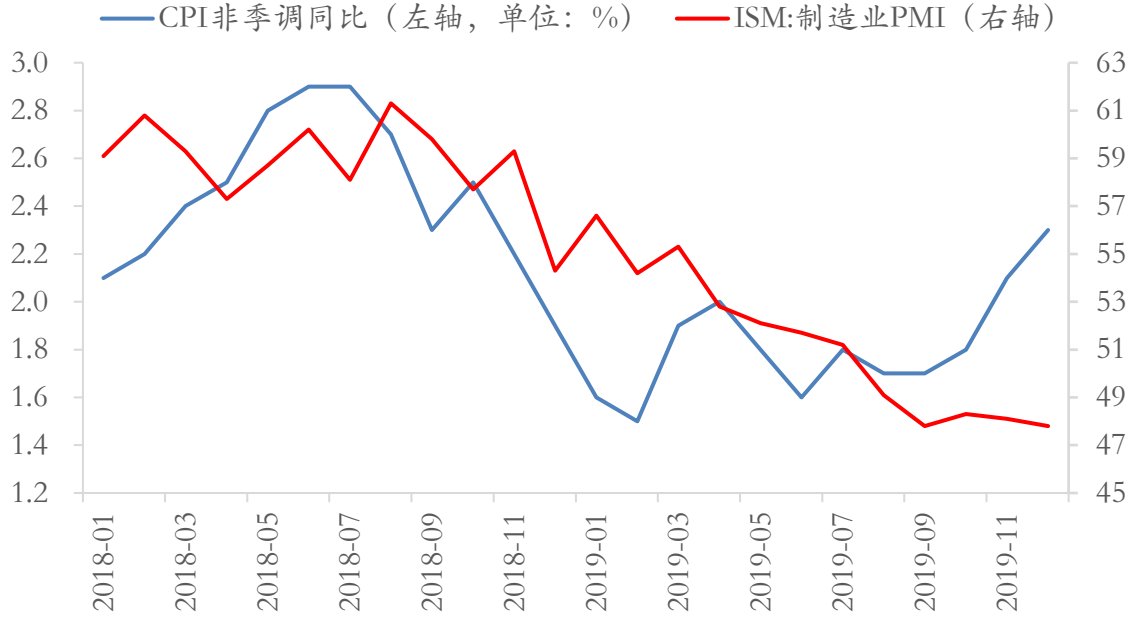
- **加息预期缓和叠加经济增长动能减弱，本轮10年期美债收益率于2018年10月见顶。**9月加息落地后，10月美股经历深度调整，市场对前期“加息+缩表”双重收紧对经济增长的影响担忧升温，对后续加息的预期有所缓和。利率掉期数据显示，12月加息概率从81%降至76%左右。11月28日鲍威尔在纽约经济俱乐部发表讲话时表示，联邦基金利率已略低于中性利率估计区间，较10月初“距离中性利率可能还有很长的路要走”的表态明显转变，进一步强化了市场对加息空间收窄的预期，推动长端美债收益率延续回落。经济层面，ISM制造业PMI自高位震荡回落，市场对经济增长动能的预期有所减弱，为长端利率下行提供支撑。通胀方面，9月议息会议纪要显示长期通胀预期指标总体变化不大，并非是推动本轮10年期美债收益率见顶回落的主要因素。

加息预期缓和推动2年期美债收益率自10月起开始回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：收益率为月度平均。

制造业PMI自高位持续回落，经济增长动能减弱



资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

专题小结：美债收益率见顶回落的历史规律与当前判断

- 复盘1990年以来六轮10年期美债收益率见顶回落过程，我们发现：**①经济增长动能转弱是长端利率见顶回落最常见的底层驱动。**典型表现为制造业 PMI持续回落，或前期高景气行业出现拐点。**②货币政策紧缩预期边际缓和是加息周期中长端利率见顶的重要信号。③期限溢价下行是推动长端利率见顶的重要因素，而通胀预期回落的影响相对有限，**历史上多轮收益率见顶时通胀及预期继续上行。
- 当前10年期美债收益率上行，主要受到输入性通胀引发的加息预期升温与美国财政可持续性担忧加剧的共同推动。**当前美国经济整体保持韧性，尚未出现明确下行信号；中东地缘冲突扰动，通胀预期未见回落；9月议息会议声明及沃什表态偏鹰，市场对年内再次加息的担忧有所加剧，短期内收益率缺乏持续回落的动力。后续若要实现趋势性下行，仍需关注大规模国债回购、经济明显走弱或加息预期缓和等因素出现。**

1990 年以来六轮 10 年期美债收益率见顶阶段复盘梳理

阶段	主导因素			
	经济增长因素	货币政策因素	期限溢价	通胀因素
1	✓			✓
2	✓		✓	
3	✓			
4-1	✓	✓		
4-2	✓			
5			✓	
6	✓	✓		

资料来源： 华安证券研究所整理。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1 增长：低位企稳修复，全年目标无忧

2 政策：存量促落地，增量犹可期

● 专题： 10Y美债收益率见顶有何信号?

3 市场：产业周期第二阶段顶部识别框架

4 配置： AI产业硬件，年末制胜关键

下载日志已记录，仅供内部参考

专题：成长产业景气周期“关键变局点”识别之第二阶段结束

第一阶段行情结束、第二阶段行情启动、第二阶段行情结束的“关键变局点”识别框架

判断要素	第一阶段行情（估值修复）结束 即 第一次良性调整启动	第二阶段行情（业绩支撑）启动 即 第一次良性调整结束	第二阶段行情（业绩支撑）结束 即 第二次良性调整启动
核心框架	“β+3大特征”	“β+α+2大特征”	“β+α+3大特征”
市场β因素	√β因素抑制风险偏好	√对应β因素确定性缓解或消除，风险偏好得以重建	√β因素制约风险偏好
智能手机产业周期	货政转向、流动性收紧、利率抬升	货政定调延续宽松、货币供给和信贷超预期	四万亿刺激负作用显现，货币、信贷、地产等多方面宏观政策收紧
互联网产业周期	内外货政偏紧导致超预期“钱荒”、短端利率飙升	央行释放流动性、“钱荒”结束、利率大幅回落	美联储启动TAPER，汇率快速贬值，资金大幅流出
新能源车产业周期	新冠爆发、社会停滞、美股熔断性调整	疫情初步得控、内外政策不遗余力、美股止跌反转	央行大幅回收短端流动性，引发货币政策“急转弯”担忧
行业α因素	×无共性特征，未观察到明显利空因素	√产业周期从预期量变到业绩质变，启动于年报或中报	√基数效应导致盈利增速显著降档，结束于年底年初业绩空窗期或增速降档被证实财报季
换手率	√成长风格和主线行业换手率触及本轮高位	√成长风格换手率触及第一阶段结束后首次本轮前低	√主线行业换手率触及本轮高位
前期涨跌幅	×无共性特征	√第一次良性调整持续1-2个月，成长风格跌幅15-20%	√第二阶段行情持续时间在8个月左右
新高或新低	√成长风格和六大成长行业同创新高	×无共性特征	×无共性特征
尾声加速及结构	√成长风格尾声加速上涨，行业表现强者恒强	×无共性特征	√成长风格尾声加速上涨，持续1个月左右，幅度15%左右，主线行业表现领先且涨幅20%或以上

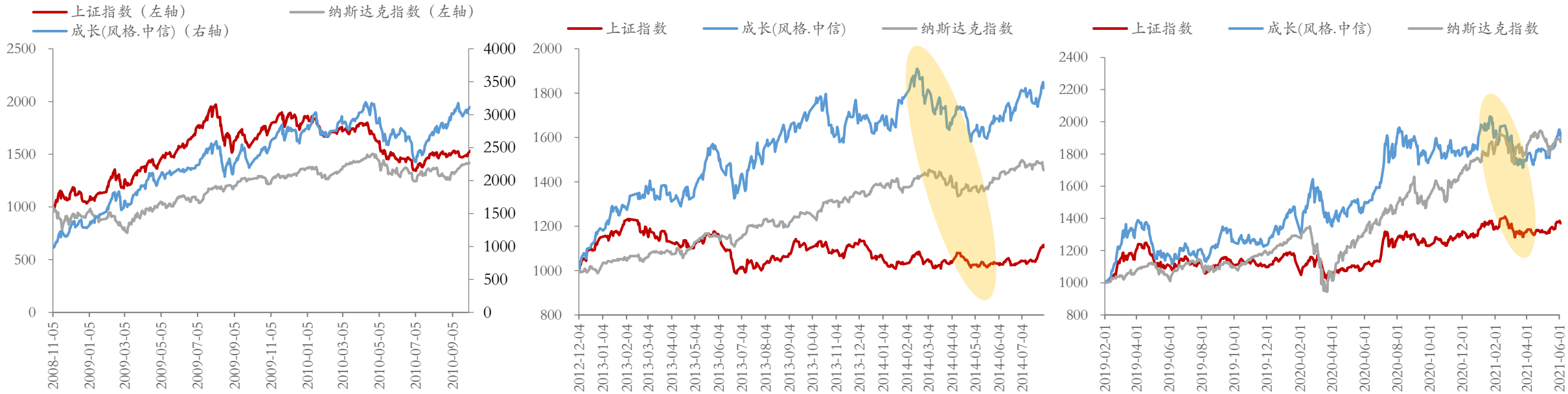
资料来源：根据后文结论总结而成，华安证券研究所整理。其中√红色字体表示有影响，×绿色字体表示无影响，蓝色字体表示同受影响但存在区别

下载日志已记录，仅供内部参考

第二阶段行情结束也受到了市场β的强抑制

- **成长产业周期的第二阶段结束时与第一阶段结束类似，也均同时伴随着市场的系统性调整。**复盘历史上过去三轮成长产业景气周期行情的良性调整期2，实际上与良性调整1类似，均是市场普遍性下跌，并且良性调整2开始时，市场都出现了较大的宏观环境的β性抑制因素，即第二阶段上涨行情的终结也是发生在市场环境出现较大不利变化的背景下。
- **过去三轮成长产业景气周期行情第二阶段结束的市场β性原因，与第一阶段结束类似，也主要来自于流动性收紧或经济预期急剧恶化。**

过去三轮成长产业景气周期的第二阶段结束时也均同时伴随着市场的β性调整



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：指数点。说明：淡黄色区域为良性调整期2，指数经过了标准化处理，均以各成长产业周期初始收盘价为基期1000点

下载日志已记录，仅供内部参考

智能手机周期第二阶段结束源于多方面宏观政策收紧

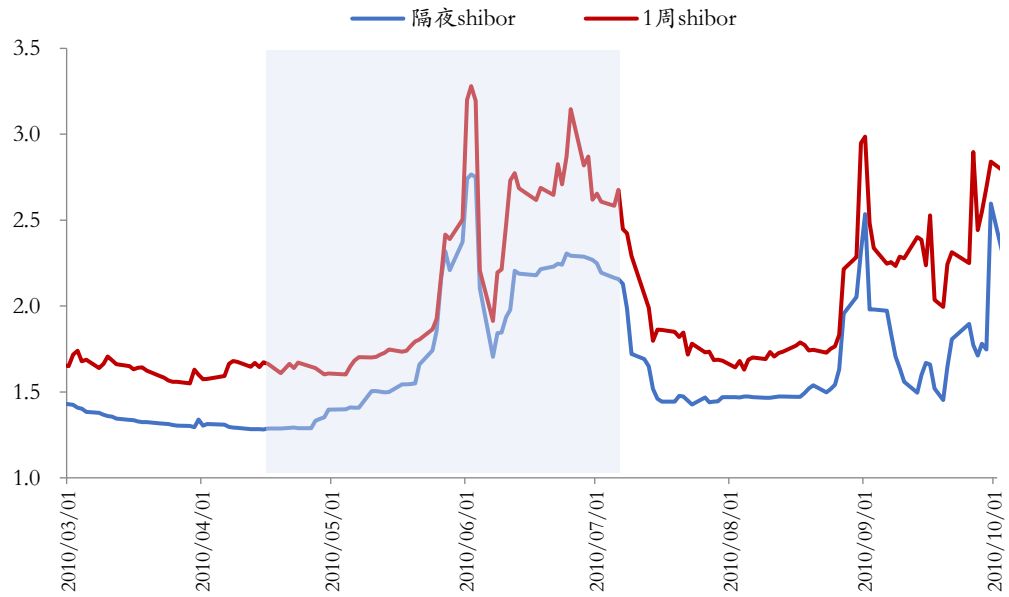
- **智能手机产业周期第二阶段行情末期，货币政策逐步退出、微观流动性承压、地产调控升级。**本轮行情第二阶段结束于2010年4月初，货币政策和微观流动性收紧以及地产“新国四条”引发市场全面回调。
- **货币政策开始逐步退出。**央行于2010年1月12日宣布升准，为2008年以来首次，宽松货币政策开始逐步退出，后续2月12日、5月4日又进行了两次升准。市场一直处于货币政策逐步收紧大背景下，这成为了本次良性调整中市场全面回调的核心因素。
- **信贷资金入市审查趋严，微观流动性承压。**2月12日银监会发布《流动资金贷款管理暂行办法》与《个人贷款管理暂行办法》，加大力度严查循环贷款入市，部分商业银行开始全面停止循环贷款，隔夜和1周shibor利率于4月中旬开始快速抬升。
- **地产调控政策升级。**4月房地产调控政策进一步升级，4月14日，国常会提出“新国四条”，第二套自住房首付款不低于50%，贷款利率不低于基准利率1.1倍。4月17日国务院明确银行可根据风险状况，暂停发放第三套房及以上住房贷款。

2010年货币政策逐步退出

时间	重要会议	调结构及货币政策相关内容
2009年12月	中央经济工作会议	这场国际金融危机使我国**转变经济发展方式问题更加突显出来**，综合国际国内经济形势看，**转变经济发展方式已刻不容缓**；要处理好**保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期**的关系；**将加快发展方式转变、推进经济结构战略性调整作为2010年5大经济工作任务之一**。
2010年3月	两会政府工作报告	将国内生产总值增长设定在8%左右（解释：在金融危机当年2008年和政策刺激年2009年，实际增长分别为9.65%和9.4%，因此**8%目标是一个较容易达到的增速，这说明政策对增长的容忍度加强**），并明确是为了强调好字当头，**引导各方面把工作重点放到转变经济发展方式、调整经济结构上来**；两会也将此作为当年的重点工作任务，并进行了详细的描述。
2010年7月	中央政治局会议	处理好保持经济平稳较快发展、**调整经济结构和管理通胀预期**的关系作为**宏观调控的核心**。

