仅供内部参考，请勿外传

高波动下的攻守之道

定期报告

——A 股投资策略周报（1018）

近期高油价、高通胀与 AI 增速放缓叙事共同压制股票市场表现，不过考虑到近期市场表现及 ETF 放量托底稳市，短期或以震荡筑底和结构性机会为主，建议维持均衡配置。未来 3-6 个月行业配置的核心思路在于：高利率阶段关注分子端的优势，其次看筹码结构是否健康；利率转跌优先考虑科技宽度；待后续国内政策接力再进一步向内需扩散。

- **【观策·论市】短期以震荡筑底和结构性机会为主，维持均衡配置。**10 月美联储暂停加息是基准情形，高油价和通胀扩散压力下，12 月继续加息概率较高；同时，AI 企业收入增速放缓及融资成本上升，引发市场对资本开支可持续性的担忧。美伊谈判分歧仍在，若冲突继续升级，油价高位运行可能进一步抬升全球通胀压力。国内方面，当前外需仍强于内需，PPI 与 CPI 增速差进一步扩大，经济修复仍取决于内需改善及价格传导；ETF 放量托底，历史上未来阶段市场反弹概率较高。配置上应控制仓位，由“远期空间”转向“当期景气兑现”，维持“盈利最硬、筹码干净的科技龙头 + 红利”的均衡配置，并关注三季报业绩，不过需要注意的是，当前最强分子端仍面临筹码结构与海外制裁风险。

- **【复盘·内观】本周 A 股市场震荡回调，主要原因包括：**（1）周三晚公布的美国 9 月 CPI 同比上涨 3.7%，高于 3.6%的预期，加息预期升温，海外科技股下跌对后半周风险偏好形成扰动；（2）AI 基建融资可持续性受到质疑，海外云服务商债券及股价波动加大，市场更关注资本开支能否转化为盈利，模型厂估值有所调整；（3）全周成交缩量，资金更多转向分红和现金流较稳定的资产，周四、周五部分宽基 ETF 大幅放量，但资金态度偏向“托而不举”。

- **【中观·景气】9 月出口同比增幅扩大，汽车产销三个月滚动同比降幅扩大。**本周景气改善的领域主要有：1）资源品中煤炭、水泥、部分化工品价格上涨；2）TMT 延续高景气，DDR5 存储器价格继续上涨，集成电路进口、出口金额三个月滚动同比增幅扩大；3）白酒价格指数、肉鸡苗价格上行。**推荐景气较高或有改善的煤炭、化工、半导体、食品饮料、医疗器械、纺织制造等。**

- **【资金·众寡】ETF 加速净流入，融资净流出。**融资资金前四个交易日合计净流出 558.6 亿元；新成立偏股类公募基金 7.1 亿份，较前期下降 4.7 亿份；ETF 净申购，对应净流入 877.0 亿元。融资资金净买入传媒、综合、美容护理等；信息技术 ETF 申购较多，原材料 ETF 赎回较多。

- **【主题·风向】Gemini 重回前沿模型行列。**谷歌新一代旗舰模型 Gemini 4 Argon 在专业知识、Agent 编程及科研等领域表现突出，推动其重回全球前沿模型第一梯队。与此同时，Gemini 4 深化具身智能布局，探索大模型在物理交互场景的应用，进一步拓宽 AI 商业化边界。价格方面，当前谷歌通过具有竞争力的 API 定价吸引开发者及企业客户，头部模型厂商之间的性能与成本竞争进一步加剧。

- **【数据·估值】本周整体 A 股估值水平较上周下行，**万得全 A 指数 PE（TTM）为 15.9，较上周下行 0.6，处于历史估值水平的 52.9%分位数。本周指数估值大多下跌，其中，石油石化、食品饮料、煤炭涨幅居前，电子、建筑材料、机械设备跌幅居前。

- **风险提示：经济数据不及预期，政策理解不全面，海外政策超预期收紧。**

相关报告

《市场反弹之后，后续怎么走？——A 股投资策略周报（1010）》

《长假前后应该持仓还是持币过节？——A 股投资策略周报（0926）》

《变盘节点，积极布局——A 股投资策略周报（0919）》

《宏观压制逐步落地，中期布局机会显现——A 股投资策略周报（0912）》

《海外利率再定价，后续如何布局？——A 股投资策略周报（0905）》

《美债长端压力仍存，关注 A 股结构性机会——A 股投资策略周报（0823）》

《市场分歧加大，布局结构性行情——A 股投资策略周报（0816）》

李昊阳 S1090524120005
lihaoyang1@cmschina.com.cn
涂婧清 S1090520030001
tujingqing@cmschina.com.cn
陈星宇 S1090522070004
chenxingyu@cmschina.com.cn
郭佳宜 S1090525040003
guojiayi@cmschina.com.cn
杨晨 S1090526060002
yangchen4@cmschina.com.cn
王德健 S1090526080002
wangdejian@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

观策·论市——高波动下的攻守之道

美国 9 月通胀数据超预期后，美债利率反而回落，是短期配置买盘增加与 AI 融资叙事冲击共振的结果，高油价和通胀扩散压力下，美债利率可能重回高位震荡。股票市场上，AI 企业收入增速放缓及融资成本上升，引发市场对 AI 资本开支可持续性的担忧，产业叙事面临中期挑战。不过考虑到近期市场表现及 ETF 放量托底稳市，短期或以震荡筑底和结构性机会为主，建议维持均衡配置。未来 3-6 个月行业配置的核心思路在于：高利率阶段关注分子端的优势，其次看筹码结构是否健康；利率转跌优先考虑科技宽度；待后续国内政策接力再进一步向内需扩散。

近期市场快速下跌后，ETF 放量流入为市场托底，从历史规律来看后续反弹概率较大。当前市场资金结构呈现“杠杆资金撤离、ETF 资金承接”的特征。融资资金持续净流出，年内累计净流入转负；ETF 近两周分别净流入 363 亿元、408 亿元。10 月 12 日以来，流入方向转向以沪深 300 为主的宽基 ETF，部分宽基 ETF 出现脉冲式净买入，具有明显的稳市特征。从历史规律看，稳市操作出现后，市场触底反弹的可能性较大，后续一个、两个、五个交易日平均上涨 0.31%、0.49%、0.91%。

短期仍以震荡筑底和结构性机会为主，维持均衡配置。10 月美联储暂停加息是基准情形，高油价和通胀扩散压力下，12 月继续加息概率较高，美债利率进一步下行空间有限，可能重回高位震荡或小幅上行。高利率叠加 AI 企业 ARR 降速，引发融资及资本开支可持续性担忧，对 AI 产业分子端叙事形成挑战，若美债利率因此回落，非 AI 板块将相对占优。配置上控制仓位，维持盈利最硬、筹码干净的科技龙头 + 红利的组合。

美伊局势短期难以明显缓和，冲突持续及外溢风险上升。海峡通航受阻与美国经济封锁相互制约，近期军事摩擦再度升级。后续重点关注中期选举前谈判能否取得实质进展、商船通航情况及美方军事行动。若冲突继续升级，油价高位运行可能进一步抬升通胀压力、压缩海外货币政策宽松空间，并扰动全球风险偏好。

当前外需仍强于内需，经济修复的关键仍在于内需改善及价格传导。全球科技投资需求、价格上行与我国制造业竞争优势共同支撑出口。CPI 在能源、通信工具、旅游价格改善的带动下回升，PPI 在煤炭、石油价格支撑下继续上涨，中下游消费制造的价格传导相对有限，PPI 与 CPI 同比增速差进一步扩大。

高利率提高盈利门槛，行业配置应由“远期空间”转向“当期景气兑现”。资金向盈利和现金流最强的科技龙头集中，三季报期间优先关注 AI 产业链、资源品、中高端制造业等业绩有望高增或改善的方向。但需要注意的是，高景气方向仍面临制裁风险和筹码结构约束，交易热度回落只是筹码消化的一部分，后续需跟踪公募基金的 TMT 持仓及超配比例变化。

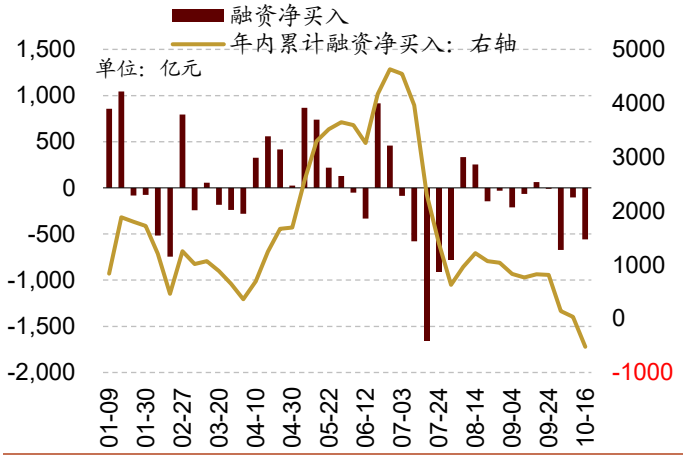
1、市场震荡下跌过程中 ETF 放量托底

美债与美股带来的流动性虹吸，是市场下跌的重要原因。全球资产配置格局正呈现显著的哑铃型结构：一端是收益率接近 6%的美债，以较高的无风险收益率持续吸引避险资金；另一端则是 EPS 增速超过 50%的标普 500，以强劲的盈利增长预期吸引风险偏好资金。在高利率与高成长资产的双重挤压下，全球资产配置的有效前沿趋于收缩，风险收益特征居中的权益资产吸引力下降，流动性持续向哑铃两端集中。映射至中国市场，A 股由于外资参与度相对较低、国内流动性主导特征较强，虽然受到影响但跌幅相对有限；相比之下，港股作为离岸市场，对全球流动性变化及海外风险偏好更为敏感，叠加外资持续流出，市场承压更为显著，主要指数已基本回吐“924”行情以来的涨幅。

