

（2026 年 10 月 11 日星期日第 281 期）
“每周机构会谈”

————————————————本期重点————————————————

★市场先做防守，红利打底与长期科技配置并行

★FCC 传闻冲击光芯片，规则落地仍需观察

★非银看盈利分化，券商与保险有不同逻辑

★煤炭定价偏谨慎，油运景气值得跟踪

★创新药看三季报，锂电看排产与涨价

★港股担忧供给扩张，流动性成为选股门槛

★AI 投入还在增长，下一步要看收入能否兑现

★美债利率难下来，美国消费与油价仍是关键

★中欧摩擦短期缓和，产业保护仍有分歧

——————————————————正文——————————————————

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。

★市场先做防守，红利打底与长期科技配置并行

市场判断仍然偏谨慎。短期观点认为，科技筹码还在出清，海外 AI 逻辑出现边际扰动，现阶段也没有看到足以重新推动整个板块的大规模新催化。科技在出现更强的产业趋势之前，可能仍有调整压力。

按这个思路，短期以防守反击为主，先用红利资产打底。银行是重点讨论的底仓方向，石油、煤炭以及部分航运资产也值得跟踪。科技如果跌得较多，可以关注反弹机会，但对反弹空间和中期趋势仍比较克制。

另一项配置思路，则把时间拉长，采取“杠铃策略”。按年看，继续关注新质生产力相关的人工智能、高端制造和出口产业链；短期配置具有现金回报和红利属性的板块，用来对冲组合波动。

两种看法的主要区别在期限。短期谨慎，并不意味着放弃科技的长期产业机会；长期看好，也不意味着当前估值和持仓结构没有压力。具体到保险，有观点将其纳入高分红配置范围，也有观点认为其三季度盈利承压。

A 股和港股还要面对盈利预期调整。市场对 MSCI 中国指数相关企业的盈利增速预期约为 13%至 14%，部分观点认为这一水平仍有下修空间。

★FCC 传闻冲击光芯片，规则落地仍需观察

出口限制的另一条线，是美国 FCC 相关政策讨论。摩根士丹利访谈推演认为，FCC Covered List 可能成为潜在管控工具，讨论集中在下一代 3.2T 光收发器及其供应链。其中，“从 3.2T 开始、物料清单（BOM）中 65%的部件来自美国企业可获得相应豁免”，是机构推演方案。

按这一推演，当前 1.6T 产品的短期业务影响可能有限，压力更多落在未来 3.2T 的供应链选择与中国企业份额提升预期上。对于光器件、光芯片公司，市场交易的可能是远期增量，而非当期收入立即损失。

关于供应链调整的可能性。一些高端数字信号处理芯片（DSP）和核心器件本来就依赖海外供应，再结合海外制造，部分企业可能存在调整空间。不过，部件产地、企业归属与离岸制造并不等同，能否满足某一比例要求，取决于最终规则的认定方式。

因此，并不认为股价下跌幅度必然对应同等程度的基本面损失。真正需要评估的，是国产器件未来提升份额的路径有没有变化，以及原先的盈利和估值假设是否还成立。

光器件、光芯片此前估值较高，远期替代和份额增长预期一旦受到挑战，情

绪反应可能比短期订单变化更剧烈。后续若考虑调整后的机会，应分别跟踪正式政策、客户采购、验证进度和公司订单，而不能只根据跌幅判断价值。

★非银看盈利分化，券商与保险有不同逻辑

如果市场调整到一定程度、增量支持资金进入，部分权重板块可能出现阶段性反弹。券商是本次短期讨论较积极的方向，但相关表现仍取决于交易活跃度和实际盈利。

券商三季度的支撑，被归结为科创板跟投、国际业务等贡献，以及交易业务的比较基数。三季度市场成交量相较去年没有明显下滑，部分业务可能形成业绩增量。

自营业务则可能分化较大。市场下跌对不同资产、不同仓位的影响不同，不能仅凭成交量或跟投收益就推断每家券商的利润都会改善。后续要看三季报中各项收入的真实贡献。

相较之下，对保险三季度盈利更谨慎。原因包括去年负债端和投资端基数较高，今年新业务增长可能放缓，以及股票市场下行对投资收益的压力。

“65 号文”对负债端业务的影响。需要结合具体文件和实施安排，但这项讨论的核心，是新业务增速、产品结构和投资收益共同影响利润，不能只看保费或股价的单一变化。

从短期盈利比较看，券商可能好于保险；从红利配置看，另一项观点仍愿意关注具备较高现金回报的保险公司。盈利压力与长期股东回报可以同时存在，具体到公司，还要看资产负债结构、分红能力和估值。