资料来源：华安证券研究所整理。

短端市场利率波动中枢抬升



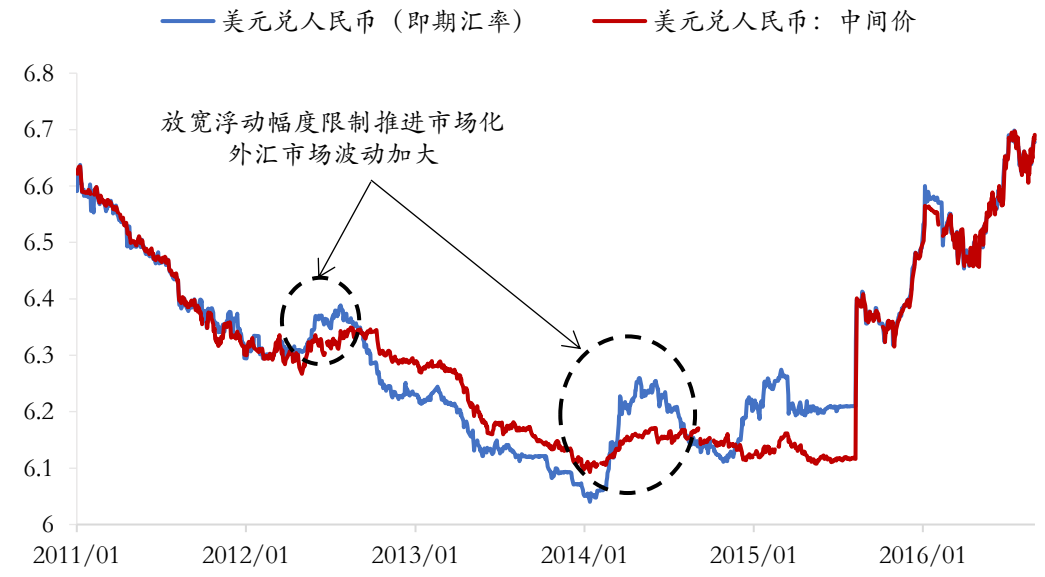
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：单位为%

下载日志已记录，仅供内部参考

移动互联网周期第二阶段结束源于汇率快速贬值的微观流动性压力

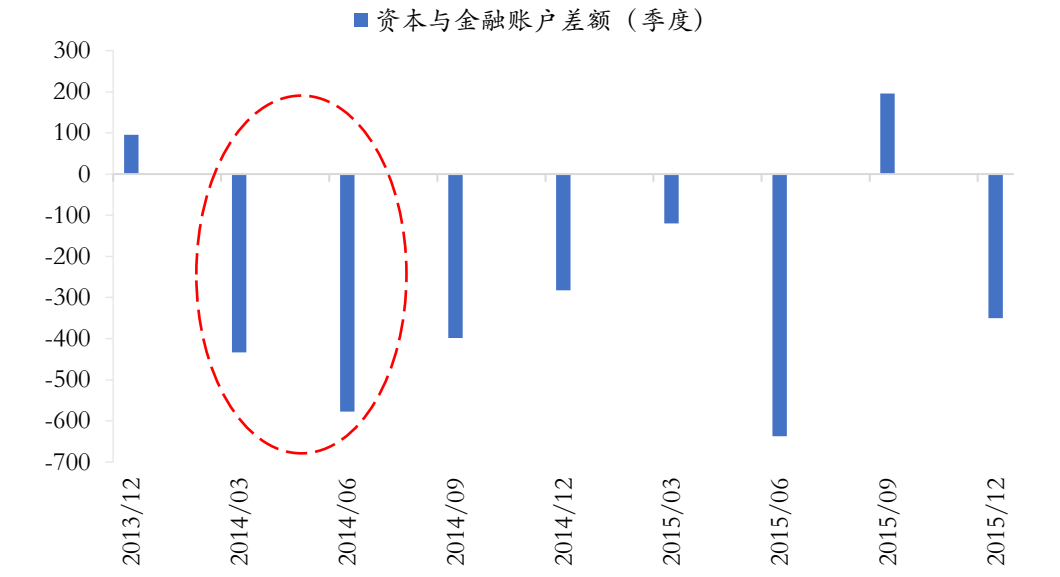
- **移动互联网产业周期第二阶段行情末期，人民币快速贬值引致市场微观流动性承压。**本轮行情第二阶段结束于2014年2月中旬，汇率快速贬值导致资本外逃从而冲击微观流动性是主要成因。
- **美联储缩减QE引发汇率贬值和资本外逃。**由于美国经济在全球发达经济体中率先复苏，美联储退出超常规刺激政策，美联储于2014年1月开始每月缩减购债规模100亿美元，引发全球资本向美国回流。2月19日至21日人民币连续三天大幅下跌共154个基点。2014年3月，央行宣布外汇市场美元兑人民币交易价较中间价浮动幅度由1%扩大至2%，使得一段时间内人民币汇率较中间价处于“跌停”状态。上述因素导致我国资本与金融账户2014Q1逆差超过400亿美元，Q2逆差接近600亿美元，是历史上资本外逃压力最大的月份之一。

2014年2月开始人民币加速贬值



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：USD/CNY。

资本账户看，2014Q1-Q2资本外逃压力明显增加



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。

下载日志已记录，仅供内部参考

新能源周期第二阶段结束源于宏观流动性超预期收紧

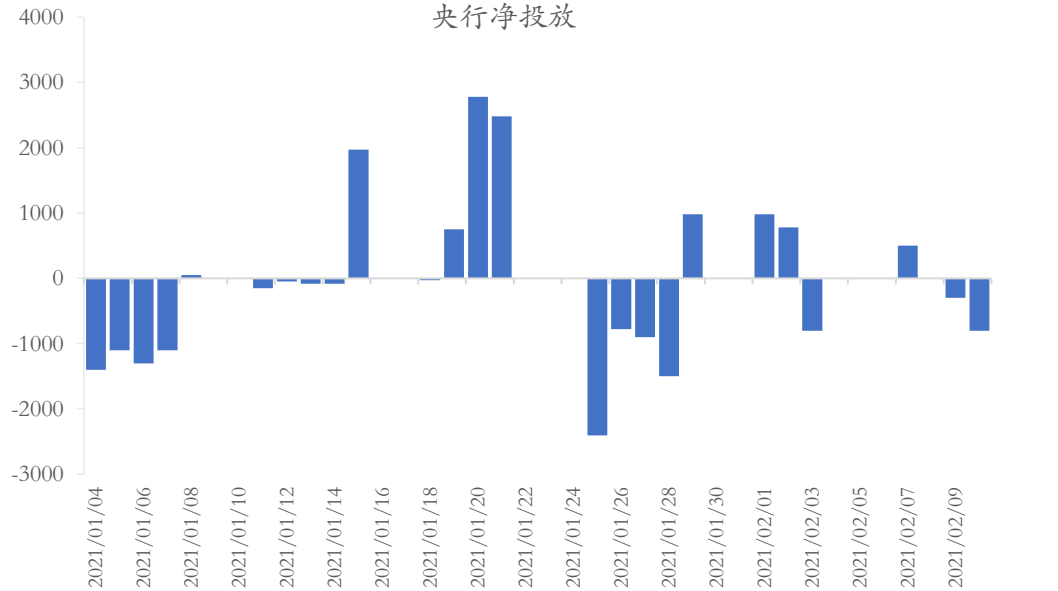
- **新能源产业周期第二阶段行情末期，货币政策边际收紧。**本轮行情第二阶段结束于2021年1月底，货币政策收紧是导致下跌的主要催化剂。
- **央行节后超预期大幅回笼资金，市场担忧宽松货币政策转向。**2020年12月22日，中央经济工作会议强调“明年要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，政策操作上要更加精准有效，不急转弯”。当时市场对于“不急转弯”这一词汇的解读偏向于强调“不急”，但节后首个交易日2月18日，央行净回笼资金高达2600亿，回笼节奏以及规模均远超市场预期，大规模的资金净回笼引发了市场对于短期流动性的担忧，而市场对“不急转弯”的解读又逐渐转向为强调“转弯”，国内市场对货币政策转向的担忧加剧，流动性紧缩预期快速升温，随后A股逐步进入调整阶段。

短端利率1月下旬快速上行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

央行1月下旬开始持续净回笼短期流动性

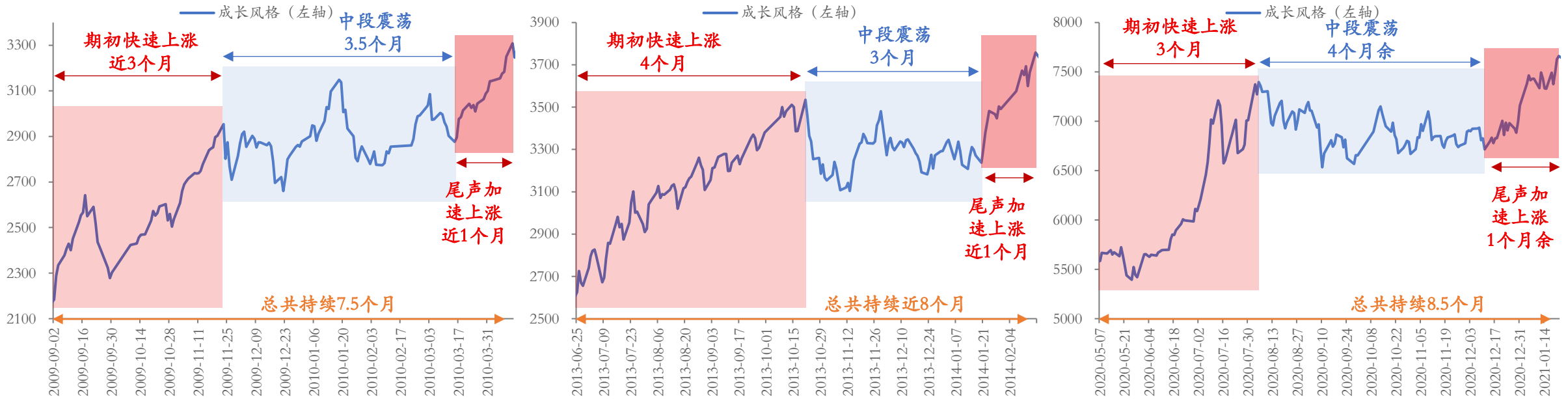


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元。

第二阶段行情持续时间通常在8个月左右，结束于年底年初业绩空窗期

- **第二阶段行情完整演绎时间通常持续在8个月左右。**过去三轮成长产业景气周期的第二阶段行情持续时间分别在7.5、8、8.5个月，平均时间8个月左右。由于第二阶段行情上涨的驱动力很大程度来源于产业景气大爆发即业绩高增长，但一方面产业景气趋势具备较强惯性，二方面其盈利增速将会受到基数效应影响尤其在盈利规模和增速高企的来年同期很难再取得更高的增速水平，因此产业盈利规模和增速爆发持续的时间一般不超过1年。
- **第二阶段行情结束时机通常在年底年初的业绩空窗期或在盈利规模基础上的盈利增速大幅回落时。**如智能手机产业周期第二阶段结束于即将出现盈利增速大幅回落时，而移动互联网和新能源产业周期的第二阶段行情结束于年底年初的业绩空窗期时。

过去三轮成长产业周期第二阶段上涨行情完整过程和“三段式”节奏细分



资料来源：Wind，华安证券研究所。上述三幅图分别对应智能手机、移动互联网、新能源产业周期分别第二阶段行情的“三段式”划分

下载日志已记录，仅供内部参考

第二阶段行情结束时产业周期业绩增速显著降档（α）

- **第二阶段行情启动的必要条件在于业绩高增长，通常启动于年报季或中报季等重要业绩验证时点。**成长产业景气周期的第二阶段存在业绩高增长的硬基本面支撑，因此第二阶段行情启动时，产业景气趋势由预期量变到业绩质变是其启动的核心条件之一，也是第二阶段行情总是启动于年报季或中报季的重要原因。
- **第二阶段行情结束的重要条件在于产业周期的盈利增速大幅度降档，通常结束于年底年初业绩真空期或盈利增速被证实大幅度下降的财报季。**与之相对应的，成长产业景气周期第二阶段行情结束时，其基本面硬支撑丧失。这也是其结束的时机通常出现在年底年初的业绩真空期或盈利增速被证实大幅度降档时点的原因。
- **历史复盘显示，第三阶段期间产业周期的盈利增速相比第二阶段期间出现了大幅度降档** 。其大幅降档的原因可能在于高基数效应。

过去三轮成长产业景气周期行情第三阶段业绩增速相比第二阶段明显大幅度下降（以风格业绩为基准划分阶段）

单季度	成长风格	电子行业
2008Q4	-81	-210
2009Q1	-45	-211
2009Q2	-21	-113
2009Q3	43	-54
2009Q4	159	141
2010Q1	78	232
2010Q2	53	9711
2010Q3	29	235
2010Q4	24	89

单季度	成长风格	传媒行业
2012Q4	-40	32
2013Q1	1	21
2013Q2	17	23
2013Q3	46	15
2013Q4	51	13
2014Q1	21	35
2014Q2	8	27
2014Q3	10	22
2014Q4	51	24
2015Q1	10	8
2015Q2	9	32

单季度	成长风格	电力设备
2019Q1	6	32
2019Q2	-32	-4
2019Q3	-1	15
2019Q4	-28	159
2020Q1	-34	-14
2020Q2	45	37
2020Q3	23	69
2020Q4	162	355
2021Q1	145	141
2021Q2	33	-5
2021Q3	20	32
2021Q4	-25	27

