仅供内部参考，请勿外传

策略周报

科技M顶第二波启动了吗？

核心观点

核心结论：①海外宏观风险担忧缓解、筹码出清充分、产业新催化等因素共振下，9月中旬以来科技已触底回升。②以史为鉴，科技具有M型双顶，第二波启动条件已具备，反弹高度取决于油价中枢下移和AI产业景气验证。③科技反弹将带动市场四季度上扬，结构上除了科技外，可关注资源红利等。

多重因素共振下，9月中旬以来科技已自底部企稳反弹。截至9/24，9/15以来电子、通信最大涨幅分别达11.0%、11.8%，在各行业中涨幅靠前。具体看，一是海外宏观风险担忧缓解，受美伊有望在联合国会谈等事件影响，9月中旬以来油价有所回落，联储加息预期升温最快的阶段或已结束，全球流动性环境边际改善；二是科技热度明显回落、筹码显著出清，9月中旬电子周换手率最低为2.8%，较6月底高点的7.1%缩量超60%，PE（TTM）自高位下降约40%，各类资金对AI硬件的持仓多数或已出清至各自高点的6-8成；三是9月以来AI产业催化持续涌现，Meta推出个人智能体Muse，OpenAI、Anthropic、DeepSeek等厂商先后发布新模型，AI叙事担忧有所缓解。

科技第二波行情启动的条件：政策紧缩预期回落、情绪回归合理、产业担忧缓解。历史上A股高景气行业在一顶到低点的回撤中，平均跌幅约40%、PE跌幅均值约52%、成交额占比和换手率降幅均值近40%，第二波启动前估值和拥挤度或已回归合理位置。此外，A股与1990s美股经验共同显示，还需政策紧缩预期回落，或前期产业担忧消除、新需求推动预期上修，才会真正启动第二波：11年初受智能手机出货量高增催化，消费电子止跌反弹并于11/03出现M顶次高点；1997年3月联储预防式加息落地，同期美国计算机、通信和半导体工业产出增速维持高增，推动美股科技反弹。

前期跌幅决定二顶弹性，但最终高度由景气和市场环境共同决定。我们复盘2009年以来34轮周期中36个高景气样本，行业自一顶至低点的最大回撤与低点至二顶的最大涨幅高度正相关，相关系数达0.79，前期跌得越深，低点后反弹通常越剧烈。但弹性大未必代表能重回前高，若市场处在高风偏环境中，或产业出现新的较强叙事催化，行业次高可达到较高水平，如21/10-21/12的半导体、11/01-11/03的消费电子、22/05-22/08的新能源汽车等。

当前科技第二波行情逐渐开启，四季度有望带动市场上扬。若类比99年519行情，当前A股正处在4浪调整低点、5浪上涨初期。往后看，第二波启动条件或已逐渐具备，科技反弹窗口期有望在四季度前后打开，若油价中枢继续下移、联储紧缩预期缓解，叠加海外云厂商AI收入增速延续高增，反弹空间或较可观。结构上，除科技外还可关注资源红利等领域：①AI算力链四季度前后或将迎来M型顶部的第二波，高度取决于市场环境和产业景气验证，科技内部也有望向具备基本面预期的AI应用等低位方向扩散；②重视以有色、煤炭、公用事业等为代表的资源红利板块，供需偏紧、地缘政治溢价抬升下，以有色为代表的资源品景气有望延续。

风险提示：地缘局势恶化超预期、国内经济修复出现波动。

策略研究·策略周报

证券分析师：吴信坤
021-61761046
wuxinkun@guosen.com.cn
S0980525120001

证券分析师：余培仪
021-61761040
yupeiyi@guosen.com.cn
S0980526010001

证券分析师：陆嘉瑞
021-60375458
lujiarui1@guosen.com.cn
S0980526070002

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	8180.35/-3.18
创业板/月涨跌幅(%)	3288.95/-4.16
AH股价差指数	125.20
A股总/流通市值（万亿元）	95.39/86.71

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《策略专题-本轮牛市中，谁是“聪明钱”？》——2026-09-23
《策略周报-筹码角度，科技还有机会吗？》——2026-09-05
《策略周报-再平衡仍是主题》——2026-08-29
《策略专题-机构抱团如何影响股价表现？》——2026-08-17
《策略周报-如何看当下红利持续性?》——2026-08-01