★煤炭定价偏谨慎，油运景气值得跟踪

红利配置里，能源和航运是这次交流反复提到的方向。银行可以作为底仓，石油、煤炭在回调时也可能吸引配置资金，围绕能源运输展开的油运，以及集运、干散货和造船，同样值得跟踪。

先看煤炭。市场对煤价的定价偏保守，背后主要是对复产的预期比较强。按60%的分红比例和 4.5%的股息率假设反推，对应市盈率约 13.3 倍。

在此基础上，估计当前估值隐含的煤价预期约为每吨 800 至 850 元，但这个结果还依赖具体公司的产量、成本和盈利模型。

供给端，山西近三个月多次推进复产，但实际恢复效果有限，停产矿井和原煤产量没有明显改善。判断是，复产推进可能慢于市场此前预期。

基于这一供需判断，预计今年煤价中枢可能接近每吨 900 元，四季度或在900 元以上震荡。这是对煤价的预测，煤种、热值和交付口径仍需结合具体跟踪对象判断。若复产明显加快，相关盈利和估值判断也要调整。

油运的逻辑，更多在有效运力。关注波斯湾运输扰动、船对船转运（STS）

以及等泊时间增加对船舶周转效率的影响；叠加贸易航线拉长，部分航线的有效运力减少，可能支撑运价。

往更长时间看，全球低库存带来的补库需求、有限的供给增长和行业集中度变化，可能让油运景气维持更久。关键仍是需求、航程和船队供给能否延续当前趋势。

其他航运方向也有各自的驱动。预计集运三季度业绩可能改善；干散货新增供给可能受到造船产能分配的影响，供需逐渐趋紧；造船本身也受到关注。但不同船型和航线不能简单合并，业绩仍取决于具体运价与成本。

★创新药看三季报，锂电看排产与涨价

在科技之外，倾向寻找位置相对低、同时有经营改善迹象的方向。医药和锂电是重点讨论的两个板块，逻辑都更依赖基本面兑现。

医药方面，10 月最直接的催化是三季报。创新药产业链、医疗器械和连锁药店等方向，可能延续二季度以来较好的业绩趋势，尤其关注创新药海外商业化进展。

短期事件上，药明系相关股东减持的扰动正在释放，欧洲肿瘤内科学会（ESMO）会议摘要及临床数据披露可能带来催化。

如果科技资金继续调整，创新药可能承接部分外溢资金。但最终仍要看临床

结果、授权合作和商业化收入，板块位置低只是观察起点。

锂电方面，从排产判断 10 月进入旺季，产业链排产环比增幅可能超过 5%；对宁德时代明年增速的预期约为 25%至 30%，相较部分悲观预期更积极。

还可以关注三季度部分材料涨价逐步落地，涉及电解液、铜箔、隔膜和铝箔等环节。部分细分方向自 5 月以来回调约 50%，估值降至十倍出头。

★港股担忧供给扩张，流动性成为选股门槛

港股方面，市场更担心新增融资供给与有限流动性之间的关系。

如果 IPO 和后续融资持续吸收资金，而海外利率又维持高位，二级市场的承接压力可能加大。

这种压力未必平均落在所有公司身上。部分中小市值公司可能面临成交不足，估值折价和买卖难度同时上升，部分公司的 A 股与 H 股价差可能进一步拉大。

配置上，港股需要更严格地看基本面、现金流、股东回报和成交情况。对盈利兑现依赖较强、交易又不活跃的公司，低估值未必能马上转化成股价表现。

★AI 投入还在增长，下一步要看收入能否兑现

AI 的长期需求仍是配置讨论的重点，但市场开始更认真地看投入回报。

高盛认为，资本开支增长可能逐渐受到融资和供给两端的约束，后续行情更需要收入兑现来支撑。

融资端的约束是，一些公司的经营现金流未必能完全覆盖资本开支，需要补充债务或股权融资；投资级债券市场也存在集中度和承接能力的限制。供给端则包括劳动力、电力、内存，以及数据中心建设周期等瓶颈。