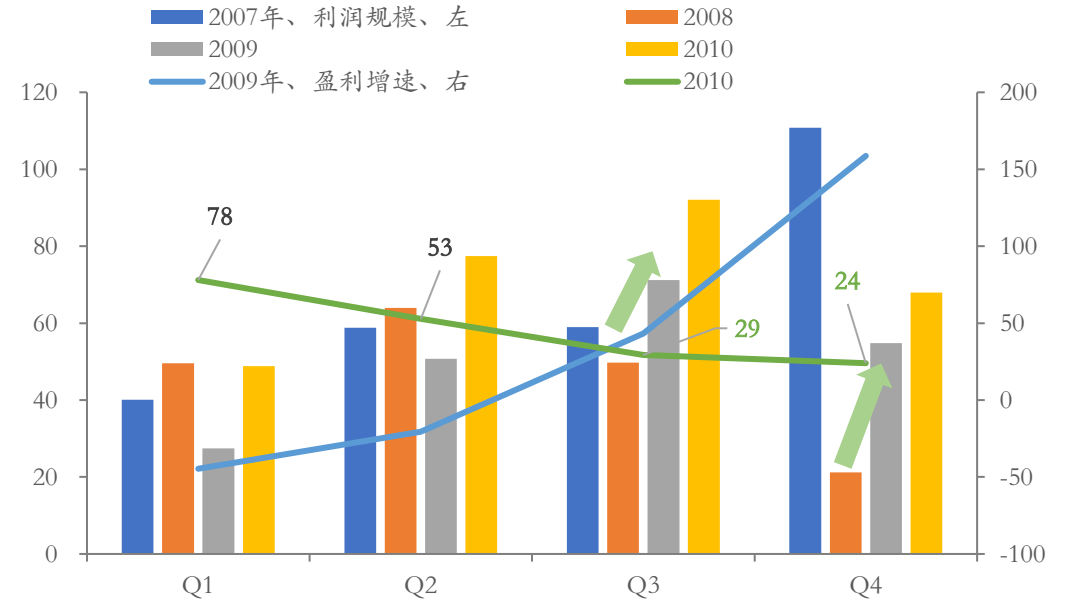
资料来源：Wind，华安证券研究所。表中数据均为单季度归母净利润同比增速，单位：%。其中淡黄底色为第一阶段、粉红底色为第二阶段、土黄底色为第三阶段

下载日志已记录，仅供内部参考

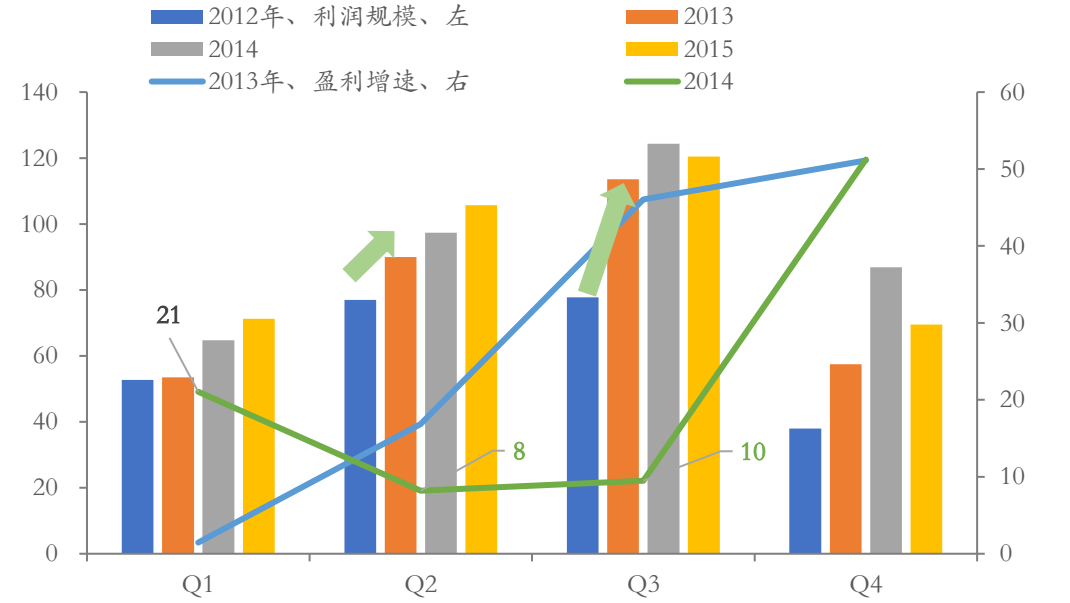
产业周期中基数效应对盈利增速一阶导存在关键性决定性影响

- **利润规模基数显著提升后，智能手机产业周期第二阶段行情结束。**该轮产业周期第二阶段结束于2010年Q2季度。从Q3季度起（第三阶段）成长风格的盈利增速显著下台阶，而这正好对应2009年Q3季度（2010年Q3季度增速的基数）利润规模大幅提升。
- **利润规模基数显著提升后，移动互联网产业周期第二阶段行情结束。**类似地，该轮产业周期第二阶段行情结束于2014年Q1季度。从Q2季度起（第二次良性调整）成长风格的盈利增速大幅回落至个位数，而这也正好对应2013年Q2季度（2014年Q2季度增速的基数）利润规模明显抬升。

利润基数显著提升，智能手机周期第二阶段结束



利润基数显著提升，移动互联网周期第二阶段结束



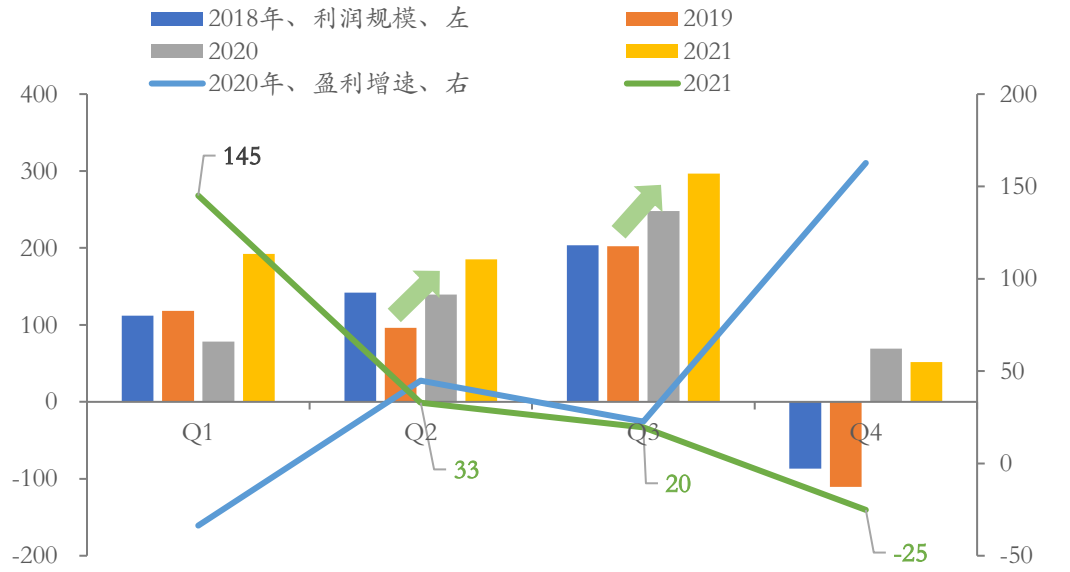
资料来源：Wind，华安证券研究所。柱状图代表可比单季度盈利规模，以2007年值为基期，单位亿元。折线图代表单季度盈利增速，单位%。绿色箭头代表基数效应明显提升。本页同

下载日志已记录，仅供内部参考

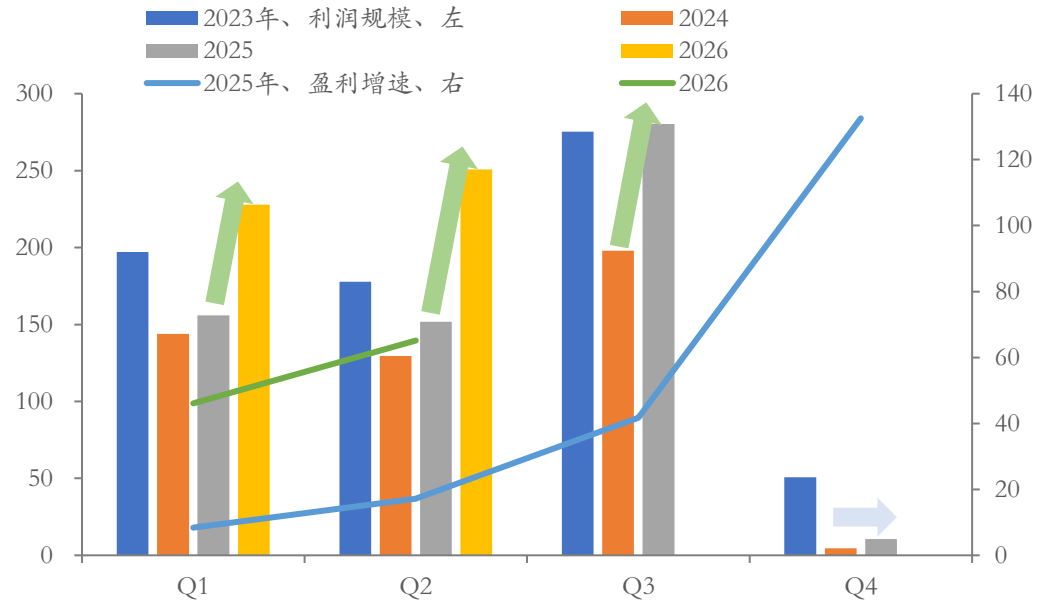
2027年Q1季度起，本轮产业周期将面临强基数效应的增速制约

- **利润规模基数显著提升后，新能源产业周期第二阶段行情结束。**该轮产业周期第二阶段行情结束于2021年Q1季度。从Q2季度起（第二次良性调整）成长风格的盈利增速显著回落，而这也正好对应2020年Q2季度（2021年Q2季度增速的基数）利润规模明显抬升。
- **本轮AI产业周期的盈利增速将在2027年Q1季度起面临基数大幅抬升后的增速阻力。①2026年Q1、Q2季度成长风格均呈现出高增速，除了产业趋势外，也正好对应去年同期低基数。②2026年Q3季度成长风格将面临去年同期利润规模明显抬升后的基数效应，预计Q3季度盈利增速将较Q2季度有所回落，但这种情况仅是暂时的。③2026年Q4季度成长风格盈利预计仍将爆发超高增速，主要在于去年同期利润规模体量极低。④但从2027年Q1季度起，成长风格盈利增速将持续面临高基数制约。主要在于今年Q1季度起盈利规模持续显著抬升。**

利润基数大幅提升，新能源周期第二阶段结束



明年Q1季度起，基数效应显著放大，本来产业周期第二阶段盈利增速面临降档压力



资料来源：Wind，华安证券研究所。柱状图代表可比单季度盈利规模，以2007年值为基期，单位亿元。折线图代表单季度盈利增速，单位%。绿色箭头代表基数效应明显提升。本页同

下载日志已记录，仅供内部参考

第二阶段结束前，成长风格有1个月左右加速上涨，产业主线占优

- **更细致划分，第二阶段行情呈现出清晰的“期初快速上涨→中段震荡→尾声加速上涨”的“三段式”节奏（具体划分详见前一页PPT）。**第二阶段持续时间在8个月左右，且划分到“三段式”节奏上也有较为**固定的时间分布：①期初快速上涨，持续时间在3-4个月；②中段震荡期，持续时间在3-4个月；③尾声加速上涨，持续时间在1个月左右。**
- **尤其在第二阶段结束之前，成长风格还将经历1个月左右的尾声加速上涨，幅度可观、产业主线表现占优。**这与第一阶段结束前情形几乎一致。并且参考历史演绎规律，在这一个月左右的加速上涨过程中，成长风格和产业主线行业涨幅占优。

成长产业周期第二阶段的尾声加速上涨行情中产业趋势主线涨幅领先

产业周期	智能手机						移动互联网						新能源					
三段式	①		②		③		①		②		③		①		②		③	
相关参考指数	指数	表现	指数	表现	指数	表现	指数	表现	指数	表现	指数	表现	指数	表现	指数	表现	指数	表现
	创业板指	--	创业板指	--	创业板指	--	创业板指	44	创业板指	-2	创业板指	14	创业板指	36	创业板指	-6	创业板指	25
	成长风格	36	成长风格	-3	成长风格	15	成长风格	36	成长风格	-8	成长风格	16	成长风格	32	成长风格	-9	成长风格	14
排名	行业	表现	行业	表现	行业	表现	行业	表现	行业	表现	行业	表现	行业	表现	行业	表现	行业	表现
1	美容护理	7	汽车	52	电子	21	传媒	71	家用电器	5	通信	21	社会服务	85	汽车	17	电力设备	34
2	计算机	7	家用电器	51	计算机	19	商贸零售	52	国防军工	0	电力设备	19	医药生物	43	食品饮料	15	有色金属	23
3	环保	5	煤炭	43	美容护理	17	计算机	49	电子	-1	社会服务	19	国防军工	41	电力设备	13	石油石化	19
4	传媒	4	电子	41	传媒	15	社会服务	40	非银金融	-3	计算机	18	美容护理	41	家用电器	10	社会服务	19
5	社会服务	3	医药生物	41	电力设备	15	环保	40	机械设备	-4	国防军工	17	食品饮料	37	煤炭	10	国防军工	18
6	电子	1	纺织服饰	40	医药生物	13	通信	37	轻工制造	-4	汽车	16	有色金属	34	银行	8	基础化工	16
7	通信	1	商贸零售	39	有色金属	13	农林牧渔	32	计算机	-5	轻工制造	15	电力设备	33	钢铁	7	医药生物	14
8	纺织服饰	-1	计算机	39	社会服务	12	电力设备	30	医药生物	-6	传媒	15	商贸零售	31	石油石化	7	电子	13