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

科技 M 顶第二波启动了吗？ 4
风险提示 8
免责声明 9

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图1： 当前电子情绪指标较 6 月高点下降明显 4
图2： 资金在 AI 硬件的筹码出清至高点的 6-8 成位置 4
图3： 近期联储加息预期升温的速度有所放缓 5
图4： 近期原油价格有所回落 5
图5： 高景气行业股价顶点领先基本面顶点约 1-1.5 年，且顶部呈现 M 型 5
图6： 1997 年预防式加息落地后美债利率回落 6
图7： 高景气行业 M 顶区域换手率变化 6
图8： 前期跌幅决定次高弹性 6
图9： 市场环境和产业叙事共同影响二顶的修复高度 6
图10： 当前可能正处在 5 浪上涨初期 7
图11： 26Q2 全 A 利润明显增长 8
图12： A 股利润改善出现扩散 8
图13： 云厂商云业务收入增速继续高速增长 8
图14： 一线城市二手住宅价格呈现回稳趋势 8

仅供内部参考，请勿外传

9 月中旬以来，伴随美联储加息等一系列风险事件落地，A 股市场迎来新的一轮反弹行情，上证指数自低点 3843 点最高上涨至 3968 点，其中科技板块弹性较大。我们前期多篇报告指出本轮科技行情具有 M 型双顶特征，第二波有望在四季度左右开启。本周市场再度因流动性担忧出现波动，有投资者对科技的第二波行情是否已启动存在疑虑，我们将在本文中对此展开讨论。

科技 M 顶第二波启动了吗？

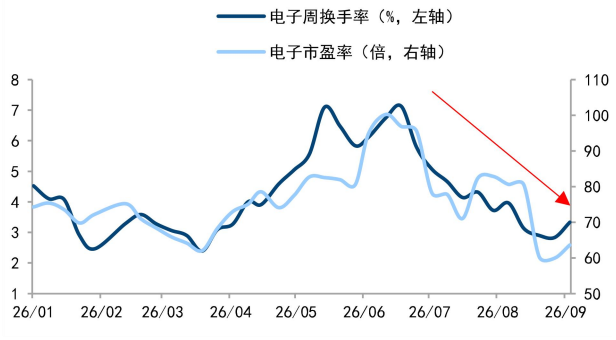
多重因素共振下，9 月中旬以来科技已自底部企稳反弹。9 月中旬以来，科技板块已自低位明显反弹，截至 9/24，9/15 以来电子、通信最大涨幅分别达 11.0%、11.8%，在各行业中涨幅靠前，背后主要受多个积极因素共振影响。具体来看：

首先，海外宏观风险担忧已有缓解，全球流动性环境边际改善。此前制约科技行情的最核心因素便是地缘冲突推动油价高企，并引发全球流动性紧缩预期。近期相关风险已有所释放，受美伊有望在联合国会谈等事件影响，9 月中旬以来油价有所回落，联储加息预期升温最快的阶段或已结束，从而推动科技板块反弹。

其次，当前科技板块热度已明显回落，筹码结构亦有显著出清。伴随科技板块情绪触底、筹码出清，自然形成 9 月中旬以来的科技股反弹行情。一方面，从估值和交易热度指标看，9 月中旬电子行业的周换手率最低为 2.8%，较 6 月底高点的 7.1%缩量超 60%，同时电子的 PE（TTM）也自高位下降约 40%；另一方面，从筹码结构分布看，我们曾在《筹码角度，科技还有机会吗？-20260905》中提到，各类资金对 AI 硬件的持仓均已出现松动，多数资金或已出清至各自持仓高点位置的 6-8 成附近。

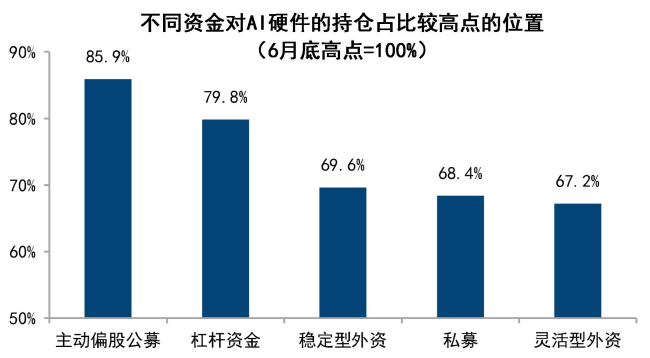
此外，9 月以来 AI 产业端迎来较多新催化，AI 叙事担忧有所缓解。9 月以来，AI 产业端的新催化持续涌现，月初时 Meta 推出个人智能体 Muse，极大拓宽 AI 应用落地场景，此外 OpenAI、Anthropic、DeepSeek 等大模型厂商也先后发布新模型。在此背景下，此前 AI 增速放缓的担忧或有所缓解，同样推动科技股反弹。