从流动性视角来看，近期市场资金面呈现融资资金持续流出、ETF 资金逆势流入的分化格局。一方面，受市场持续调整及风险偏好回落影响，杠杆资金去化趋势明显，融资资金持续净流出，截至 10 月 16 日，年内融资资金累计净流入转负。另一方面，ETF 资金持续净流入，近两周分别流入 408、877 亿元，一定程度上对冲了融资资金净流出。整体来看，当前市场资金结构呈现“杠杆资金撤离、ETF 资金承接”的特征。

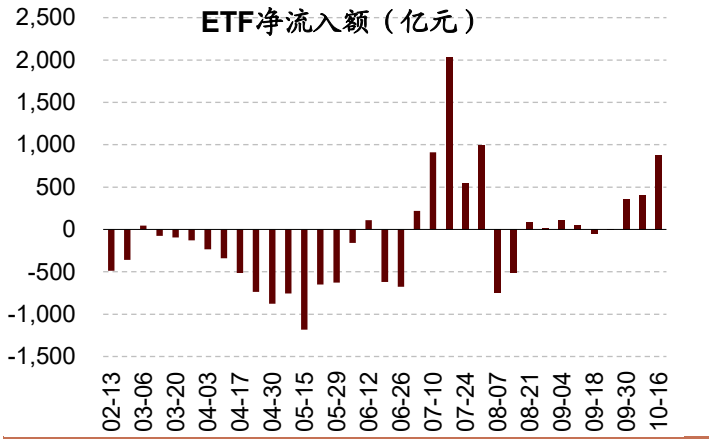
仅供内部参考，请勿外传

图 1：融资资金持续净流出



资料来源：Wind，招商证券

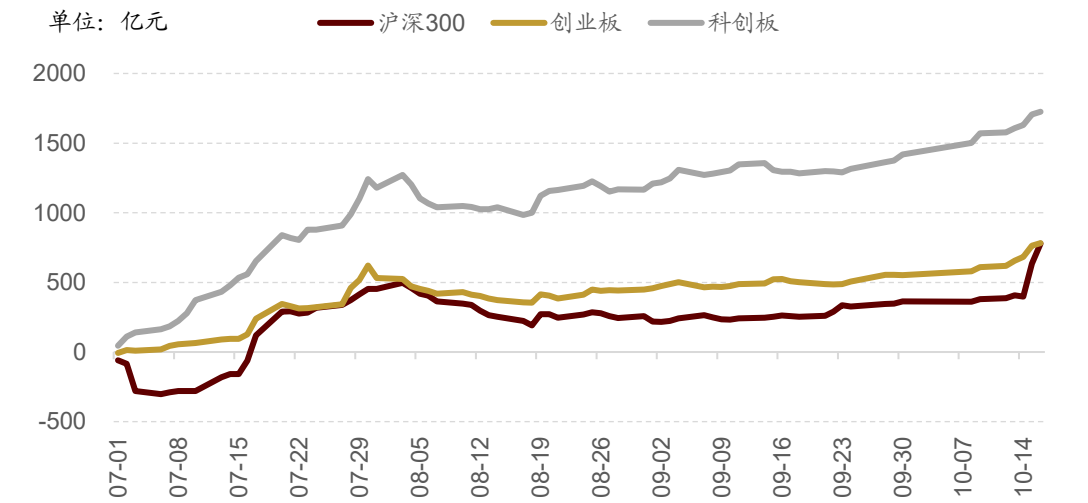
图 2：ETF 持续净流出



资料来源：Wind，招商证券

ETF 流入方向出现转换。7 月以来宽基指数 ETF 流入方向呈现三个阶段：第一阶段（7.1-7.30）：沪深 300 与双创同向流入，宽基 ETF 流入对冲了融资资金的净流入；第二阶段（8.1-10.9）：在科技板块震荡下行的背景下，双创 ETF 逆势净流入，为市场带来增量资金；第三阶段（10.12 至今）：指数承压，沪深 300 为主的宽基 ETF 大幅净流入。

图 3：7 月以来主要宽基 ETF 流入情况

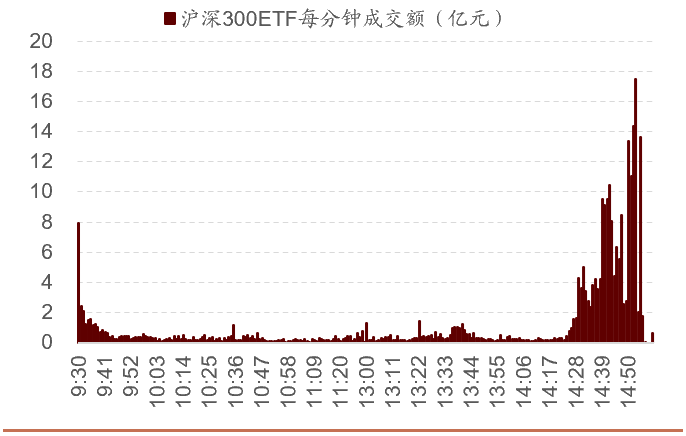


资料来源：Wind，招商证券

近期部分宽基 ETF 出现脉冲式净买入。近期市场波动加大时，重要机构投资者重仓的 ETF 出现脉冲式成交，以沪深 300 ETF 为例，在 10 月 15 日下午大幅放量，最终全天净流入 237 亿元；并且在 10 月 16 日下午再次放量，全天净流入 144 亿元。从历史规律来看，这类成交额显著放量往往意味着稳市操作。

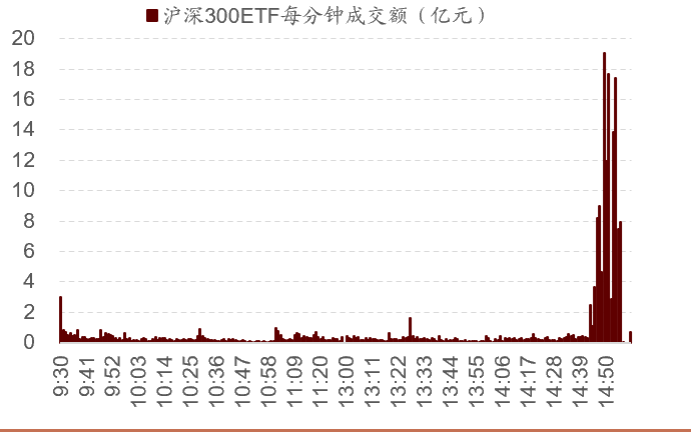
仅供内部参考，请勿外传

图 4：10 月 15 日沪深 300 ETF 尾盘出现放量



资料来源：Wind，招商证券

图 5：10 月 16 日沪深 300 ETF 尾盘出现放量



资料来源：Wind，招商证券

ETF 放量流入，往往对应着市场反弹。若将上证指数单日最大跌幅超 1%，且 ETF 单日净流入大于 250 亿作为重要机构投资者介入稳市的标准，2024 年 9 月 24 日以来共出现过 12 次。稳市操作出现后，市场触底反弹的可能性较大，后续一个、两个、五个交易日平均上涨 0.31%、0.49%、0.91%。

表 1：2024 年 9 月 24 以来上证指数大跌且 ETF 放量，往往对应着市场反弹

日期	ETF净流入	日内上证最大跌幅	后一日上证涨跌幅	后两日上证涨跌幅	后五日上证涨跌幅
2026-07-17	742.75	-3.53%	0.85%	2.66%	1.33%
2025-04-07	663.54	-9.02%	1.58%	2.91%	5.37%
2026-07-13	579.09	-2.39%	1.36%	1.07%	-3.00%
2026-08-19	517.40	-2.77%	0.24%	0.28%	0.46%
2026-07-30	399.28	-1.59%	0.72%	0.13%	2.51%
2026-07-16	374.85	-2.22%	-3.05%	-2.22%	-0.15%
2025-11-21	357.06	-2.45%	0.05%	0.92%	1.40%
2026-07-02	340.53	-2.27%	0.37%	0.31%	0.19%
2025-04-16	291.06	-1.04%	0.13%	0.02%	0.62%
2026-06-08	284.20	-2.48%	1.28%	0.86%	3.46%
2025-10-10	275.18	-1.21%	-0.19%	-0.82%	-1.47%
2026-07-28	270.90	-1.58%	0.40%	-0.23%	0.24%
平均涨跌幅			0.31%	0.49%	0.91%