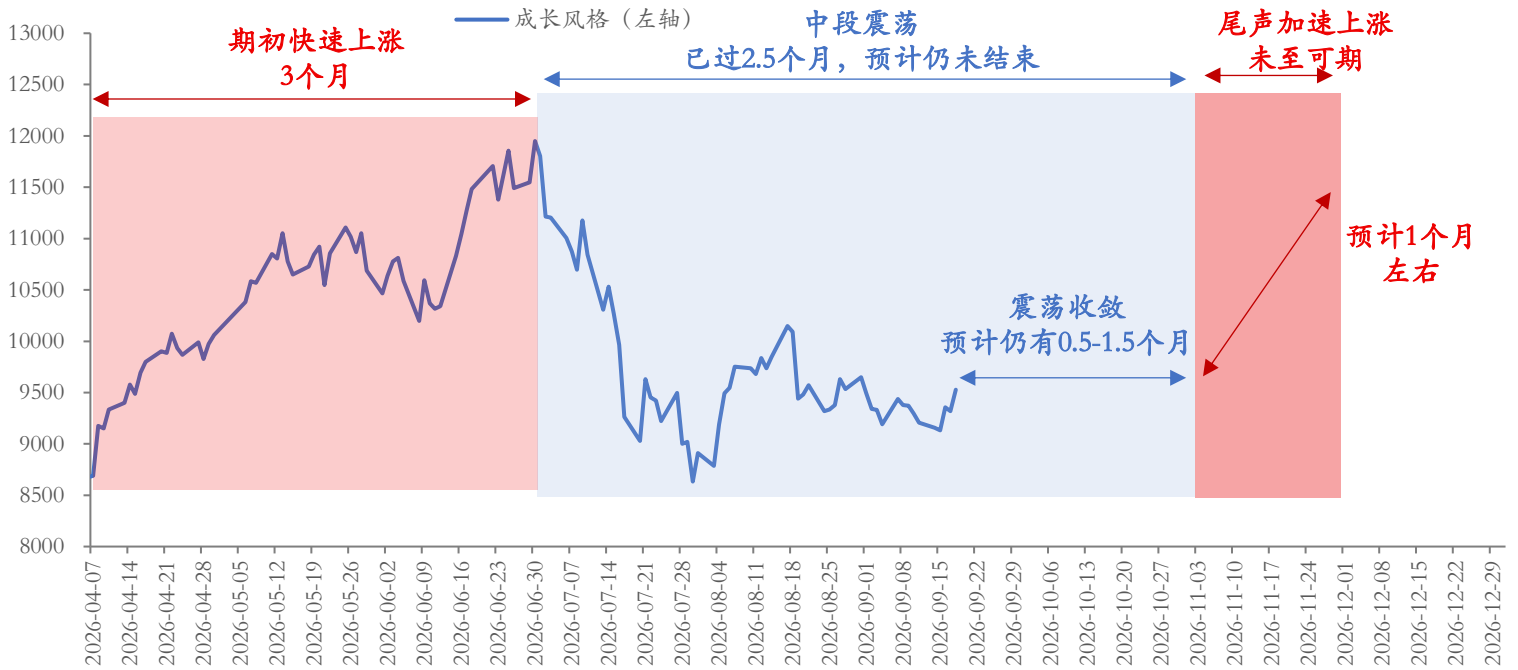
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。表中①②③分别对应第二阶段的“三段式”划分。标红行业为当时的产业主线行业，黑色加粗为成长类行业

下载日志已记录，仅供内部参考

Q4季度有望出现本轮产业周期第二阶段尾声加速上涨机会

- **预计本轮AI产业周期第二阶段行情将在今年底前结束。**根据我们的成长产业周期投资节奏框架，第二阶段行情启动于4月初，若按此前三次产业周期第二阶段持续8个月时间推测，本轮第二阶段行情预计将于年底前结束。
- **第二阶段行情结束前，有望迎来一波成长科技的尾声加速上涨机会。**当前科技行情演绎进展正对应历史规律中的中段震荡期后半程，而中段震荡期后半程是波动收敛的过程。若按此前中段震荡期持续时间3-4个月，意味着当前中段震荡期后半程仍将继续0.5-1.5个月。
- **尾声加速上涨行情将是一轮快速但可观的产业趋势主线机会。**同样参考此前规律，**尾声加速上涨持续时间通常在1个月左右，成长风格涨幅有望达到15%左右，产业趋势主线行业涨幅有望达到20%以上。**

当前正处本轮成长产业周期第二阶段中段震荡后程，年内可期待尾声加速上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。表中三个区域对应第二阶段“三段式”划分。后续震荡收敛和尾声加速上涨期根据前文历史规律进行定性预测

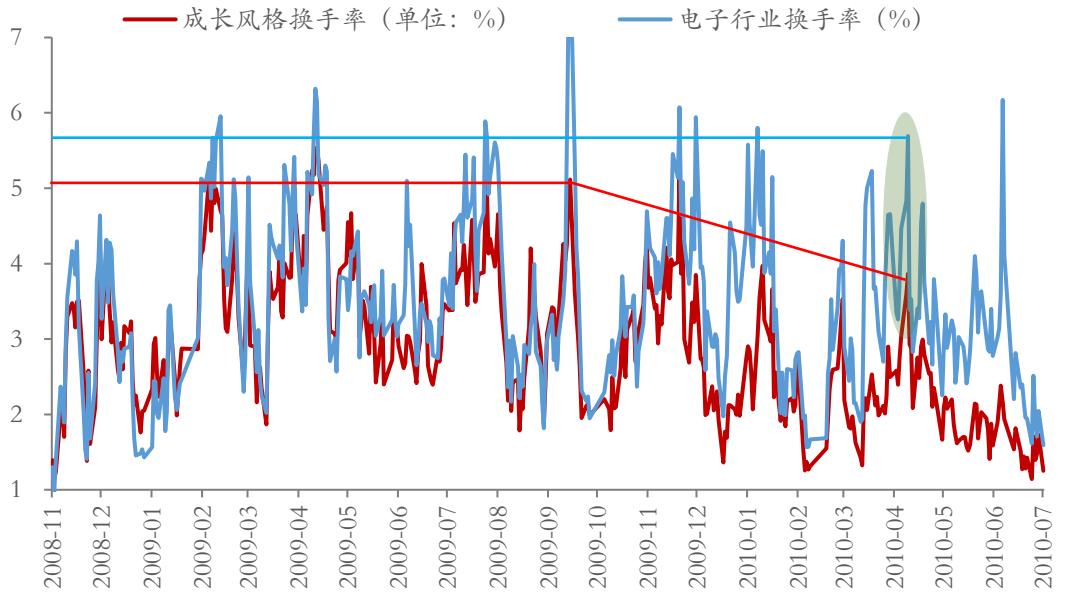
下载日志已记录，仅供内部参考

产业主线行业换手率触及本轮高位是第二阶段结束重要择时信号

- **智能手机产业周期第二阶段末，产业主线电子行业的换手率处于本轮行情以来的高位。**该轮第二阶段行情结束于2010年4月12日，电子行业届时换手率最高达到5.7%的本轮高位。而成长风格换手率同期最高3.9%，并未触及本轮5.1%左右的高位。
- **移动互联网产业周期第二阶段末，产业主线传媒行业（计算机无数据）的换手率触及本轮行情以来的高位。**该轮第二阶段行情结束于2014年2月17日，届时传媒行业换手率最高达到3.9%，处于本轮行情以来的高位。成长风格同期换手率最高2.7%，处于本轮高位。

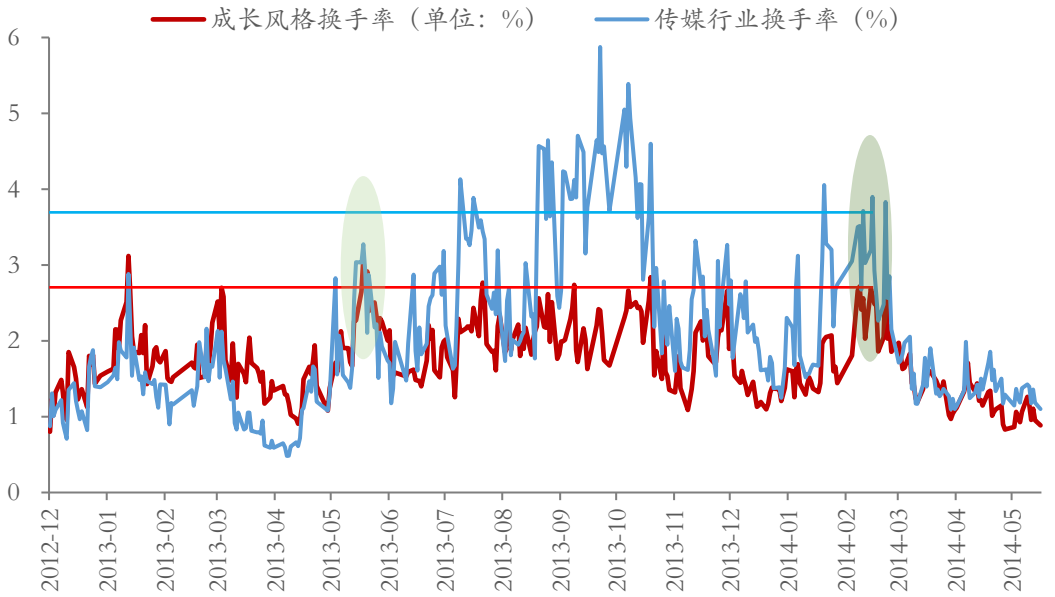
- **需要说明的是产业主线行业的换手率触及本轮行情以来的高位并非一定意味着第二阶段行情结束，其仅作为第二阶段行情见顶时的一个重要特征，并非唯一特征，当且仅当其他特征同时满足时才可能导致第二阶段行情结束。**当然在第二阶段行情演绎期间，也会出现数次产业主线换手率触及高位的情形，此时更多意味着即时行情演绎活跃甚至过热，也是行情可能面临短期降温的重要参考，但这种情况下并不等同于第二阶段行情结束。

智能手机周期第二阶段末，主线电子换手率触及高位



资料来源：Wind，华安证券研究所。淡绿色区域为第一阶段结束，深绿色为第二阶段结束

移动互联网周期第二阶段末，主线传媒换手率触及高位



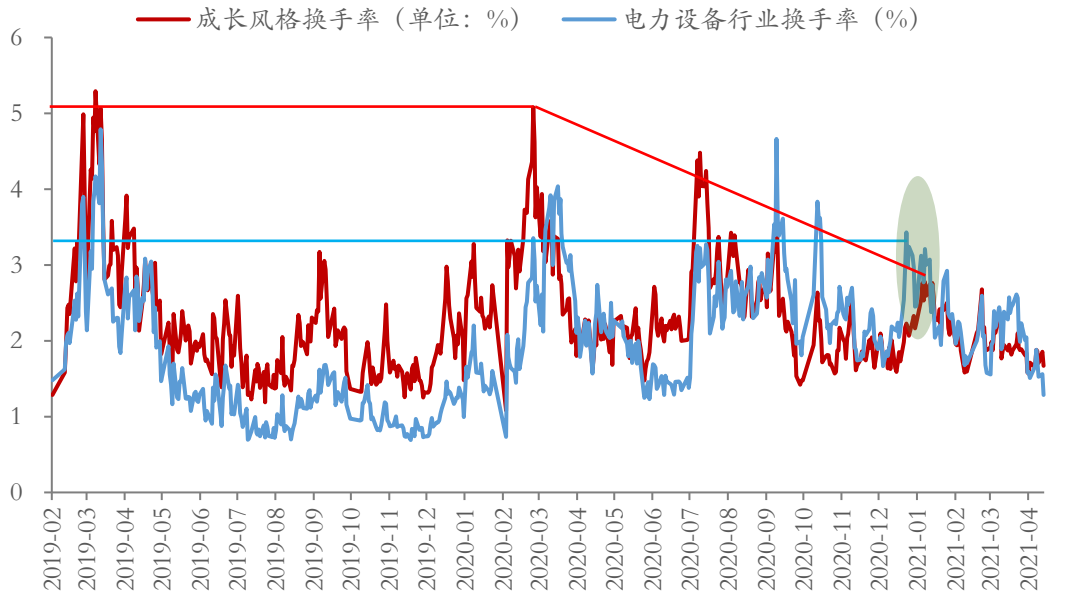
资料来源：Wind，华安证券研究所。淡绿色区域为第一阶段结束，深绿色为第二阶段结束

下载日志已记录，仅供内部参考

本轮成长行情当下产业主线换手率仍在安全低位，尾声加速行情可期

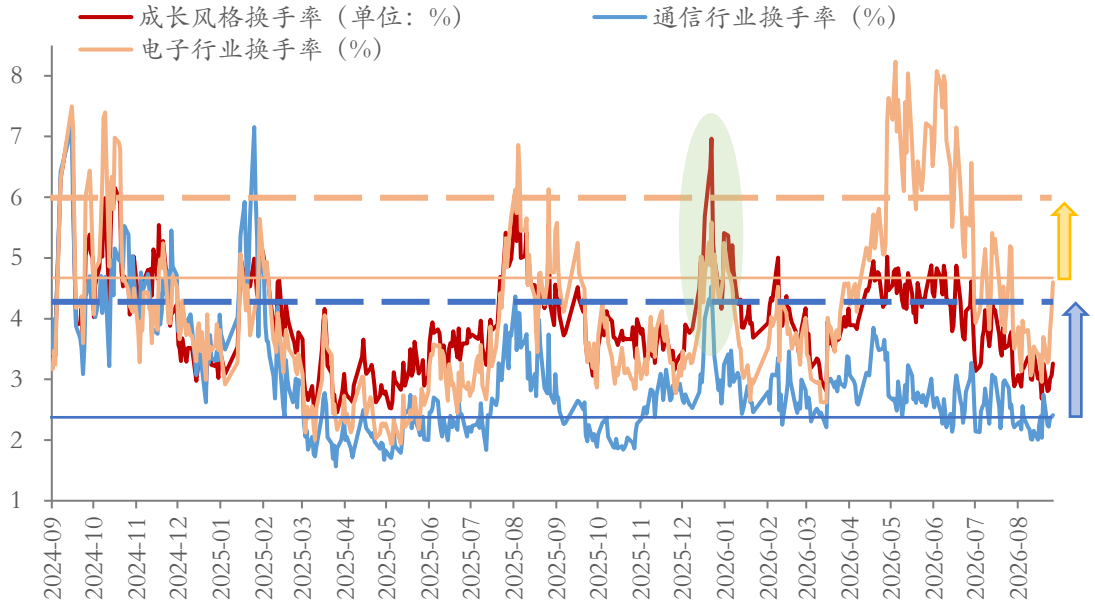
- **产业主线行业换手率触及本轮行情以来高点，将成为第二阶段行情结束的重要示警，即必要不充分条件。**当前本轮产业周期主线换手率仍在低位，意味着第二阶段行情尚未结束。同时也需要注意，成长风格换手率在第二阶段结束时并未表现出一致性特征。
  - **新能源产业周期第二阶段末，产业主线电力设备行业的换手率处于本轮以来的高位。**该轮第二阶段结束于2021年1月22日，电力设备行业届时换手率最高达到3.4%的本轮高位。而成长风格同期换手率最高2.8%，并未触及本轮4.0%左右的高位。
  - **当前成长风格和主线通信行业的换手率仍处于本轮行情以来低位。**截至2026年9月18日，本轮成长产业周期主线电子和通信行业的换手率近期最高时分别达到4.1%和2.3%，整体仍处于本轮行情以来的安全低位或偏低位。**结合前述第二阶段的“三段式”节奏细分，预计在“尾声加速上涨”过程中换手率将随之抬升，并且按照历史规律结合本轮行情主线换手率高位推测，当电子和通信行业的换手率分别抬升至6.0%和4.2%左右高度时，可能成为第二阶段行情结束的重要预警指标之一。**

新能源周期第二阶段末，主线电力设备换手率接近高位



资料来源：Wind，华安证券研究所。淡绿色区域为第一阶段结束，深绿色为第二阶段结束

本轮AI产业周期主线电子和通信换手率仍在低位



资料来源：Wind，华安证券研究所。淡绿色区域为第一阶段结束，深绿色为第二阶段结束

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1 增长：低位企稳修复，全年目标无忧

2 政策：存量促落地，增量犹可期

● 专题： 10Y美债收益率见顶有何信号?