图1：当前电子情绪指标较 6 月高点下降明显



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

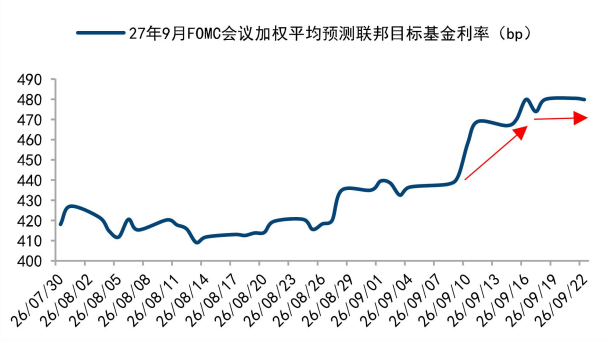
图2：资金在 AI 硬件的筹码出清至高点的 6-8 成位置



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

图3：近期联储加息预期升温的速度有所放缓



资料来源：CME Fedwatch，国信证券经济研究所整理

图4：近期原油价格有所回落

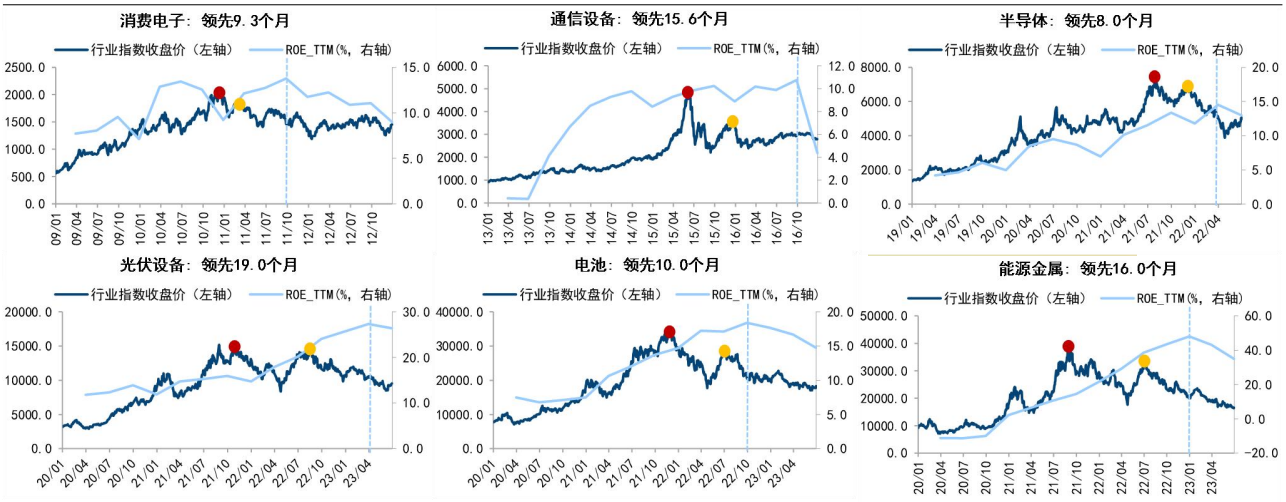


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

7 月以来，我们在《二十年六大景气行情启示：本轮 AI 何时见顶？-20260709》、《再议科技 M 顶：科技第二波何时来？-20260808》等报告中多次强调，历史上高景气行业顶部往往呈现 M 型，7 月以来的回撤是科技一顶到低点的第一轮回撤。那么 9 月中旬以来的这波科技反弹，是否为科技的第二波行情呢？以史为鉴，我们将在下文展开分析。

科技第二波行情启动的条件：政策紧缩预期回落、情绪回归合理、产业担忧缓解。首先，历史上 A 股高景气行业在一顶到低点的回撤中，平均跌幅约 40%、PE 跌幅均值为 52%，成交额占比和换手率降幅均值近 40%，可见高景气行业在第二波行情启动前，估值和拥挤度或已回归至合理位置。除此之外，A 股高景气行业和 1990s 美股经验共同显示，后续还需要出现政策紧缩预期回落，或是前期产业担忧消除、新需求出现推动预期上修，才会真正推动高景气行业启动第二波行情，例如 11 年初受智能手机出货量继续高增催化，消费电子止跌反弹并于 11/03 出现 M 顶次高点；1997 年 3 月联储预防式加息正式落地，同期美国计算机、通信和半导体工业产出增速维持高增，推动美股科技反弹等。