资料来源：Wind，招商证券

2、海外 AI 商业化预期降温，基础设施融资风险受到关注

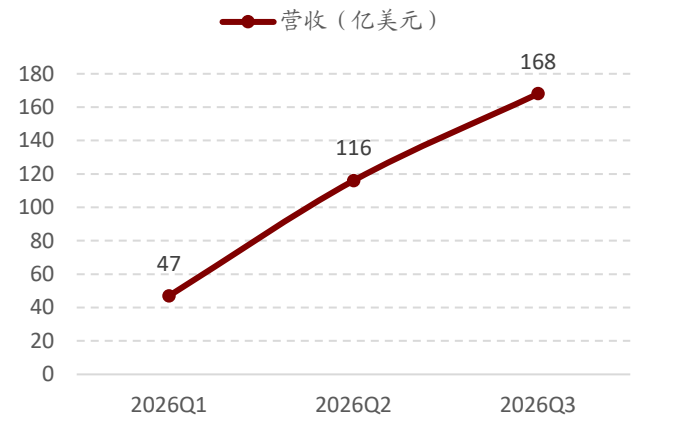
近期海外 AI 市场的主要担忧集中在商业化增长与资本开支扩张之间的匹配程度。 Anthropic 收入增速放缓，引发投资者对大模型企业增长空间及估值水平的重新审视。与此同时，科技巨头通过特殊目的载体（SPV）、长期租赁等方式加快数据中心建设，积累了较大规模的未来支付承诺。CoreWeave 债券收益率及 CDS 利差快速上行，则进一步凸显高资本开支、高杠杆模式下的融资压力。我们认为，上述变化表明，市场对 AI 产业的关注正更多转向收入兑现能力，以及经营现金流能否支撑持续扩张。

➢ Anthropic 收入增速放缓，大模型商业化与估值预期受到挑战

Anthropic 收入仍保持较快增长，但增长速度与市场此前的高预期出现差距。公司在投资者会议上披露，2026 年第三季度收入达到 168 亿美元，环比增长约 45%，较第二季度超过翻倍的增速明显放缓。市场预期公司近期年化收入运行率（ARR）约为 700 亿—740 亿美元，规模持续扩大，但增速有所放缓。ARR 增长放缓进一步加剧市场对 AI 商业化扩张速度及未来收入增长持续性的担忧。随着收入增长预期调整，部分投资者开始讨论约 1.5 万亿美元的 IPO 估值，低于此前约 2 万亿美元的预期，显示高估值对增长兑现的要求正在提高。

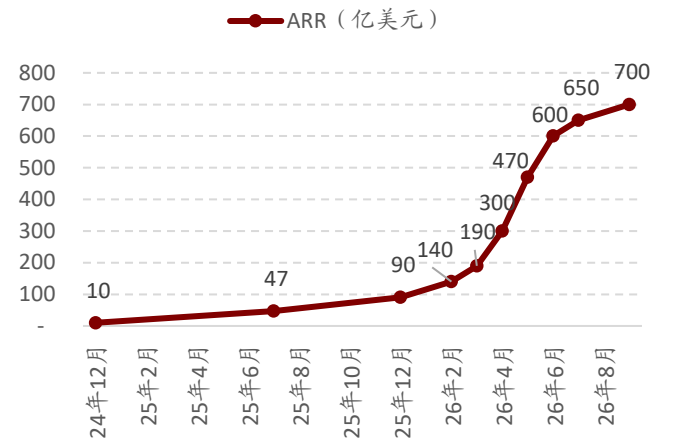
仅供内部参考，请勿外传

图 6：Anthropic 季度营收持续增长，但环比增速放缓



资料来源：Bloomberg、招商证券

图 7：美 Anthropic ARR 持续增长，但近期增速明显放缓



资料来源：Anthropic，Reuters，Bloomberg、招商证券

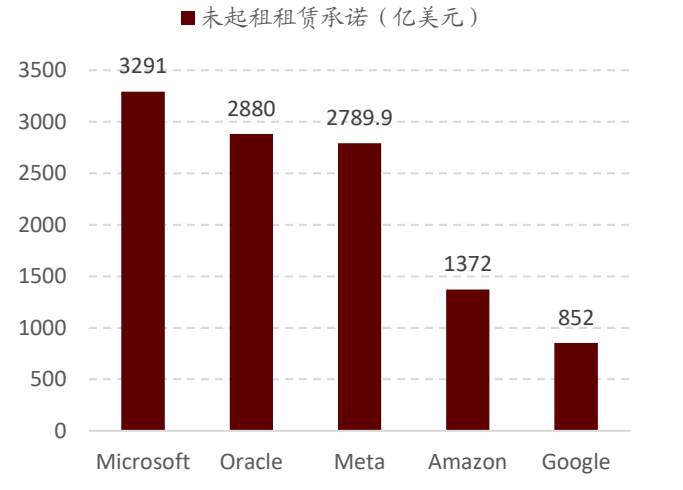
头部模型厂商增长预期的调整，可能沿融资与算力采购链条向基础设施环节传导。 Anthropic 作为头部大模型企业，其商业化表现也是投资者判断行业需求空间的重要参照。若收入增速持续低于预期，其他模型企业的估值与融资预期也可能受到影响。考虑到模型训练及推理服务需要持续投入算力，若融资规模收缩、资金成本上升，企业可能重新评估算力采购和租赁计划，进而影响云服务及算力租赁厂商的订单增长。后续需要关注终端付费需求能否持续扩大，以及收入增长能否支撑已承诺的算力投入。

➢ AI 基础设施表外融资扩张，长期支付承诺增加资金压力

科技巨头尚未起租的租赁承诺规模庞大，未来资金支出的刚性受到关注。根据各公司披露，微软截至 2026 年 6 月底尚未起租的租赁承诺达到 3,291 亿美元，Meta 同期达到 2,789.9 亿美元，Oracle 截至 2026 年 8 月底达到 2,880 亿美元。这些安排大多与数据中心建设有关，将随项目交付和租赁启动逐步形成支付义务。虽然相关承诺分布于未来多个年度，但其规模意味着企业已提前锁定较大部分基础设施支出，对未来现金流形成持续要求。

SPV 融资能够支持项目建设，但企业仍可能通过租赁及担保安排承担较大的经济责任。以 Meta 的 Hyperion 数据中心为例，Blue Owl 关联主体通过 Beignet Investor 发行约 273 亿美元债券，为项目提供融资。Blue Owl 旗下基金与 Meta 分别持有合资项目 80%和 20%的权益，Meta 则通过租赁安排使用建成后的设施，并提供附条件的资产残值担保。当租约不续签或提前终止且满足约定条件时，Meta 可能需要承担相应补偿责任。

图 8：美国科技巨头尚未起租租赁承诺规模庞大



资料来源：Bloomberg，招商证券

图 9：Meta 通过 SPV 融资建设 AI 数据中心



资料来源：Meta，S&P Global Ratings，招商证券

相关风险主要取决于长期支付义务与实际业务回报能否匹配。若未来 AI 应用收入及算力利用率低于预期，数据中心租金、项目运营及融资支出仍需持续支付，企业调整支出的空间可能受到合同约束。我们认为，评估 AI 基础设施投

仅供内部参考，请勿外传

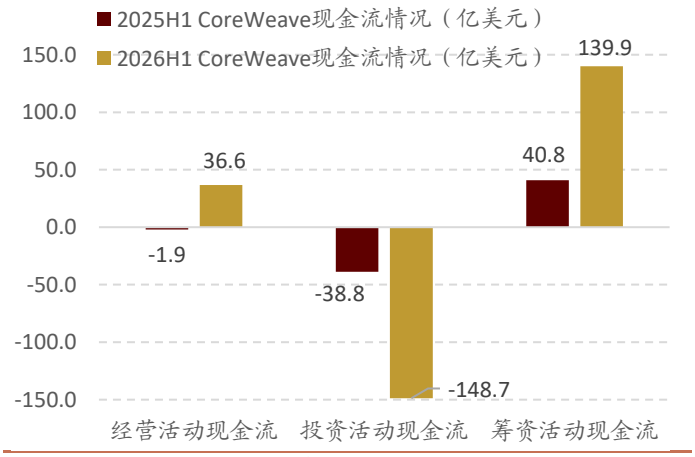
入时，需要结合已确认债务、尚未起租的租赁承诺及潜在担保责任，观察未来资金需求，尤其关注基础设施合同期限与下游客户订单期限之间的匹配情况。

➢ CoreWeave 外部融资依赖较高，债券收益率及 CDS 利差上行凸显信用担忧

CoreWeave 经营现金流有所改善，但仍难以覆盖快速扩大的投资支出。2026 年上半年，公司经营活动现金流净流入 36.6 亿美元，较 2025 年同期净流出 1.9 亿美元明显改善。同期，投资活动现金流净流出由 38.8 亿美元扩大至 148.7 亿美元，经营与投资活动合计形成约 112.1 亿美元的净现金流缺口。公司同期筹资活动现金流净流入 139.9 亿美元，显示其扩张仍较大程度依赖债务和股权融资。