3 市场：产业周期第二阶段顶部识别框架

4 配置： AI产业硬件，年末制胜关键

下载日志已记录，仅供内部参考

风格前瞻：四大风格2026Q4投资机会及逻辑展望

成长

Q4季度中旬有望出现一波年底吃饭行情，届时成长科技板块尤其是AI产业链硬件环节大概率将成为最优表现方向。本轮AI产业景气周期行情正演绎至第二阶段业绩驱动上涨过程中的中段，参考历史规律中段震荡期结束后将迎来一波尾声加速上涨行情。此外军工板块也有催化机会。

参考过去三轮成长产业景气周期在资本市场上的演绎过程和规律，可以对本轮AI硬件产业周期行情节奏起到非常有效的预判和把握，这在过去1年多的演绎过程中几乎均得到完美印证，根据该方法论和框架，结合当下产业周期演绎阶段：①第二阶段行情启动于2026年4月初，参考过去三次成长产业周期第二阶段行情持续时间均在8个月左右，按此推断本阶段行情预计将持续至今年年底前。②第二阶段行情还可以细化成更清晰的“三段式”节奏，即期初加速上涨，通常持续时间3-4个月；中段宽幅震荡，通常持续时间3-5个月平均4个月；尾端加速上涨，通常持续时间在1个月左右。③“三段式”节奏对应本轮，期初加速上涨即今年二季度；中段宽幅震荡从7月初开始，按4个月计算预计持续至11月；尾端加速上涨预计将在11-12月期间上演。④当前正处中段宽幅震荡期的中期，未来1-2个月仍是震荡期但波动较7-8月将收敛。Q4季度中后期可期待尾端加速上涨，且参考历史在尾端加速上涨期间成长产业趋势主线表现领涨。

消费

Q4季度仍难以预期到消费风格出现可观或持续性行情，仍然将以短暂催化、高切低轮动或补涨的阶段性机会为主，绝对收益和超额收益难度较大，可把握的难度亦较大。和过去一样，核心制约在于终端消费景气和业绩继续低迷，预期扭转难度仍大，科技风格的替代性优势等。可能存在个别自下而上的机会，如创新药某一赛道、厄尔尼诺气候效应主题等。

①消费风格仍不具备持续上涨或成为重要主线的基础条件，一直以来的核心制约均在于本轮行情驱动并非来自经济基本面或预期修复，而是来自于产业周期。反之，根据宏观预测，下半年经济运行尤其内需层面仍然面临较大压力，未来经济信心和收入改善预期持续低迷下抑制了消费基本面的有效改善，同时缺乏持续有效的政策提振。对消费而言，业绩兑现及良好未来预期是成为主线不可或缺的基础，但前三个季度以来社零消费增速持续回落，而全年增长目标实现压力较小情况下，出台重磅刺激性政策可能性偏低。**②在成长产业景气周期行情格局下，当成长主线盘整或调整期，有望出现消费高切低轮动或补涨机会，如今年7月便是典型案例，但也都是短暂的行情。**

金融

Q4季度金融板块机会较少且经过三季度的避险上涨后，高股息银行板块性价比已经大幅下降。预计当成长产业景气周期的第二阶段行情结束后，市场走向第二次良性调整期期间，金融板块主要是银行保险行业将再次出现新的配置价值。

金融风格经典复盘显示板块性金融风格机会需要满足“经济边际改善+流动性边际宽松”宏观环境，同时还需要具备金融风格的持续业绩相对优势。

展望2026年下半年（包括4季度），据宏观测算，出现经济韧性企稳+流动性整体宽松稳定的组合概率较大，此外金融风格持续业绩相对优势亦是难点，**因此金融风格具备持续机会可能性小。重点关注年底年初可能出现的高切低避险行情。**

年底前后可能出现金融风格的高切低避险机会，尤其是银行：一是成长风格有可能在年底前结束第二阶段行情而步入第二次良性调整期，第二次良性调整期期间，金融风格尤其是银行具备红利避险属性。二是，按照历史惯例，年底有望出现机构排名冲刺风格切换行情，通常在最后1-2个月上演，也契合第二次良性调整期逻辑。三是，需要注意银行高股息逻辑支撑性临界点在4.0%，这是重要择时指标。

周期

Q4季度周期风格中将继续存在较多景气改善类机会，但多数都是围绕AI产业链展开。从供需两端考虑，其中有色金属（黄金、能源金属除外）、化工如锂电材料、机械设备、建材等均有不错景气改善态势，是AI硬件行情扩展的一条重要支线。

根据周期风格行情复盘显示，周期风格持续演绎需要基本面强支撑，很少出现无基本面支撑仅靠估值驱动的行情（估值驱动行情需要强大的经济刺激政策催化如四万亿）。立足基本面，从供给、需求两个角度考虑，通常存在两种模式的机会：一是当需求强劲带来显著业绩提振形成持续业绩相对优势，量增价涨，这种机会通常发生在经济大的上行期，如2009-2010年、2020-2021年；二是供给持续收缩，量减价涨，也会带来上市公司业绩改善，如2016-2017年供给侧结构性改革等。

①风格整体角度考虑，H2包括Q4很难从政策强刺激从而出现周期品估值修复逻辑或经济强修复从而出现基本面支撑的逻辑上衍生出风格层面机会，但围绕着AI产业链支线环节，在下游需求带动下存在较强的景气改善驱动。②重点从需求扩张角度提振景气，可重视机械设备、有色金属、化工、建材等与AI硬件配套细分领域。

下载日志已记录，仅供内部参考

行业配置：产业周期第二阶段尾声加速上涨机会将成为决胜关键

- 2026Q4投资思路：年底吃饭行情，成长产业周期第二阶段尾声加速上涨可期，AI产业链上、中游环节有望明显占优。
- 风格展望：成长＞周期＞金融≈消费

配置方向	细分领域配置逻辑
1 AI产业链 1. 核心 — 上、中游硬件及配套：光模块、PCB、CPO、存储半导体及设备、光纤、液冷、电源设备、数据中心 2. 扩散 — 下游应用：机械设备、机器人、游戏、软件等	1. **核心—AI产业链上、中游硬件及配套。**2026年中报业绩显示成长风格继续获得业绩相对优势且盈利增速进一步提升，从2025年初连续6个季度形成持续业绩优势，这说明以算力为代表的新一轮成长产业周期正处于景气加速过程中。展望今年Q3、Q4甚至2027年仍将处于高景气趋势中。从历史演绎规律看，当前产业周期演绎进展仅至第二阶段中段，年内可期待第二阶段仍有一波不错的尾声加速上涨期，2027年亦有第三阶段的大行情。在每一轮成长产业景气周期中，产业趋势方向尤其是中游中心环节和上游配套材料设备都是毫无争议的首选。在此过程中，方向始终一致，重点在于节奏把握，而我们的成长产业景气周期投资节奏框架能有效适用。 2. **扩散—AI产业链下游应用的热门方向。**基建是应用落地的基础，本轮产业周期属于算力基建景气，当前尚未到应用落地景气爆发的阶段。但一方面应用端偶见热门应用落地也会带动主题性机会且涨幅较大，另一方面应用作为与算力最接近的板块，也容易承接内部扩散或补涨。尤其是在应用端中具备良好景气或远期产业趋势的方向更容易出现机会，如机器人、互联网平台如游戏、软件等。
2 景气或催化 1. 军工 2. 有色金属：工业金属、小金属、金属新材料 3. 农化制品	1. **军工。**一是作为创业板情绪表征，在创业板上涨过程中往往表现出更强弹性，而我们预计Q4中下旬创业板将出现优异表现。二是下半年可能存在“航展”重要事件催化。三是商业航天、低空经济等相关主题存在潜在机会。 2. **有色金属：基本金属、稀土永磁。**基本金属如铜具备很强的涨价趋势，一是美国铜关税裁定悬而未决，美国企业大量囤货。二是AI、电力等领域有强劲的需求。三是矿山供应恢复偏慢。稀土永磁则是被多国列入战略性资源，全球中长期供给收缩确定性较强。 3. **农化制品。**今年可能出现超强的厄尔尼诺效应，对农作物的产量将出现巨大扰动，存在很强不确定性，为减少产量可能的扰动，农化制品需求将会提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

算力核心：CPO进入放量元年，AI单柜PCB价值量不断增长

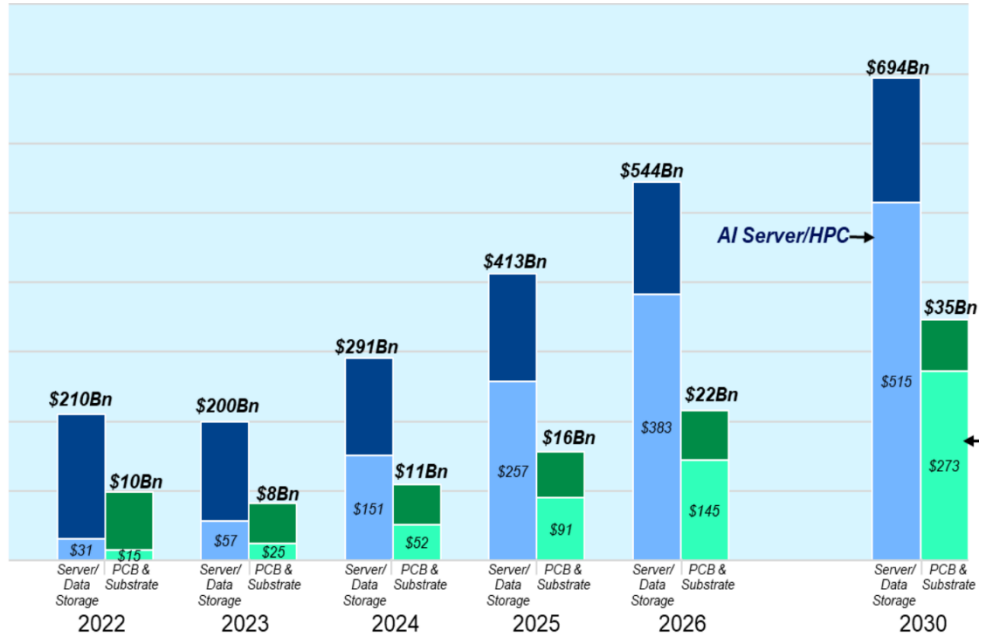
- **CPO正式进入规模化商用阶段，渗透率未来仍有很大提升空间。**英伟达下一代AI算力柜架构将设计重心向更高密度的芯片互联以及更高速度的数据传输转移，其中Scale-Up和Scale-Out成为核心议题。当前AI数据中心规模扩张+数据传输带宽需求倍增，传统铜缆传输方案已无法应对，双轮驱动情形下带动光通信技术需求量快速扩张，渗透率不断提升，产品持续迭代。据TrendForce数据显示，2026年用于AI数据中心的光通信模块中，CPO渗透率仅约0.5%，到2030年左右，渗透率有望提高至35%左右。
- **AI服务器单柜PCB造价不断提升，PCB市场增长前景明确。**AI服务器单机算力质量跃迁极大的提升了相关构件的价值量，根据摩根史丹利对英伟达AI系统的拆解来看，英伟达VR300单柜PCB价值15.4万美元左右，上一代VR200为9.1万美元，提升近70%，而VR300相较GB300的PCB价值量更是增长超3倍。据Prismark预测，2025年-2030年，应用于AI上的PCB市场规模复合增速将达到17.2%，其中主要增长需求来自数据中心、AI服务器以及高速互联网络中心等。

2025-2030年CPO在AI数据中心的出货占比预测



资料来源：TrendForce，华安证券研究所。

应用于AI机柜上的PCB市场规模预测



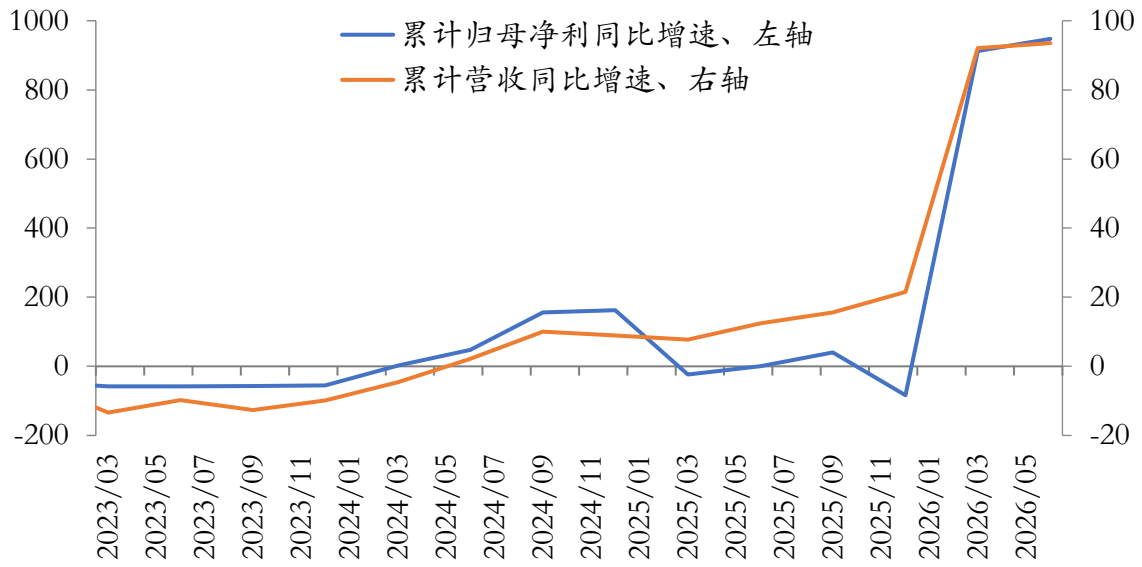
资料来源：Prismark，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