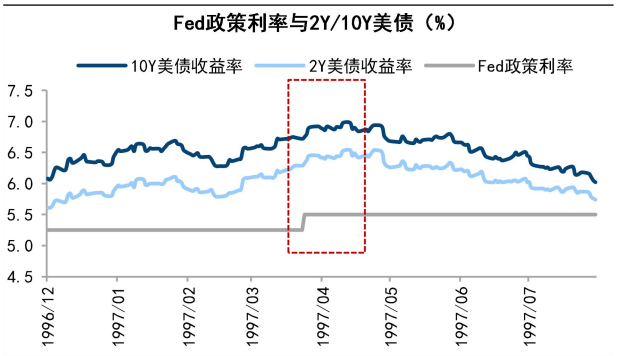
图5：高景气行业股价顶点领先基本面顶点约 1-1.5 年，且顶部呈现 M 型



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，注：红色点为 M 顶绝对高点，橙色色点为 M 顶次高点。

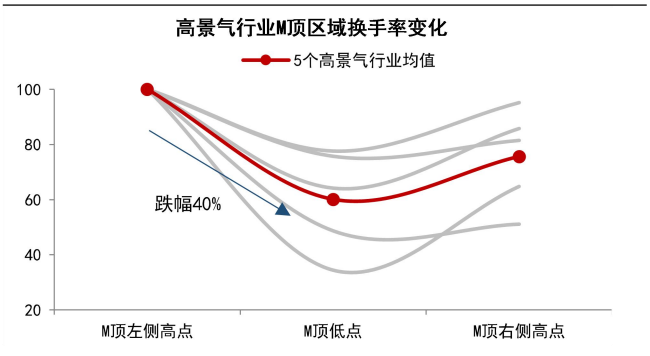
仅供内部参考，请勿外传

图6：1997 年预防式加息落地后美债利率回落



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图7：高景气行业 M 顶区域换手率变化

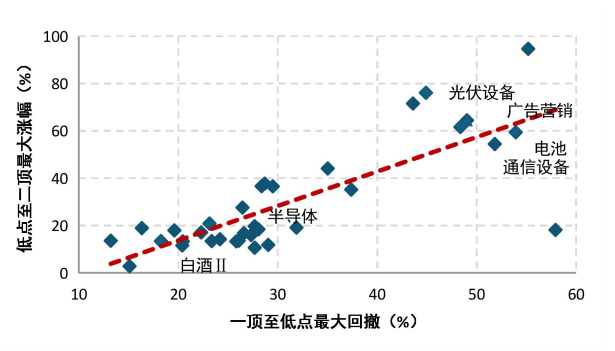


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

前期跌幅决定二顶弹性，但最终高度由景气和市场环境共同决定。前文我们总结归纳了第二波行情的启动条件，若进一步看反弹高度，我们复盘 2009 年以来 34 轮周期中 36 个高景气样本，景气行业自一顶至低点的最大回撤与低点至二顶的最大涨幅高度正相关，相关系数高达 0.79，可见前期跌得越深，低点后的反弹通常越剧烈。不过，弹性大未必代表股价能重回前期高点，景气和市场环境才是决定二顶高度的关键因素，当市场处在高风偏环境中，或产业出现新的较强叙事催化，行业的次高可以达到较高水平，如 21/10-21/12 的半导体、11/01-11/03 的消费电子、22/05-22/08 的新能源汽车等。

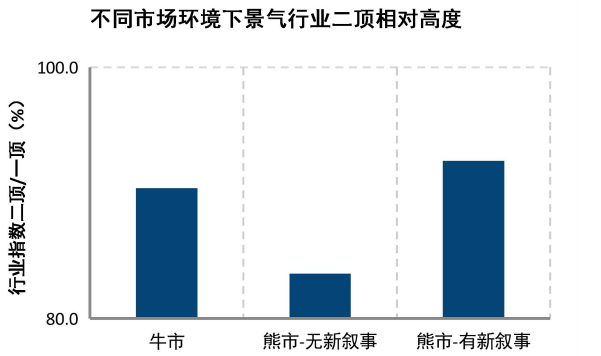
综合以上，在全球流动性环境改善、情绪和筹码出清、产业新叙事催化等因素共振下，9 月中旬以来科技已自底部企稳反弹。借鉴历史经验看，我们认为当前科技板块第二波行情的启动条件或已逐渐具备，后续若油价中枢继续下移，联储紧缩预期缓解，叠加海外云厂商 AI 收入增速延续高增，反弹空间或较可观。