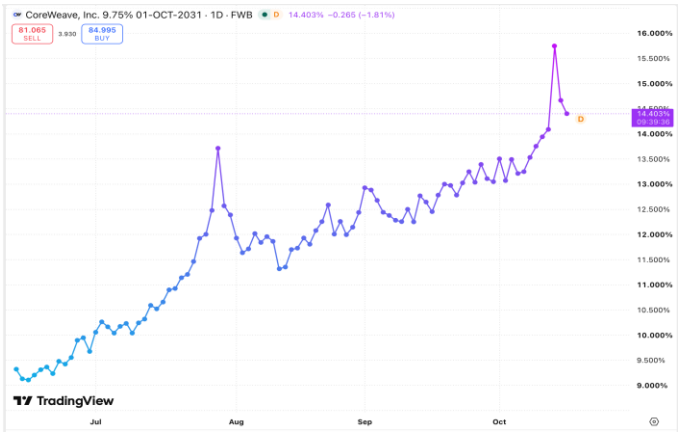
债券收益率及 CDS 利差快速上行，反映市场对公司信用风险的担忧升温。近期 CoreWeave 部分 2031 年到期美元债券收益率升至约 15%，一度接近或超过 16%，债券价格明显承压。收益率变化受到无风险利率、流动性及信用风险等多重因素影响，但此次大幅波动反映出市场对公司债务负担和未来融资能力的担忧。与此同时，CoreWeave 五年期信用违约互换（CDS）利差已突破 1,100 个基点，债务违约保护成本显著上升，市场对其信用风险的担忧进一步加剧。

图 10：CoreWeave 投资现金流出大幅扩大



资料来源：CoreWeave，招商证券

图 11：CoreWeave 美元债收益率快速上行



资料来源：TradingView，招商证券

高资本开支模式下，融资条件变化可能进一步影响企业扩张能力。对于需要持续采购 GPU、建设及租用数据中心的算力服务商，若后续融资成本抬升，新增项目需要实现更高的利用率和现金回报，才能覆盖资金成本。若下游模型厂商同时面临商业化增长或融资压力，算力租赁企业还可能承受订单兑现放缓与资金供给收紧的双重影响。后续应重点跟踪经营现金流对投资支出的覆盖程度、客户合同兑现情况及债务到期安排，以判断扩张模式的可持续性。

3、美国通胀超预期后的政策选择与市场影响

10 月 14 日美国公布数据显示，9 月美国核心 CPI 超预期。具体来看，9 月美国 CPI 同比 3.7%，高于前值（3.4%）和市场预期（3.6%），环比上涨 0.6%，与预期基本持平，高于前值的 0.4%。核心 CPI 同比 2.6%，高于前值（2.4%）和市场预期（2.5%），核心 CPI 环比 0.3%，高于市场预期的 0.2%，持平于前值。

从结构上来看，通胀扩散压力增大。汽油价格环比上涨 9.1%，贡献了整体 CPI 月度涨幅的一半以上，是本次通胀回升的主要推动力。与此同时，价格压力也体现在核心服务和商品领域。核心服务环比上涨 0.4%，高于前期的 0.3%，其中，居住成本环比上涨 0.4%，高于上月的 0.3%，并且交通服务、医疗服务等也都一定程度推升通胀，显示核心服务的通胀粘性仍在。剔除能源的核心商品价格上涨 0.3%，较前期的 0.1%也有扩大，其中二手车环比 0.7%，已经连续三个月走强。

仅供内部参考，请勿外传

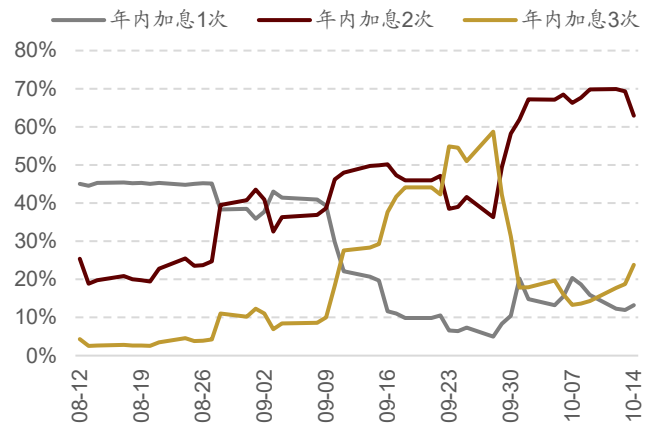
表 2：9 月美国 CPI 数据及分项数据

支出类别	权重(%)	市场预期值(%)	季调 同比（%）			市场预期值(%)	季调 环比（%）		
			2026-09	2026-08	2026-07		2026-09	2026-08	2026-07
CPI	100	3.6	3.7	3.4	3.3	0.6	0.6	0.4	0.1
核心CPI	79.1	2.5	2.6	2.4	2.5	0.2	0.3	0.3	0.2
超级核心CPI(不含二手车、房租)	41.1		2.3	2.3	2.2		0.3	0.3	0.3
食品	13.5		2.4	2.6	2.9		0	0.1	0.1
能源	7.4		20.4	16	14.4		5.2	2.1	-1.5
能源商品	4.1		35.3	28	24.7		9.3	4.2	-2.9
燃油	0.1		74.2	52	39.1		15.3	10.1	-1.7
车用燃油	4		34.9	27.9	24.8		9.3	4.1	-3
汽油	3.9		34.2	27.4	24.6		9.1	3.9	-2.9
能源服务	3.3		4.6	4	4.3		0.1	-0.4	0.3
电力	2.5		4.4	3.8	4.2		0.2	-0.2	0.1
公用燃气	0.7		5	4.4	4.3		-0.3	-1.1	0.7
核心商品	18.8		0.7	0.7	0.8		0.3	0.1	0.2
家具	3.3		0.2	0.6	0.8		-0.2	0	0.1
服装	2.4		3.4	3.6	3.9		0.3	0	0.1
新车	3.7		0.6	0.6	0.5		0.2	0.3	0.1
二手车	2.7		-1.5	-2.3	-1.9		0.7	0.4	0.4
医疗保健商品	1.4		-3.3	-2.7	-2.7		-0.7	-0.2	-0.6
酒精饮料	0.8		1.4	1.6	2.1		0	0.1	0.2
烟草	0.8		6.4	6.3	6.7		0.7	0.6	0.5
核心服务	60.2		3.2	3	3		0.4	0.3	0.2
住房	35.3		3.2	3	3.2		0.4	0.3	0.1
主要住所租金	7.7		2.8	2.7	2.9		0.2	0.2	0.3
业主等值房租	25.9		3.3	3.1	3.2		0.3	0.2	0.3
医疗服务	6.8		2.5	2.5	2.7		0.3	-0.2	0.6
交通服务	6.3		2.7	2.4	2.9		0.6	0.5	0.3
机动车维护与修理	1.1		5.8	5.2	6.6		0.7	1.1	0.6
机动车保险	2.5		-5	-5.1	-4.5		0.1	-0.8	-0.3
机票	1		22.4	23.4	25.5		1.2	2.7	2.2
娱乐服务	3.2		2.3	2.4	2.2		0.3	0	0
教育与通信服务	4.9		3.1	3.1	1.3		0	1.8	0.5

资料来源：同花顺、招商证券

受此影响，市场对 10 月美联储加息预期升温，从数据前的 20%左右升至数据公布后的 50%左右，不过随后市场又重新降低了对 10 月的加息预期，但对 12 月加息甚至更大幅度加息的定价提升。截至目前，市场对 10 月加息预期为 29.3%，12 月加息预期达到 86.8%，其中加息 50bp 的预期达到 23.8%。

图 12：12 月加息 50bp 的预期提升



资料来源：CME、招商证券

图 13：10 月加息预期骤升后回落至 29.3%

Meeting Date	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/10/28	70.70%	29.30%	0.00%	0.00%	0.00%
2026/12/9	13.20%	62.90%	23.80%	0.00%	0.00%
2027/1/27	8.40%	44.70%	38.20%	8.80%	0.00%
2027/3/17	3.20%	22.20%	42.20%	27.00%	5.40%
2027/4/28	2.20%	16.10%	35.80%	31.90%	12.30%
2027/6/9	1.40%	11.50%	29.30%	33.20%	18.80%
2027/7/28	1.30%	10.60%	27.70%	32.80%	20.10%
2027/9/15	1.20%	9.70%	26.10%	32.30%	21.20%
2027/10/27	1.30%	9.90%	26.20%	32.20%	21.10%
2027/12/8	2.00%	11.30%	26.70%	31.30%	20.00%

资料来源：CME、招商证券

对应到资产端的表现来看，美债利率在数据公布后快速冲高后回落，而美股市场则表现疲软收跌，究其原因，预期修正、避险买盘力量增加以及 AI 融资担忧等因素共同推动了美债利率的回落，但 AI 融资担忧对股票分子端构成压力。