算力配套：存储景气度呈爆发式增长，供给偏紧格局下业绩将延续高增

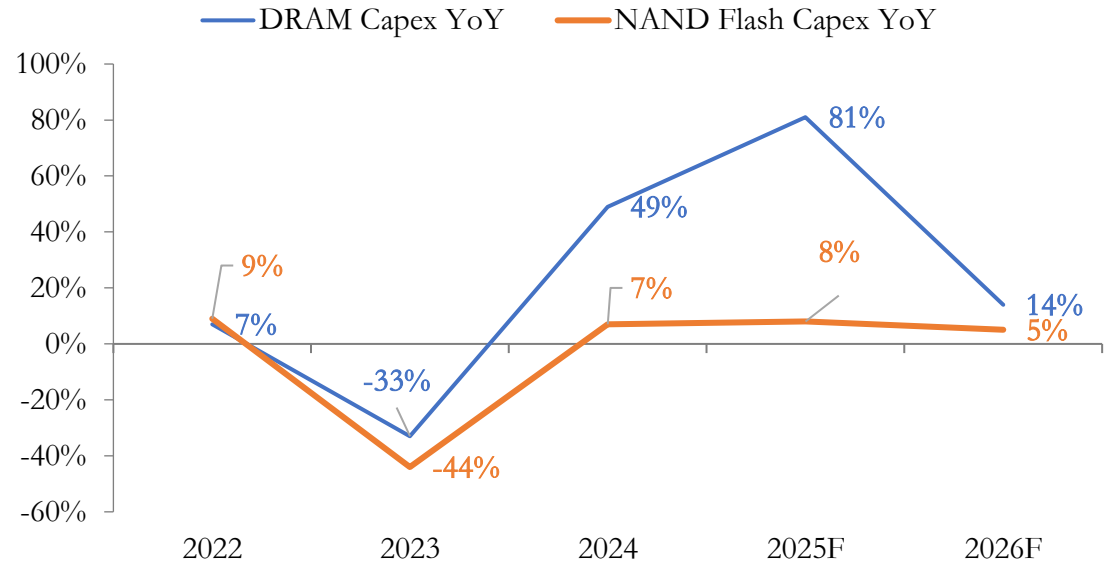
- **存储器指数中报业绩呈爆发式增长。**万得存储器指数2026Q1、Q2归母净利累计同比分别达到912%、948%，2026Q1、Q2累计营收同比分别高达92%、94%，国内存储厂商在营收规模接近翻倍的基础上，净利实现近10倍的暴增水平。受益于AI大模型能力的快速提升，对于长上下文处理需求暴增背景下，调用的显存也在呈指数级增长。
- **存储供给矛盾短期难以有效缓解，高景气有望延续。**据TrendForce数据显示，2025年预测的2026年存储厂资本开支仍然偏向保守，DRAM和NAND2026年预测资本开支仅分别达到14%、5%。今年以来虽然多家头部存储企业临时宣布扩产，但从存储厂建设周期来看，常规建设周期通常在2-4年左右，加速建设项目也至少在1-1.5年左右，因此今年宣布新增的产能最快仍要到2027年底左右才能正式落地，短期来看存储的供给矛盾仍然非常突出，价格于高位难以回落，未来2-3个季度左右存储仍有确定性的高景气支撑机会。

存储器指数业绩于今年迎来爆发期



资料来源：Wind，华安证券研究所。

存储厂扩展缓慢导致供给紧张



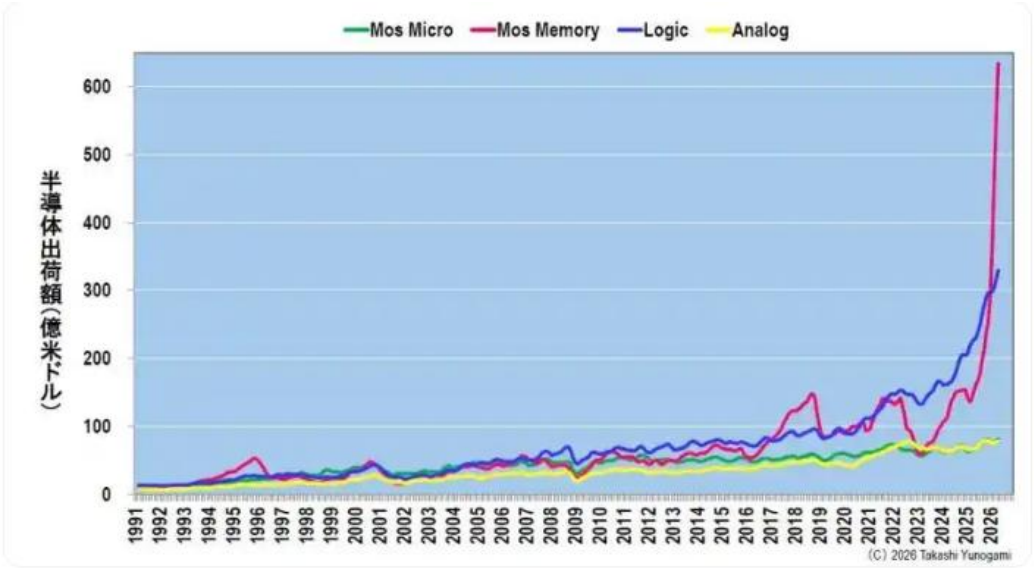
资料来源：TrendForce，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

算力配套：半导体出货量呈指数级爆发，半导体设备迎来扩张期

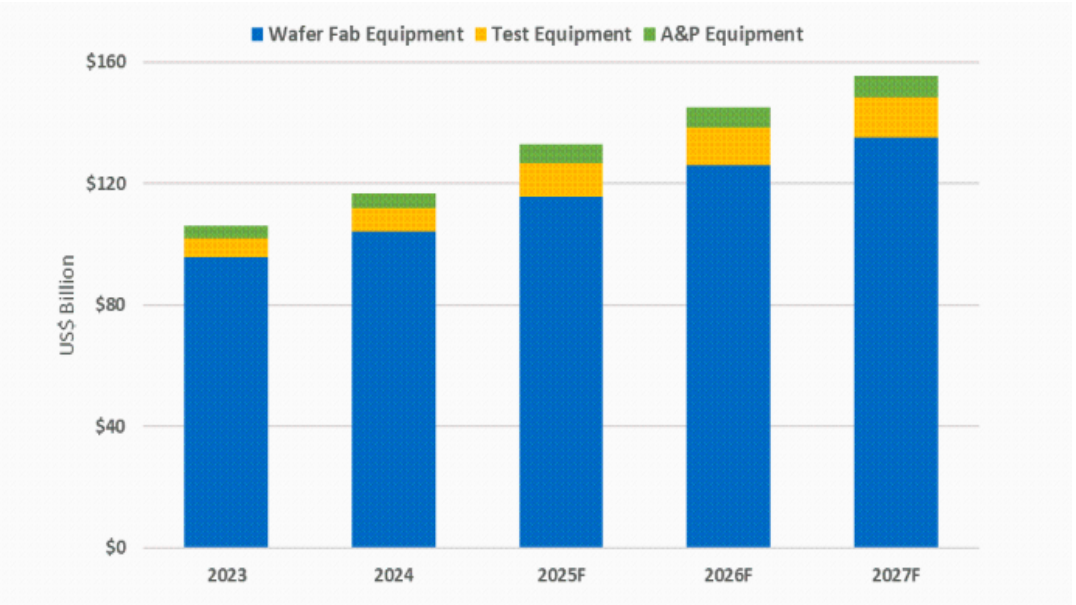
- **半导体出货量近两年来呈爆发式增长，半导体设备迎来下游需求扩张周期。**据WSTS数据显示，半导体出货量近三年以来呈指数级增长，其中，主要增长动力由逻辑芯片和存储贡献，存储芯片近2年以来出货量增长超8倍。同时据SEMI数据显示，2026Q2全球半导体设备出货金额同比增长23%，环比增长11%，连续第二个季度创下新高，中国依旧为全球最大的半导体市场。2026全年预测来看，即便在消费和汽车、工业需求疲软的拖累下，2026年测试设备销售额和封装设备销售额在AI领域的带动下也将预计分别增长12.0%、9.2%。
- **关注半导体设备国产替代机遇。**近年来国产半导体设备技术在刻蚀、薄膜沉积、CMP等核心赛道实现了较大突破，先进封装等赛道也出现放量契机，在下游放量、半导体关键技术国产化替代进程下，建议持续关注国产半导体设备产业链核心环节。

各类半导体出货量



资料来源：WSTS、半导体产业纵横，华安证券研究所。注：所示为三个月移动均值，单位为十亿美元

按细分市场划分的半导体设备市场规模



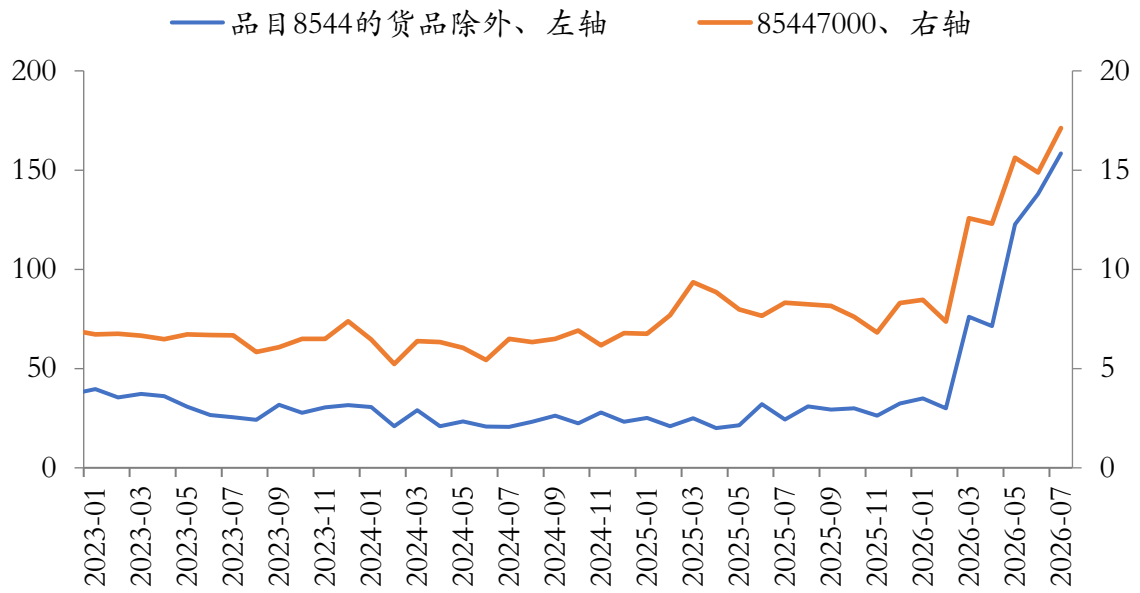
资料来源：SEMI，华安证券研究所。注：单位为百万美元

下载日志已记录，仅供内部参考

算力配套：光纤行业量价齐升且景气度被持续验证

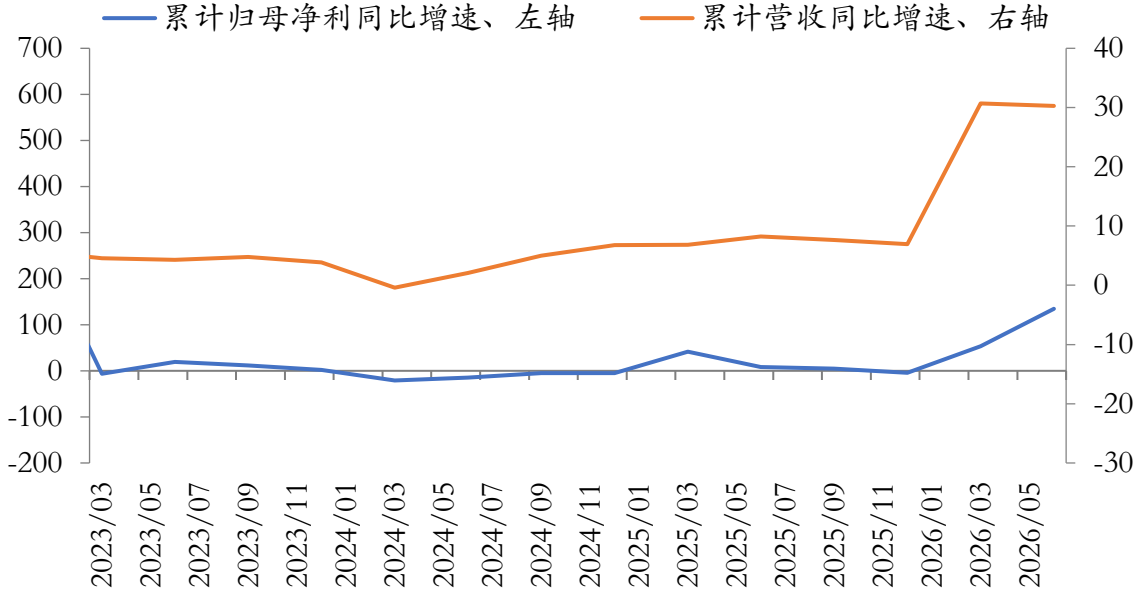
- **AI算力中心光纤用量显著提升，光纤行业已经迎来量价齐升阶段。**在单柜算力密度倍增时，数据传输效率已成为AI算力中心的新瓶颈，应用于AI算力中心的光纤用量可达传统数据中心的5-10倍，光纤行业受人工智能浪潮的驱动已正式迈入新一轮产业爆发周期。2026年以来我国光纤出口价格持续飙升且未见拐点信号出现，以海关统计口径下的数据来看，品目8544除外以及85447000的光纤类制品今年一月的价格分别为34.9美元/千克、8.5美元/千克，而截至今年7月，价格已分别达到158.4美元/千克、17.1美元/千克，涨价幅度分别高达3.5倍、1倍左右。
- **光纤行业景气度处于高水平。**业绩表现上，万得光纤指数2026年中报累计归母净利、营收分别达到134.4%、30.3%，延续了自今年以来的高增趋势，当前光纤行业景气度已被再度验证高增，需求推动下光纤价格预计于高位有较确定的支撑性，高景气度有望持续对光纤行情形成强支撑。