图8：前期跌幅决定次高弹性



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图9：市场环境和产业叙事共同影响二顶的修复高度



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，注：取申万三级行业内部比较

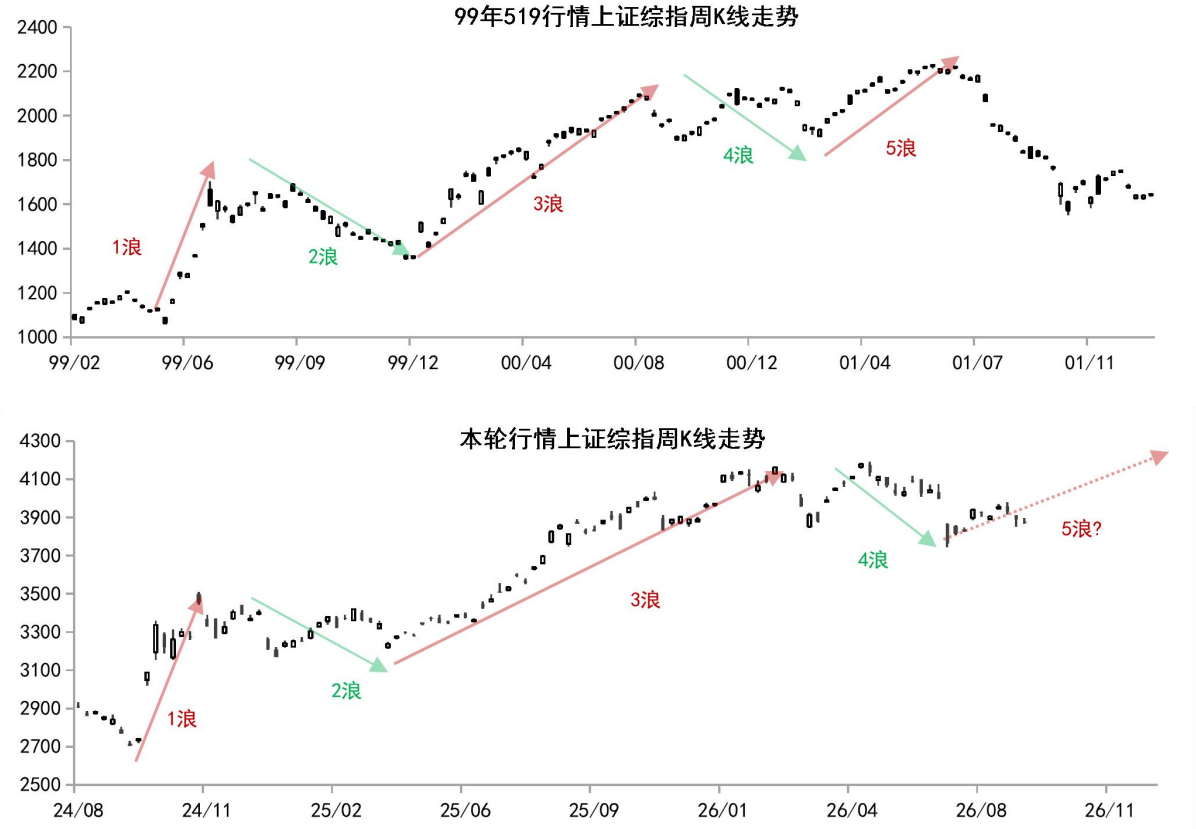
当前科技第二波行情逐渐开启，四季度有望带动市场上扬。我们在《DDM 模型分析 A 股该涨-20260918》中提到，当前 A 股牛市尚未结束，若类比 99 年 519 行情，现在类似 2001 年 2 月底，正处于 4 浪调整低点和 5 浪上涨初期阶段。往后看，9 月中旬以来科技板块已企稳反弹，叠加第二波行情的启动条件或已逐渐具备，科

仅供内部参考，请勿外传

技进一步的反弹窗口期有望在四季度前后打开。此外，根据 DDM 定价模型，今年 A 股净利润明显增长支撑分子盈利端、无风险利率下行有利于险资等资金入市、A 股市场风险偏好有望回暖，三大因素支撑今年 A 股收涨。在多重积极因素共振下，科技反弹有望带动市场上扬。