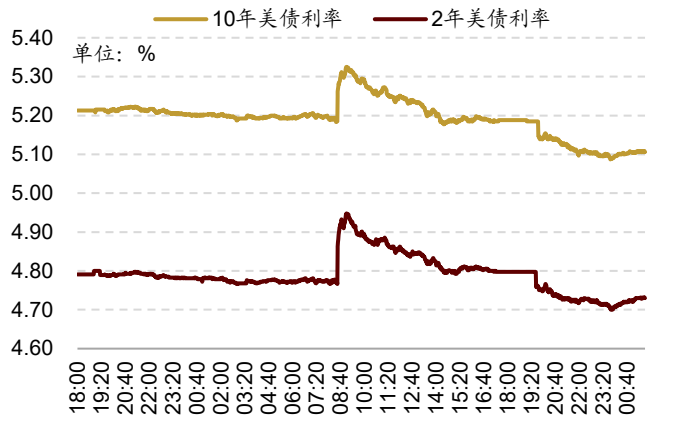
第一，美债利率冲高在定价通胀超预期后市场对美联储加息预期升温，但考虑到偏弱的就业数据以及已经收紧的金融条件，10 月加息并非板上钉钉，美联储有一定观察空间，并且近期美联储官员多次发表 10 月不急于加息的观点，且当前处于中选前的敏感窗口，因此 10 月不加息概率仍大，市场对短期加息预期修正，推动美债利率回落。

第二，股市大跌、避险情绪明显升温的情况下，长久期资金部分回流美国债券避险，带动了美债利率的下行。

仅供内部参考，请勿外传

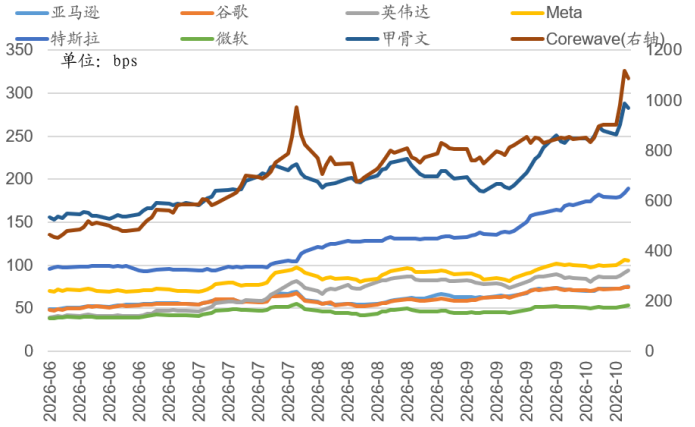
第三，美债利率高企叠加 AI 企业的 ARR 降速，引发市场对未来 AI 产业链融资及资本开支可持续性的担忧，这会压低美债利率（对美债的挤出效应减弱），但却构成科技股分子端叙事的利空。其一，Anthropic 第三季度营收达到 168 亿美元，季度环比增长约 45%，尽管绝对增速仍高，但相比二季度约 147%的增速已经明显放缓，在高利率环境下，市场关注点逐渐由收入高速扩张转向增长可持续性与盈利质量，ARR 放缓使得市场对未来资本开支可持续担忧加剧。其二，伴随着利率上行，新兴云服务商 CoreWeave2032 年到期的无担保债券收益率升破 15% ，5 年期 CDS 利差从 10 月 13 日的 982bp 快速走阔至 10 月 14 日的 1118bp，单日大幅上行 136bp，体现出高利率环境下 AI 产业链外部融资的脆弱性，进一步增大了市场对 AI 产业链高杠杆、高资本开支模式可持续性的质疑。

图 14：美债利率快速冲高后回落



资料来源：Wind、招商证券

图 15：M7 中除特斯拉外其他公司的 CDS 基本稳定，而甲骨文、CoreWeave 等公司 CDS 利差快速走高



资料来源：Bloomberg、招商证券

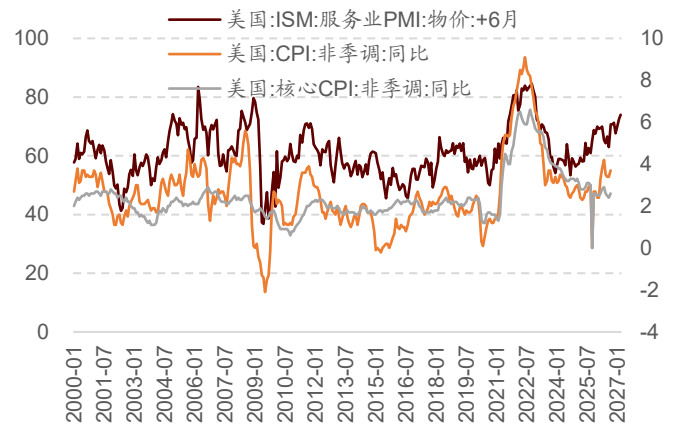
往后去看，10 月美联储暂停加息是基准情形，但在高油价、通胀扩散压力下，12 月继续加息概率较高。近期多位美联储官员多次传递出 10 月美联储可能观望的信号，且 10 月 16 日沃什在 IMF 和世界银行秋季年会上，并没有对通胀数据做出鹰派回应，只是强调，美联储已经明确表示将确保价格稳定，但他并不认同提前对未来议息会议作出判断。在此情况下，综合考虑中期选举以及美联储此前加息的预防性，预计 10 月美联储大概率顺应市场预期保持按兵不动。但 10 月过后，由于当前油价依然在高位，且随着油运受阻和石油储备量的下降，油价上行压力仍大，并且 ISM 对 CPI 的领先效果显示未来美国通胀大概率继续上行，因此只要中东局势没看到明显缓解，12 月美联储将继续加息。

图 16：多位美联储官员表示 10 月议息会议可灵活安排

日期	美联储官员	讲话内容
2026/10/8	美联储理事沃勒	若经济数据继续符合预期，预计需要进一步加息，推动通胀及时回到2%。加息时间可以灵活安排，无须连续每次会议都加息，但应在合理期限内完成必要调整。
2026/10/8	圣路易斯联储主席穆萨莱姆	若要使通胀在大约18个月内回到2%，未来6—9个月内需要进一步提高利率。对10月会议保持开放态度，尚未预判是否加息。
2026/10/13	纽约联储主席威廉姆斯	维持2026年可能还需加息一次的判断，目前没有理由认为2027年需要进一步加息，但后续数据可能改变这一看法。
2026/10/14	美联储负责监管的副主席鲍曼	目前没有进一步采取利率行动的紧迫性。9月加息后，有时间观察金融市场及经济如何演变，再决定是否需继续调整政策。
2026/10/14	旧金山联储主席戴利	进一步加息的可能性较大，具体时间仍在讨论。最新CPI显示通胀风险上升，但仍有时间获取更多信息，没有必要急于在信息有限时作出决定。
2026/10/15	克利夫兰联储主席哈玛克	若公众对持续高通胀形成惯性认知、通胀预期明显恶化，美联储可能需要更大力度加息。认为当前金融条件大致中性，、未明确下一次加息时间。
2026/10/16	美联储主席沃什（IMF与世界银行年会）	重申物价稳定承诺，称9月加息撤去了部分宽松；对是否及何时继续加息未给出指引。认为美国经济保持韧性，投资扩张已超出AI领域，全球多数央行正在同步收紧政策。认为AI将深刻改变经济，需求侧影响将先于供给侧显现，短期就业影响仍不

资料来源：Wind、招商证券

图 17：ISM 显示未来通胀上行压力犹存



资料来源：Wind、招商证券

在此路径下，美债利率在经历近两周的回落后进一步下行空间已经有限，可能重回高位震荡或温和上行，真正的趋势性回落需要等到美伊局势出现实质性缓和或者市场提前交易美联储加息结束。

对用到股票市场上，短期仍以震荡筑底和结构性机会为主，维持“盈利最硬、筹码干净的科技龙头+红利”的均衡配置，控制仓位。不过也需要注意的是，如果是 AI 融资担忧驱动的美债利率阶段性回落，则非 AI 板块将明显占优。

仅供内部参考，请勿外传

中期维度上，

- **如果美债利率进一步上行，而 AI 产业的 ARR 降速，则资本回报率与加权平均资本成本之间的利差就会逐渐收窄，将迫使企业不得不放缓融资和资本开支，对 AI 产业叙事形成挑战。极端情况下，如果信用风险从个别主体向全 AI 产业链传导和扩散，则会引发 AI 领域的信用风险危机。**
- **待通胀预期明显放缓、美债利率从高位趋势性回落，市场将从"权重上行阶段"逐渐扩散到"宽度上行阶段"。美股纳斯达克和 M7 仍有不错表现，但 Russell2000、小盘成长、韩国科技、港股成长等资产可能具有更大弹性。**

表 3：美债利率的三种情景及其对股票市场影响

情景	10Y 走势	美股结构	纳斯达克	A 股/新兴市场
高位震荡或温和上行	当前涨势钝化继续，高位维持或缓慢抬升	M7 继续抱团，市场宽度偏弱	相对较优，绝对收益	外部金融条件偏紧，局部 AI 有相对收益
加速冲顶	重新突破并再次快速上行	风险资产普遍承压	可能出现明显调整	高 Beta 资产同步承压
高位回落	当前区域形成顶部并进入持续回落	从权重抱团向宽度修复扩散	继续上涨，但相对优势下降	韩国、港股弹性更大；A 股仍需国内催化