年初以来，市场对 6 家美国大型 AI 企业 2026 年至 2027 年合计资本开支的一致预期上调约 66%，对应增量约 7500 亿美元。相关观点认为，近期对支出增长的乐观预期已经较多反映在股价中。

投入之后竟要赚多少钱，是这次讨论更在意的问题。

按年化投入资本回报率（ROIC）15%的假设，上述企业 2026 年至 2027 年的 AI 相关投入，需要在 2028 年至 2030 年累计实现约 1.42 万亿美元收入。折算下来，每吉瓦每年对应收入约 116 亿美元。

这组结果依赖明确的成本和折旧假设：每吉瓦建设成本约 420 亿美元，其中算力设备占 70%、建筑设施占 30%，分别按对应方式计提折旧。它描述的是回报门槛下需要实现的收入，并不等于企业已经拿到这些订单。

从收入可见度看，截至 2026 年二季度，亚马逊、微软、谷歌披露的核心订单储备合计约 1.69 万亿美元。按同样 15%的 ROIC 门槛测算，三家公司相关

投入需要在2028年至2030年累计实现约1万亿美元收入，约相当于当前订单储备的59%。

据此认为，现阶段收入兑现情况整体尚可，后续仍要跟踪进度。

这里还要看订单储备的业务构成、兑现年限和利润率，不能把全部订单储备直接视为同期AI收入。AI产业机会仍在，但资本开支、订单、收入和现金回报之间的关系，会越来越影响估值。

★美债利率难下来，美国消费与油价仍是关键

外部环境最受关注的变量，还是美国长期利率。

美股经过一轮估值调整后，韧性仍在，但较高的无风险利率会压制成长股估值，也可能影响全球流动性。

有观点提到美债收益率约 5.3%的高位水平，另一项判断认为十年期美债收益率可能在 5%左右震荡。相关期限和观察时点需要区分，共同关切是利率维持高位，对AI等高成长板块形成估值约束。

如果美国长期利率进一步上行 100 个基点，可能在两年内拖累美国 GDP 约1.5至2个百分点，并通过外需影响中国出口。

对美国经济，给出的判断是消费和就业仍有支撑。

对 2026 年三季度的即时估算为，GDP 环比折年率约 5%，消费环比折年率接近 4%。

财政和财富效应是另外两项支撑。包括财政赤字占 GDP 超过 6%、退税同比增长约 20%，以及二季度居民财富增加约 1.3 万亿美元。

相关观点认为，财政支出和资产价格上涨支撑了消费，但也增加了财政与通胀管理的难度。

已公布的 8 月数据中，美国核心 PCE 价格指数环比上涨 0.2%、同比上涨 3.0%。

通胀仍有黏性，能源价格如果继续走高，货币政策转向宽松的难度就会增加。

油价风险主要来自地缘冲突和运输扰动。

霍尔木兹海峡、俄罗斯相关供应，以及乌克兰对能源设施的打击可能带来的影响。柴油与原油价差达到每桶 100 美元、布伦特油价可能冲向每桶 200 美元。

美国战略石油储备的消耗，也让部分观点担心缓冲空间。

货币政策方面，美联储公开记录显示，9 月 17 日政策利率上调 25 个基点，联邦基金利率目标区间为 3.75%至 4.00%。

摩根士丹利对 2026 年 12 月和 2027 年 3 月可能继续加息的预测，并提到 3 月以来美债收益率上行约 120 至 150 个基点的观察。

★中欧摩擦短期缓和，产业保护仍有分歧

中欧贸易方面，相对乐观一些。双方都有缓解矛盾的诉求，共识清单意味着各自有所让步，短期大范围关税升级的风险可能低于此前悲观预期。

但行业层面的进展并不一致。汽车是欧盟的重要产业，相关保护诉求较强。

也有观点认为核心利益尚未取得较大突破，短期摩擦升级可能有所缓和，但取得更全面、实质性进展仍有难度。

后续需要重点看欧盟传统优势产业，以及转型所需的新能源及配套、通信设备、高耗能行业和相关下游。不同环节既可能受到保护，也可能因欧洲转型需求获得机会，要结合实际政策判断。

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。