结构上，除了科技板块之外，还可以关注资源红利等领域。①如前文所述，当前以 AI 硬件为代表的科技板块已逐步具备行情再启动的条件，四季度前后 AI 算力链或将迎来 M 型顶部的第二波行情，高度取决于市场环境和产业景气验证；此外，科技内部也有望向低位方向扩散，可关注具备基本面预期的 AI 应用等。③828 地产新政有望稳定房地产预期，推动地产发展步入新模式，可关注促消费、稳地产政策加码的地产和内需板块。②重视以有色、煤炭、公用事业等为代表的资源红利板块。在供需偏紧、地缘政治溢价抬升等因素支持下，以有色为代表的资源品基本面景气有望延续。

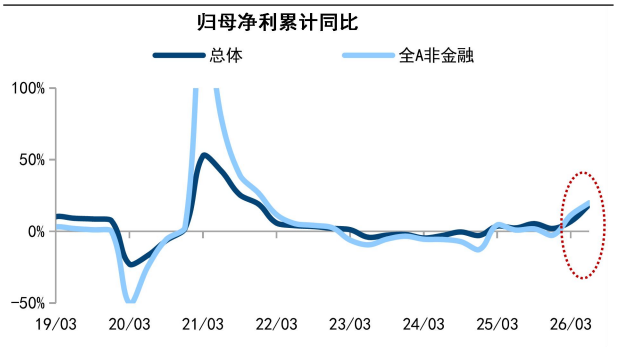
图10：当前可能正处在 5 浪上涨初期



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

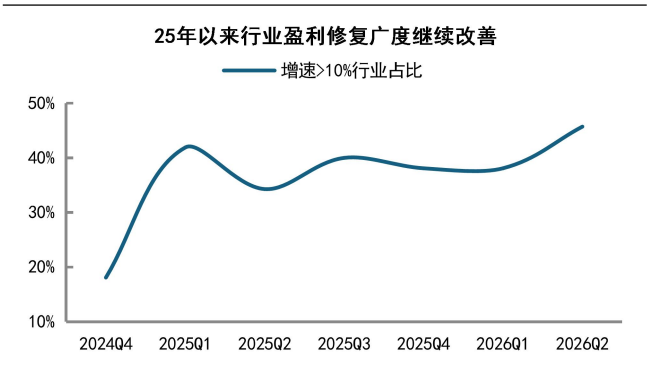
仅供内部参考，请勿外传

图11：26Q2 全 A 利润明显增长



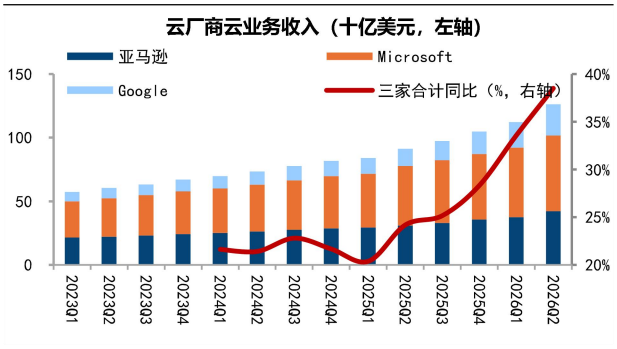
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：A 股利润改善出现扩散



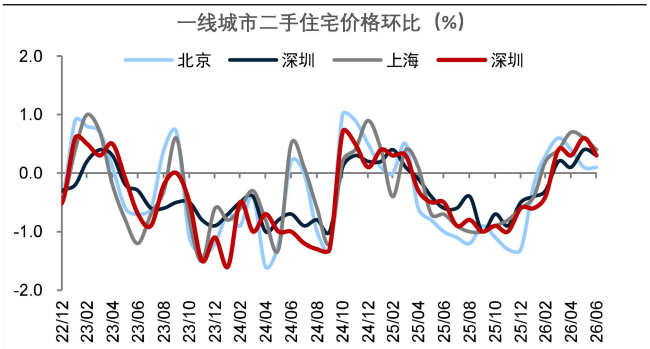
资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理

图13：云厂商云业务收入增速继续高速增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14：一线城市二手住宅价格呈现回稳趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

地缘局势恶化超预期、国内经济修复出现波动。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

仅供内部参考，请勿外传

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032