资料来源：Wind，招商证券

美伊方面，近期谈判取得突破的难度有所增加。9 月下旬，美伊在卡塔尔等国斡旋下重启间接接触，双方围绕重开霍尔木兹海峡、解除美国对伊封锁及结束军事冲突讨论分阶段协议。9 月 26 日，特朗普宣布拒绝伊朗提出的七日开放海峡方案；10 月 11 日，伊朗最高国家安全委员会秘书雷扎伊表示，美方回应未能充分满足伊方提出的七项条件，双方在海峡通航、经济封锁及核问题等核心议题上仍存在分歧。**考虑到 11 月 3 日美国中期选举临近，持续冲突推高能源价格和国内通胀，可能约束美国短期进一步扩大军事行动的意愿。不过，谈判尚未形成实质性协议，美方仍维持对伊朗港口的海上封锁，短期局势难以明显缓和。**

近期霍尔木兹海峡军事摩擦再度升级，国际油价明显反弹，地缘冲突对市场的影响重新加大。10 月 14 日，伊朗方面表示正在调整针对霍尔木兹海峡船舶的行动方式，近期商船遇袭事件明显增加；与此同时，也门胡塞武装对沙特能源及交通基础设施发动袭击，进一步加剧市场对中东原油供应的担忧。10 月 16 日，特朗普表示不排除打击伊朗核设施相关目标，同日布伦特原油期货收于 109.86 美元/桶，单日上涨 3.7%，创 5 月以来新高，WTI 原油收于 101.41 美元/桶。我们认为，美伊短期仍存在通过谈判控制冲突规模的可能，但海峡通航受阻与美国经济封锁相互制约，冲突持续时间及外溢风险均有所上升。**后续重点关注美伊谈判能否在中期选举前取得实质进展、霍尔木兹海峡商船通航情况以及美国对伊朗的军事行动安排。若冲突继续升级，油价高位运行可能进一步抬升全球通胀压力，压缩海外货币政策宽松空间，并对全球风险偏好形成扰动。**

表 4：美伊冲突进展

时间	事件	主要内容
09-24	美伊讨论分阶段协议	据路透社报道，美伊代表在纽约讨论分阶段结束冲突的方案，包括伊朗逐步开放霍尔木兹海峡、美国解除对伊朗的经济封锁。
09-26	美国拒绝伊朗停战方案	特朗普表示已拒绝伊朗通过卡塔尔调解方提出的方案。伊方原提议在满足相关条件后七日内恢复海峡通航并停止地区敌对行动。
10-11	伊朗认为美方回应不足	伊朗最高国家安全委员会秘书雷扎伊表示，美方对伊朗七项条件的回应不足，部分条件尚不明确。在相关条件得到满足前，伊朗不会恢复正常海峡通航或继续相关谈判。
10-13	美国继续实施海上封锁	美军中央司令部披露，自 7 月中旬重新实施封锁以来，美军已迫使 135 艘船舶返航，并使 4 艘商船失去航行能力。
10-14	伊朗调整海峡袭船策略	据路透社报道，伊朗方面调整针对霍尔木兹海峡商船的行动方式，近期船舶遇袭事件明显增加，袭击风险扩展至阿曼湾等周边海域。
10-14	沙特能源设施遇袭，油价上涨	胡塞武装袭击沙特阿美在达兰的行政大楼，造成有限火情。布伦特原油期货上涨 0.35%，收于 106.06 美元/桶。
10-16	美国再次释放军事威胁	特朗普表示可能打击伊朗与核计划有关的深层地下设施，同时表示不考虑使用核武器或派遣美国地面部队。
10-16	沙特重要港口面临导弹威胁	沙特领导的联军称拦截一枚射向延布港的弹道导弹。该港是沙特绕开霍尔木兹海峡向国际市场出口原油的重要通道，初步未报告相关设施受损。

资料来源：路透社、新浪财经、招商证券

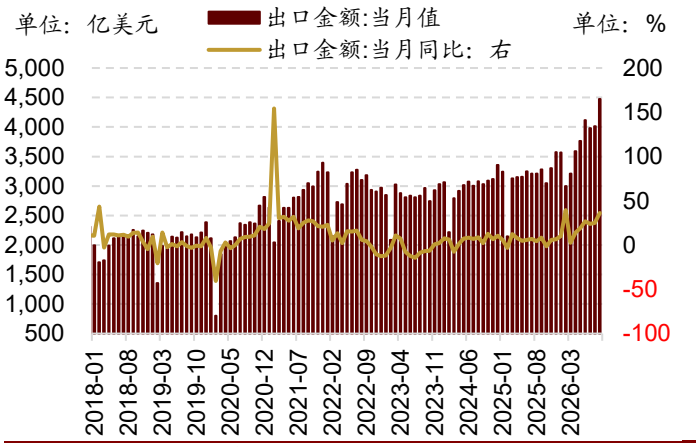
仅供内部参考，请勿外传

4、当前外需延续强势，PPI 与 CPI 增速差进一步扩大

9 月以美元计价出口金额当月同比 36.3%（前值为 25.0%），环比上行 11.4%；进口金额同比增幅扩大至 31.0%（前值为 28.2%），环比上行 11.1%。从三个月滚动增速来看，出口三个月滚动同比增速由前值的 25.3%扩大至 28.4%，进口三个月滚动同比收窄至 28.9%。贸易顺差扩大至 1335.3 亿美元，出口延续较强增长态势，对经济增长形成支撑。

整体上看，全球科技投资需求、价格上行与我国制造业竞争优势共同支撑出口，美国消费补库、节前消费补库也有一定影响。海外方面，AI 及相关设备投资带动投资品需求增长，为我国电子产品、机械设备等出口提供需求支撑，美国消费补库、对欧汽车抢出口贡献增量。**国内方面，**9 月制造业 PMI 回升至 50.1，生产指数升至 51.7，采购了指数升至 51.0，工业生产扩张带动原材料和中间品采购需求。此外，国际大宗商品价格上涨对进口金额形成一定支撑。

图 18：9 月出口同比增幅扩大至 36.3%



资料来源：Wind、招商证券

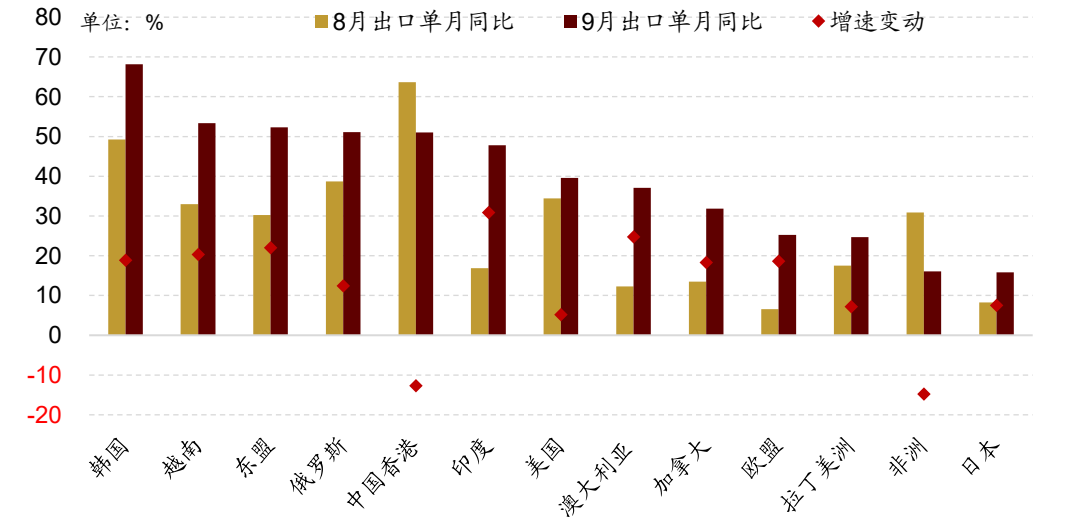
图 19：出口三个月滚动同比增幅扩大



资料来源：Wind、招商证券

出口国别地区方面，9 月对主要出口目的地的出口同比增速多数改善，对非洲、东盟等新兴市场保持较高增长，对美国、欧盟出口进一步改善。**具体来看，**对非洲、东盟、印度出口同比分别增长 68.16%、52.26%、47.81%，较 8 月分别加快 18.90、22.05、30.92 个百分点；对越南出口同比增长 53.31%，加快 20.36 个百分点；对俄罗斯、拉丁美洲出口同比分别增长 51.07%、24.70%，加快 12.41、7.20 个百分点；发达国家和地区中，对美国、欧盟出口同比分别增长 39.56%、25.25%，分别加快 5.17、18.64 个百分点；对澳大利亚、加拿大、日本、韩国出口同比增幅分别扩大至 37.09%、31.85%、15.81%和 68.16%，相比之下，对中国香港出口增速回落 12.64 个百分点至 51.02%。

图 20：9 月对主要出口目的地的出口同比增速多数改善



资料来源：Wind、招商证券

细分行业方面，9 月我国玩具、服装、箱包、家具等传统消费品出口明显回暖，集成电路、自动数据处理设备、汽车等优势制造领域保持较快增长仍是核心驱动，农产品、手机、钢材出口有所下滑。具体来看，**传统消费品中，**纺织品、