光纤价格飙升持续创下历史新高



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：单位为美元/千克

万得光纤指数营收、利润增速双高增



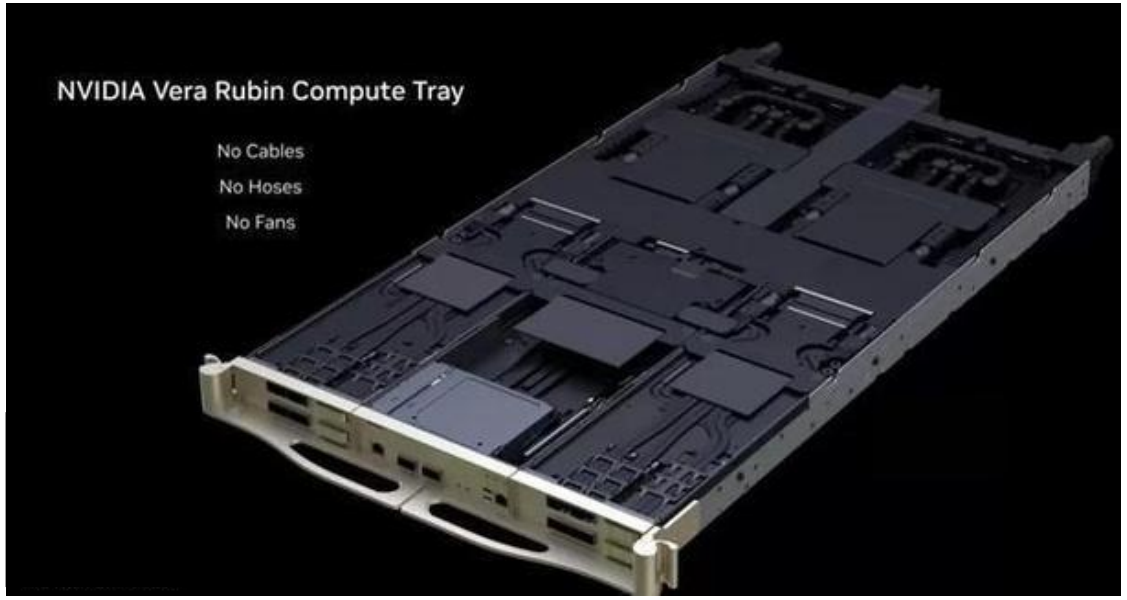
资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

算力配套：液冷架构有望在AI设施全面铺开，下游需求预计持续高增

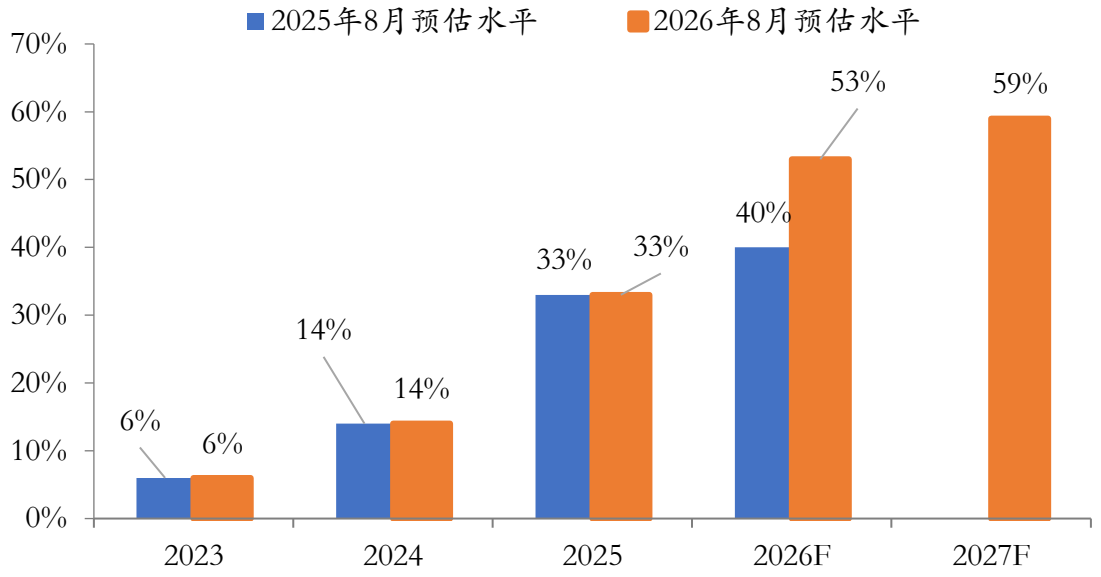
- **英伟达新品采用全液冷架构并开始量产，液冷在AI基建中的渗透率增速有望迎来二阶拐点。**2026年8月27日，英伟达透露已于8月启动Vera Rubin的生产出货，并将成为支撑下一阶段增长的核心产品，该产品搭载了全液冷、零线缆、去冷机化的一体化散热模组，将散热从辅助部件升级成为核心竞争力。AI算力中心散热配套中，液冷正加速替代传统风冷成为AI基建的必选方案，随着Vera Rubin产品放量，液冷方案优势有望再度凸显并进一步提高液冷在AI相关基础设施中的应用比例。
- **市场对液冷渗透率预期持续上调。**根据TrendForce数据显示，2025年8月预估的今年AI算力中心液冷渗透率仅有40%，今年8月该预测值已上调至53%，明年渗透率有望达到59%。在渗透率和AI数据中心建设双增长的背景下，液冷市场规模预计将持续呈高增态势，且随着英伟达新产品持续投放、国内液冷制造商凭借成本及迭代优势接入产品链条，国内相关企业业绩预计将迎来二次爆发。

英伟达Vera Rubin全面采用液冷架构



资料来源：NVIDIA、IT之家，华安证券研究所。

液冷于AI算力中心的渗透率预测



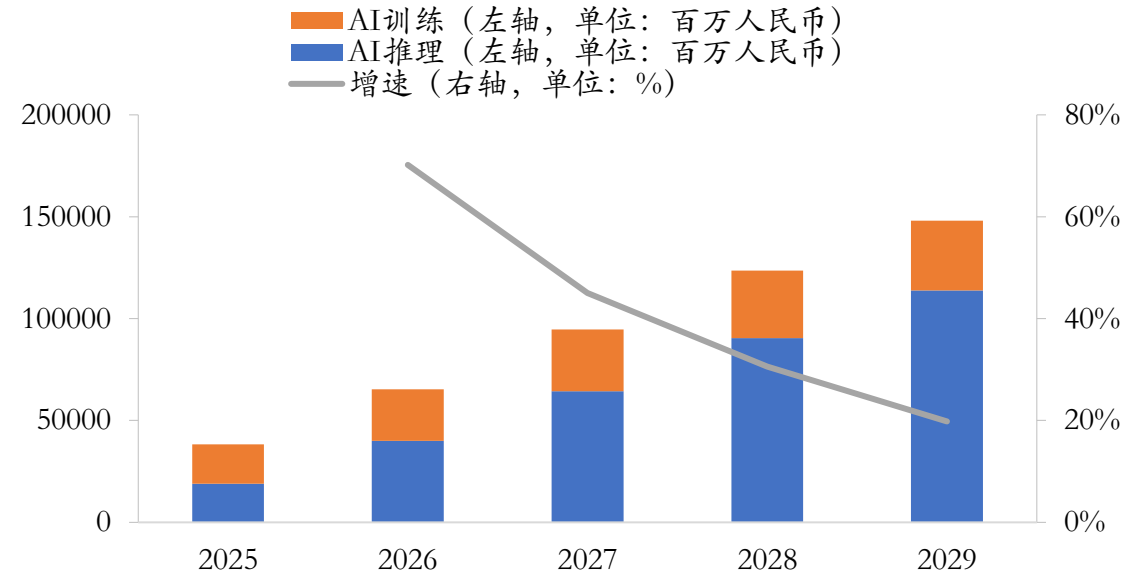
资料来源：TrendForce，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

算力配套：数据中心规模增长由量主导，电源设备功能快速迭代并持续放量

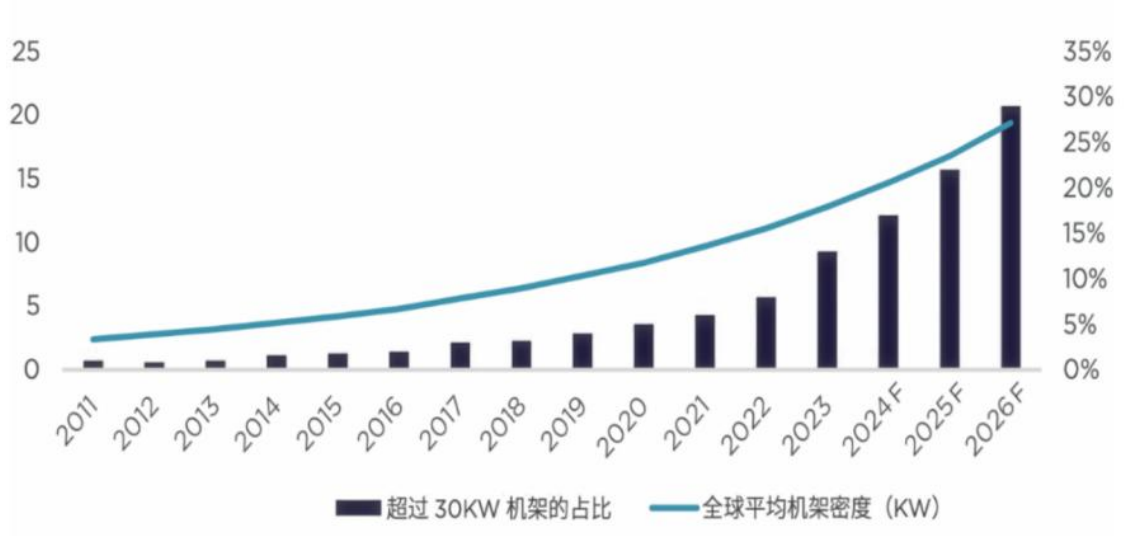
- **数据中心成为新基建核心，市场规模有望超预期增长。**据IDC数据，2026Q1全球服务器市场实现30.7%的支出增长，但单价增长仅3.3%，即市场规模大部分由数量增长贡献，中国AI云计算市场规模2026年、2027年同比增速分别有望高达70%、45%，2028年也将达到30%左右。并且随着2026年内AI资本开支目标不断上调，未来AI服务器市场规模有望实现超预期增长。
- **电源设备迎来AI服务器需求高增下的第二增长曲线。**随着AI单机机柜的性能不断提升，其功率也随之呈倍增长，同时由于AI服务器对空间和效率要求较为苛刻，倒逼相关配套电源系统迭代升级，传统的数据中心单机柜功率在个位数KW左右，而当前部分高端AI服务器单机柜功率已飙升至数百千瓦，如英伟达的 VR300 NVL 576机柜可达600KW。数据显示，2023年30KW机架占比仅不到15%，到2026年该占比预计将提升至30%。随着AI智算中心规模持续扩大，配套的电源设备有望实现迭代升级+总体持续放量的双轮驱动增长。

中国GenAI IaaS市场预测



资料来源：IDC，华安证券研究所。

2011-2026年全球平均机架密度及增长情况预测（kW）



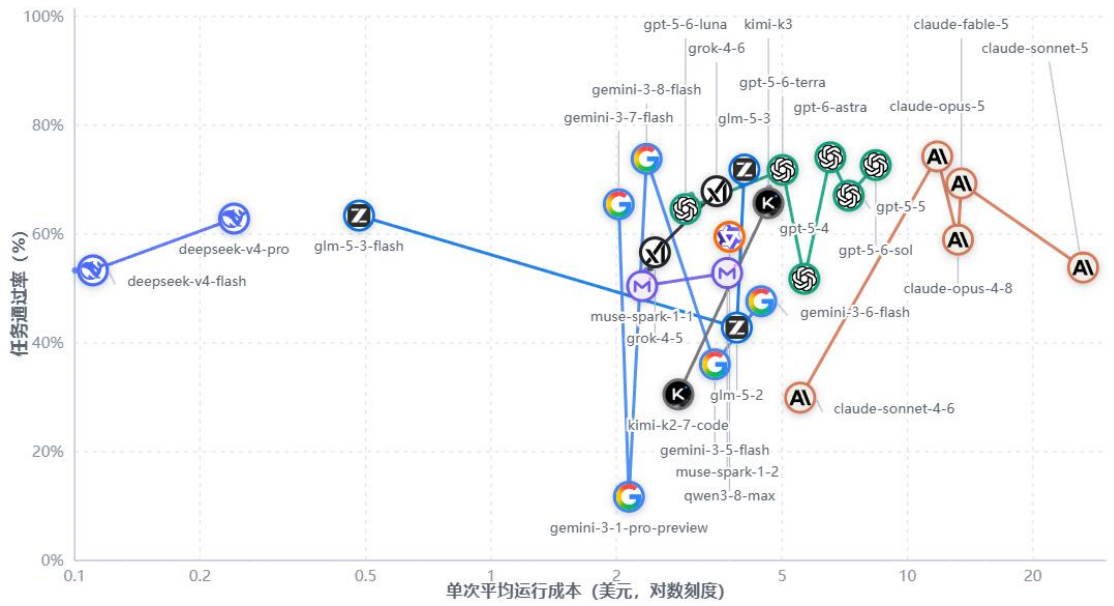
资料来源：韦伯产业智库、中科亿海微，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

算力应用：关注有望受益于主题、热度扩散的软件、游戏、传媒等下游方向

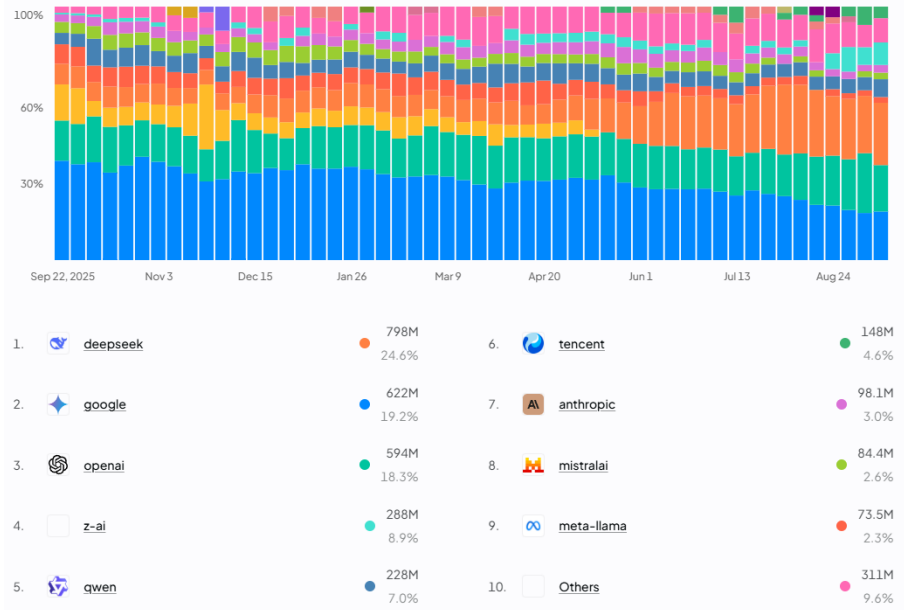
- **国产大模型仍具备较明显的性价比优势，模型调用、游戏、短剧等正逐步打开多元化商业化盈利模式。**截至2026年9月18日，据3Xray数据显示，在几个性能相对优异的大模型的对比中，DeepSeek V4的运行成本显著低于其他模型，成本能降低约10倍以上，并且包括DeepSeek、智谱、千问、腾讯在内的国产大模型调用量占比接近50%，国产大模型整体仍具备较优异的性价比水平。在国产模型性能优异且使用场景进一步扩张的背景下，以AI模型为工具的应用层出不穷，AI国内商业化落地前景正逐步清晰。今年以来，在AI功能快速升级下，软件应用端热点事件层出，包括一二季度Token涨价、年初国内首部AI全流程微短剧上线、Kimi发布K3成为全球参数规模最大的开源大模型等，应用作为AI产业链的下游环节，仍是人工智能主题热度扩散的优选方向。