仅供内部参考，请勿外传

服装、箱包出口同比增幅分别扩大至 19.0%、23.8%和 22.5%，玩具、家具、塑料制品分别增长 40.8%、22.0%和 29.2%，或受益于海外年末节庆备货需求和消费品补库。**优势制造领域中，**全球 AI 投资支撑领域延续高景气，集成电路、自动数据处理设备及其零部件出口同比分别增长 136.0%和 92.9%，TMT 产品出口占比预计进一步提升；汽车包括底盘、家用电器依托产品竞争力和供应链优势，出口同比增幅分别扩大至 62.0%和 31.7%，通用机械、医疗仪器及器械分别增长 15.5%和 23.2%。而农产品、手机、钢材出口同比分别增长 10.7%、14.2%和 8.6%，增幅分别收窄 2.5、15.4 和 1.9 个百分点。

表 5：9 月我国出口优势商品保持较快增长

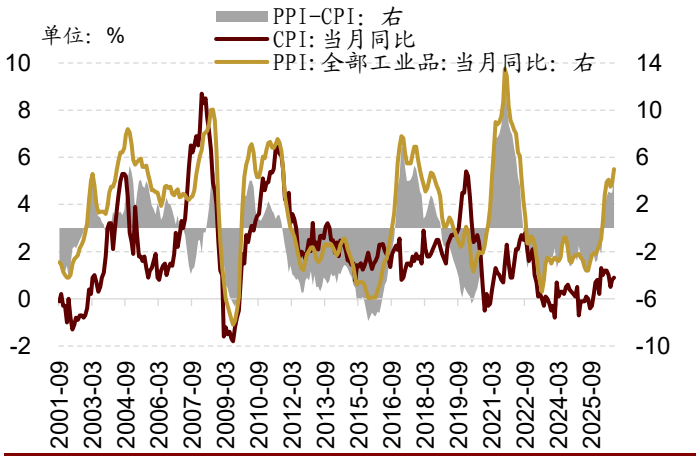
分类	细分领域	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-06	2026-07	2026-08	2026-09	边际变化	走势
农产品	农产品	-3.9	4.5	-1.3	2.3	0.3	2.7	26.9	-6.1	3.8	5.2	19.7	9.2	13.2	10.7	↓	
劳动密集型产品	纺织纱线、织物及	1.4	6.4	-9.1	1.0	-4.2	-5.4	83.0	-28.5	1.0	-0.3	12.2	6.4	2.4	19.0	↑	
	箱包及类似容器	-14.9	-12.3	-25.7	-19.5	-13.1	-4.3	68.1	-34.5	-11.4	-4.9	1.7	7.3	11.1	22.5	↑	
	服装及衣着附件	-10.1	-8.0	-16.0	-10.9	-10.2	-7.6	64.5	-29.4	-2.2	-4.1	3.2	8.5	12.3	23.8	↑	
	玩具	-21.0	-28.0	-31.0	-25.6	-19.5	-12.9	32.3	-41.9	-12.4	-7.0	-6.4	-1.7	15.3	40.8	↑	
	家具及其零件	-3.2	0.4	-12.7	-8.8	-8.7	4.9	67.8	-33.5	-3.6	1.9	9.0	11.2	11.8	22.0	↑	
	塑料制品	0.8	3.8	-9.8	-3.5	-2.5	6.1	64.8	-21.8	8.0	12.7	17.4	16.4	15.2	29.2	↑	
高新技术及机电产品	高新技术产品	8.9	11.5	1.8	7.7	16.6	24.0	30.2	31.4	39.2	50.9	52.2	52.7	56.9	63.6	↑	
	机电产品	7.6	12.6	1.2	9.7	12.1	15.5	43.7	11.2	20.3	27.4	34.2	33.8	32.8	43.7	↑	
	通用机械设备	4.3	24.8	-9.1	4.5	3.4	-1.6	54.4	-15.0	-3.4	2.3	15.2	31.4	15.2	15.5	↑	
	家用电器	-6.6	-9.7	-13.6	-5.8	-6.9	0.0	28.5	-15.2	7.1	9.4	15.3	6.6	10.8	31.7	↑	
	集成电路	32.8	32.7	26.9	34.2	47.7	78.4	66.5	84.9	99.6	110.9	121.9	116.6	129.8	136.0	↑	
	印刷电路	26.5	32.8	23.3	29.4	38.5	35.5	19.8	40.3	29.0	30.0	46.0	37.6	44.4			
	手机	-18.9	-1.9	-16.6	-12.6	10.6	-2.5	-15.5	2.4	11.0	44.3	27.5	26.6	29.6	14.2	↓	
	自动数据处理设备	-3.0	-0.3	-10.0	-7.0	6.0	17.4	23.9	37.1	47.3	66.1	53.1	67.4	76.5	92.9	↑	
	汽车包括底盘	17.3	10.9	34.0	53.0	71.7	56.1	81.3	43.9	44.2	39.3	69.6	60.4	43.0	62.0	↑	
	医疗仪器及器械	6.1	8.8	-1.0	9.7	2.0	5.7	45.7	-4.5	14.8	17.2	16.9	13.0	13.0	23.2	↑	
大宗商品	贵金属或包贵金属	2.4	34.0	21.3	30.1	38.9	64.4	21.5	1.1	22.2	5.5	11.0	11.3	15.5			
	钢材	-7.5	-2.7	-14.4	4.3	7.8	-20.4	4.8	-13.7	-8.2	-2.3	10.3	4.9	10.5	8.6	↓	
	稀土及其制品	25.3	30.6	22.6	34.9	28.1	2.3	34.2	15.6	141.7	281.2	113.3	21.5	6.2			
	合成有机染料	-10.0	14.0	-10.4	-1.3	-12.5	-1.5	13.1	11.3	13.0	3.8	11.8	8.5	7.7			
	基本有机化学品	-3.0	11.2	-0.5	10.7	6.6	3.2	7.9	18.2	36.4	52.3	59.3	30.3	23.2			

资料来源：Wind、招商证券

受益于算力需求持续旺盛，地缘冲突反复，9 月 CPI、PPI 同比增幅扩大，但传统部门需求仍弱，上下游价格差维持高位。9 月 CPI 当月同比增幅扩大 0.1 个百分点至 0.9%，环比上涨 0.2%；核心 CPI 当月同比遇上月持平为 1.0%。9 月 PPI 当月同比增幅扩大 1.2 个百分点至 5.0%，环比上涨 1.2%；PPI 与 CPI 同比增速差为 4.1 个百分点，较上个月进一步扩大。

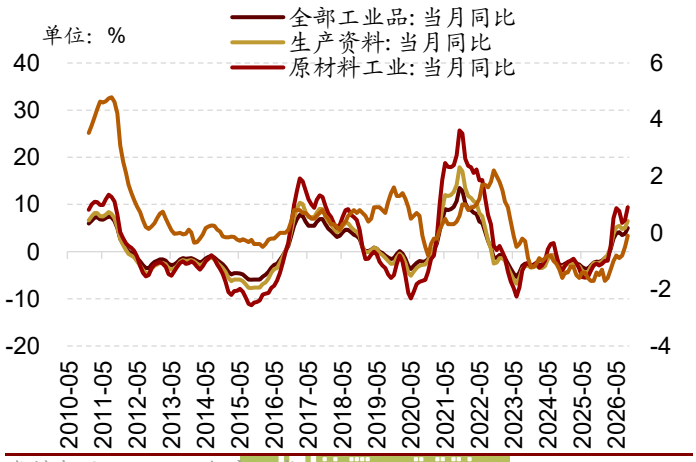
整体来看，CPI 在能源、通信工具、旅游价格改善的带动下回升；PPI 在煤炭、石油价格支撑下继续上涨，中下游消费制造的价格传导相对有限。

图 21：9 月 CPI 当月同比增幅扩大至 0.9%



资料来源：Wind、招商证券

图 22：9 月 PPI 当月同比增幅扩大至 5.0%



资料来源：Wind、招商证券

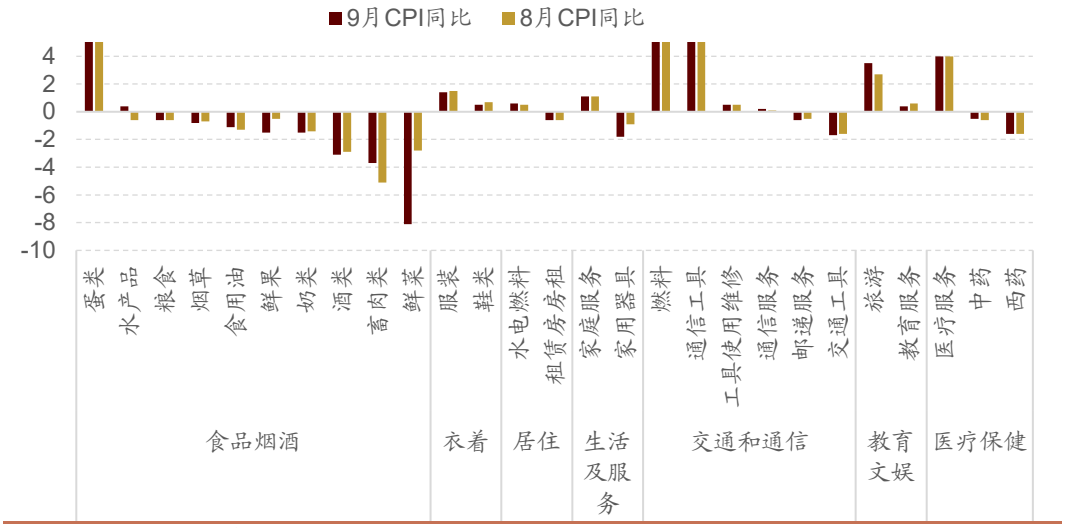
CPI 分项来看，9 月食品项同比降幅扩大 0.3 个百分点至-1.7%，其中鲜菜、鲜果价格同比降幅扩大 5.3、1.0 个百分点至-8.1%和-1.5%，酒类、奶类价格降幅也有扩大，对食品价格形成拖累；蛋类价格同比增幅收窄 0.7 个百分点至 14.3%，仍是食品项的主要支撑；生猪产能持续去化，畜肉类价格同比降幅收窄 1.4 个百分点至-3.7%。