大模型任务通过率和运行成本



资料来源：3Xray，华安证券研究所。注：数据截至2026.09.18

全球市场中，中国大模型调用量接近50%



资料来源：Openrouter，华安证券研究所。注：数据截至2026.09.18

下载日志已记录，仅供内部参考

算力应用：机器人和机械设备板块均存在较多的主题性催化契机

- **国内机器人产业发展尚处早期，可关注主题类事件催化下的机会。**据中投产业研究院数据，虽机器人市场规模将于未来五年呈年复合增速达28.7%的速度增长，但从制造业渗透率上来看还尚处早期，到2028年预计渗透率仅0.1%左右，虽增速较高市场总体规模偏小。我们认为当前机器人产业在尚未大规模应用前，可从核心驱动如AI大模型重磅升级、特斯拉机器人量产催化、相关重磅政策出台、以及跟随AI产业链上涨（机器人弹性较大）等因素中寻找机会。
- **机械设备同样建议关注和AI硬件以及主题相关的方向。**传统工程机械板块通常景气周期在4年左右，当前已进入后期阶段，继续上行空间预计有限。但从其余细分看，机械设备包含众多热门主题，如商业航天、低空经济、机器人、半导体设备等，AI含量正逐步上升，任一主题迎来催化均会对机械设备板块形成带动辐射效应。

中国人形机器人市场规模预测

年份	出货量（万台）	市场规模（亿元）	均价（万元）	全球占比	渗透率（制造业）
2026	1.0	90	90	20%	0.01%
2027	3	245	70	25%	0.03%
2028	10	600	60	28%	0.10%
2029	25	1250	50	32%	0.25%
2030	60	2400	40	35%	0.60%
2031	120	4200	35	38%	1.20%
2032	220	6600	30	42%	2.20%
2033	380	9500	25	45%	3.80%

资料来源：中投产业研究院，华安证券研究所。

申万机械设备部分主题类标的

代码	名称	主营业务	相关主题
300503.SZ	昊志机电	火箭控制系统功能部件、卫星姿控系统与推进系统功能部件	商业航天
600501.SH	航天晨光	卫星通讯产品、特种装备（多次承担国家重大事件通讯保障）	商业航天
688836.SH	宇树科技-W	人形机器人、四足机器人（全球销量领先）	机器人
300024.SZ	机器人	新松机器人，工业/移动/特种机器人	机器人
603666.SH	亿嘉和	无人机巡检、低空经济赛道布局	低空经济
300411.SZ	金盾股份	低空经济领域高端通风系统装备	低空经济
002008.SZ	大族激光	半导体设备（激光加工）	半导体设备
688328.SH	深科达	半导体封测设备（固晶机、探针台、分选机）	半导体设备

资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

国防军工：地缘政治扰动以及主题类事件有望对军工板块形成较强催化

- **一是地缘政治扰动频发有望对军工板块形成支撑。**7月以来美伊冲突局势再度升级，军工作为强情绪驱动特征板块有望持续受到地缘政治摩擦等突发性事件而出现阶段性催化上涨机会。**二是商业航天、机器人、低空和深海经济主题有望在重磅政策落地或标志性技术突破催化下轮动带动军工板块上涨。**

7月以来美伊关键事件梳理

时间	事件	主要内容
07-07	停火协议破裂	伊朗袭击商船，美方认定违约重启战事。
07-11	美军大规模空袭	美军启动多轮夜间空袭，打击伊朗沿海设施。
07-13	伊朗报复性反击	伊朗导弹无人机袭击巴林、约旦等地美军基地。
07-14	恢复海上封锁	美军正式恢复对往返伊朗港口船只的海上封锁。
07-15	冲突造成伤亡	伊朗公布数据，冲突致数十人死亡数百人受伤。
07-15	议员联名废备忘录	伊朗超百名议员声明终止与美签署的谅解备忘录。
08-24	美国加码经济制裁	军事对峙趋缓，美国公布新一轮对伊经济孤立制裁。

资料来源：新华社、央视新闻等，华安证券研究所整理。

今年年内军工出现多个事件性催化机会



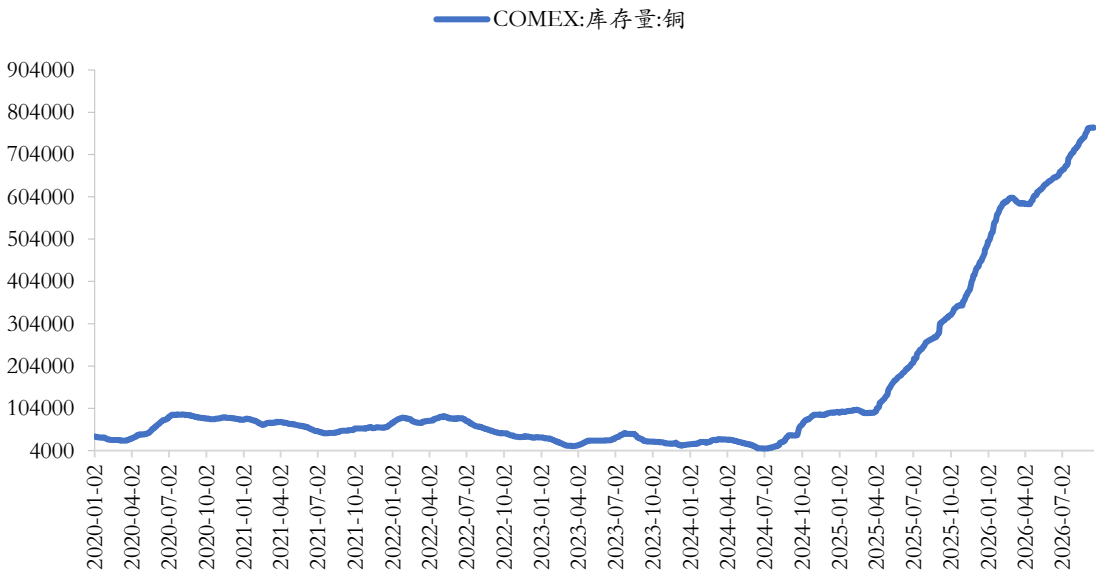
资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

有色金属：工业金属供需格局双优，稀土战略性地位不断提升

- **关税扰动下北美持续囤库，年内铜供给边际收紧，供需双优格局下工业金属价格持续高位甚至新高。**一是美国铜关税裁定悬而未决，处于对2027、2028年被大幅加征关税的担忧，美国市场抢进口提速且未见降速，截至9月17日COMEX铜库存量已高达767905吨，处于近30年以来的极值水平。二是2026矿山供应偏紧，鉴于当前矿山供应恢复偏慢，2026年矿山铜产量预计将出现近10年以来的首次下滑。三是AI对于数据、电力传输载体用量有强劲的需求，工业金属需求边际走强。
- **多国将稀土列入战略性资源，全球中长期供给收缩确定性较强。**稀土广泛用于永磁材料、新能源车、风电、芯片、军工装备，提升材料磁、光、电性能，如光刻机设备中的钕铁硼永磁、先进芯片制程可用的氧化镧等等，是关键战略金属。今年以来，多国将稀土列为战略性资源，稀土重要性不断提升，限制出口政策持续强化背景下，全球稀有金属供给预计将持续收缩，中长期内价格有望持续抬升。

COMEX铜库存创下历史新高



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：单位为短吨

多国将稀有金属列为战略性资源并实行保护性政策

时间	国家	主要内容
2026年1月	越南	稀土列为战略资源，禁止稀土原矿出口
2026年1月	印尼	大幅削减镍矿开采配额，保护冶炼产业
2026年5月	津巴布韦	划定14种战略矿产，战略矿项目国家参股
2026年7月	美国	限制钨废料、锂电黑粉出口，实施出口许可
2026年9月	阿根廷	拟将稀土列为国家战略资产

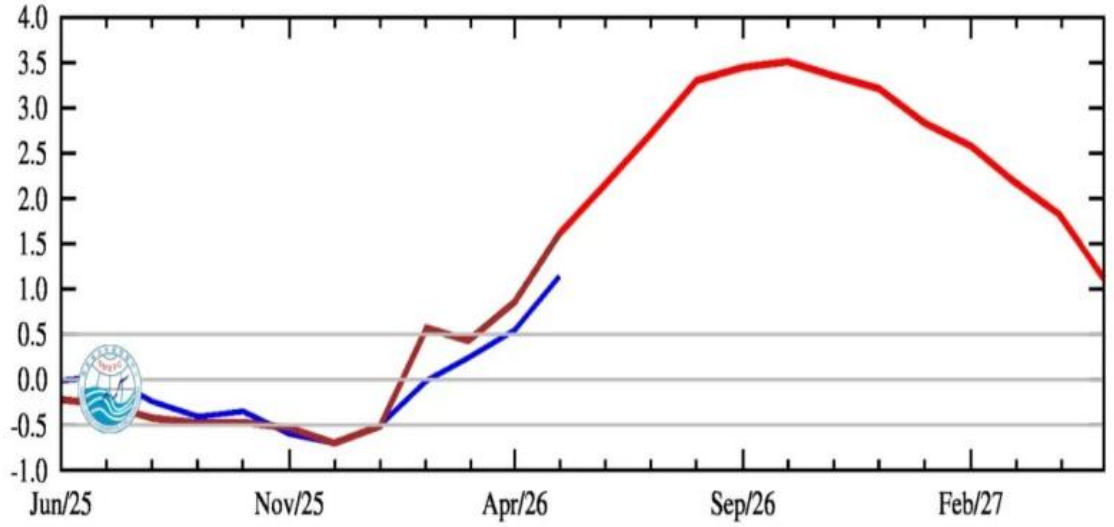
资料来源：华安证券研究所整理。

下载日志已记录，仅供内部参考

农化制品：农作物减产预期升温、原料价格上涨，农化板块景气边际改善

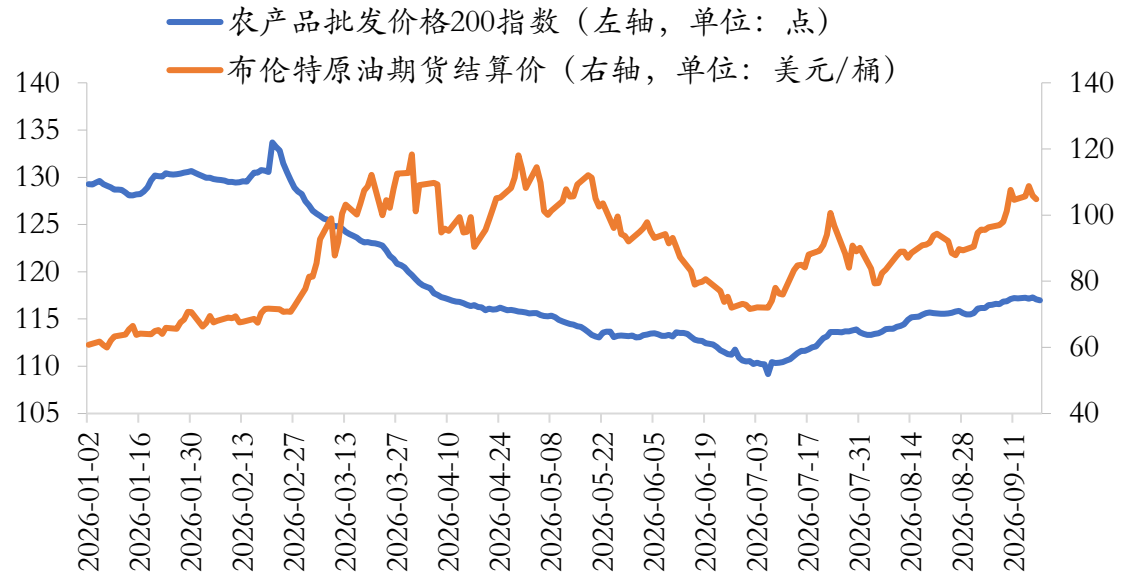
- **农化制品上游原料价格高位运行，下游需求出现扩张预期。**当前农化制品主要有两方面支撑，**一是极端天气影响下农作物出现中期减产预期，农化制品价格有望跟随农作物上行。**根据国家海洋环境预报中心的预测显示，今年秋冬季的厄尔尼诺现象大概率为强至超强的状态，且有较大可能刷新历史极值，2027年厄尔尼诺衰减后，华北、黄淮等地春夏连旱的概率显著提升，长江流域汛期洪涝风险加大。极端天气影响下，农作物减产预期显著升温带动价格已经出现回升，历史上农化产品价格和化肥、农药价格呈正相关性。二是上游原油等原料价格再度出现飙升，7月份以来，美伊冲突再度升温，以原油为代表的能源价格持续回升，截至2026年9月18日，布油价格已上涨至105美元/桶左右，农化制品作为典型的原油下游产品，销售价格也有望随能源价格持续上涨而出现涨价。

Nino3区海表温度距平数值模式预测结果



资料来源：国家海洋环境预报中心，华安证券研究所。

原油和农产品价格双回升有望带动农化制品价格上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

华安策略



感谢关注！

风险提示：国内经济延续快速回落；国内政策大幅转向；美伊冲突持续进一步抬高国际油价；海外美联储货币政策紧缩程度超预期；相关测算假设的片面性及参考的局限性；历史以及其他复盘经验借鉴的局限性；市场的学习效应等。

下载日志已记录，仅供内部参考

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深300指数。