受国际油价中枢保持在高位，叠加中秋国庆出行需求支撑，燃料、旅游类价格改善，电子涨价持续扩散，通信工具价格继续上涨，为 CPI 上行提供正向贡献。受国际输入性通胀影响，9 月燃料 CPI 同比增幅扩大 6.6 个百分点至 14.9%；

仅供内部参考，请勿外传

出行需求季节性修复，旅游 CPI 同比增幅扩大 0.8 个百分点至 3.5%，出行服务 CPI 同比增幅扩大至 2.1%；TMT 硬件涨价持续扩散，通信工具类 CPI 同比增幅扩大 3.7 个百分点至 14.3%，今年以来同比增幅连续九个月逐月走高，细分品类中数据存储设备、平板电脑、计算机与移动电话机等涨幅均有扩大。此外，医疗服务 CPI 同比持平于 4.0%，鞋类 CPI 同比增幅收窄 0.2 个百分点至 0.5%，家用器具 CPI 同比降幅扩大 0.9 个百分点至-1.8%。

图 23：9 月燃料、通信工具、旅游等价格改善



资料来源：Wind、招商证券

能源、化工价格涨幅明显扩大，有色及电子制造延续上涨，推动 PPI 进一步回升。9 月 PPI 同比增幅扩大 1.2 个百分点至 5.0%，生产资料 PPI 同比增幅扩大 1.5 个百分点至 6.5%，其中原材料工业 PPI 同比增幅扩大 2.7 个百分点至 9.4%；生活资料 PPI 同比降幅收窄 0.4 个百分点至-0.1%。细分行业中价格增速较高或有改善的领域在于：

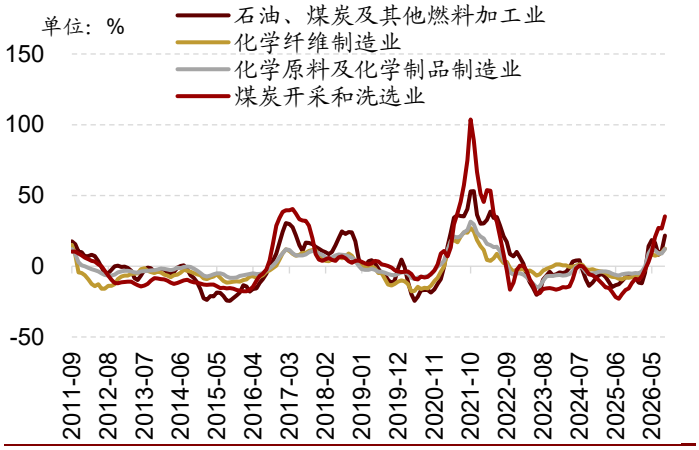
1）**能源和化工价格加速上行，有色受益于资源民族主义抬头和 TMT 产业链需求提振，价格延续高增长。**9 月油气开采、燃料加工业 PPI 同比增幅分别扩大 14.0、10.5 个百分点至 24.5%和 21.6%，煤炭开采和洗选业 PPI 同比增幅扩大 8.7 个百分点至 35.3%；化学原料及化学制品、化学纤维制造业 PPI 同比增幅分别扩大 3.0、2.7 个百分点至 12.1%和 12.3%，橡胶和塑料制品业同比增幅扩大 0.5 个百分点至 2.0%。有色金属冶炼及压延加工业、有色金属矿采选业 PPI 同比增幅分别扩大 0.6、0.3 个百分点至 21.4%和 21.4%。

2）**受益于 AI 算力和存力需求强劲增长，TMT 硬件行业整体维持高景气，涨价持续扩散。**9 月计算机、通信和其他电子设备制造业 PPI 同比增幅扩大 0.5 个百分点至 5.8%，延续改善趋势。

3）**出口需求和 AI 设备需求支撑，部分行业供需改善，叠加低基数，PPI 有所修复。**9 月医药制造业 PPI 同比降幅收窄 0.4 个百分点至-3.3%，汽车制造业同比降幅收窄 0.2 个百分点至-2.0%，通用设备制造业同比降幅收窄 0.1 个百分点至-0.4%，农副食品加工业同比降幅收窄至-0.9%；纺织业 PPI 同比增幅扩大 0.5 个百分点至 2.2%。

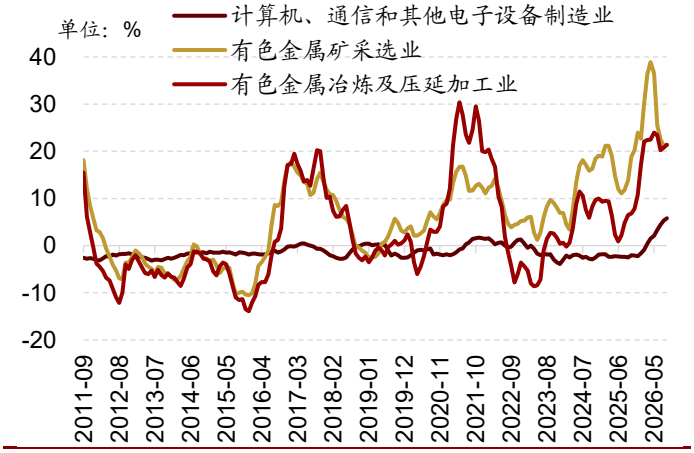
仅供内部参考，请勿外传

图 24：9 月燃料加工、化纤 PPI 持续改善



资料来源：Wind、招商证券

图 25：9 月 TMT 硬件价格持续强势



资料来源：Wind、招商证券

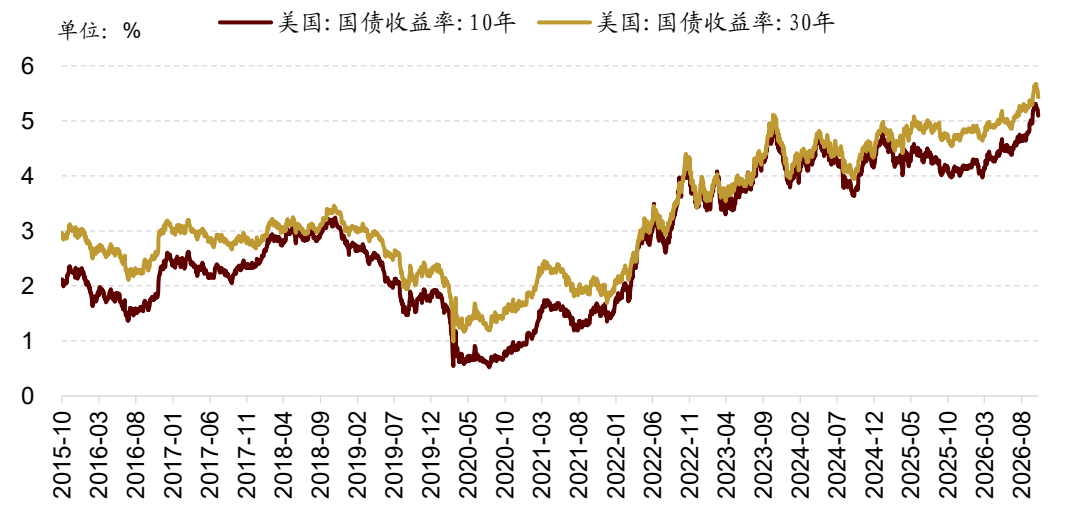
整体来看，当前外需仍强于内需，PPI 与 CPI 同比增速差进一步扩大，经济修复的关键仍在于内需改善及价格传导。

5、高利率下的景气溢价

此前我们提到，当前全球权益市场最重要的定价线索，是在分母端持续承压的环境下，资金开始更加集中地配置分子端最强、盈利兑现度最高的资产。美国 10 年期国债收益率仍在 5.0%以上，收益率绝对水平仍高，意味着权益估值中枢难以系统性扩张；但只要利率不再持续加速上行，市场就会从交易分母恶化重新转向比较不同资产的盈利增长、现金流质量和资产负债表。

其背后的逻辑在于，**在无风险利率较高的环境下，大量依赖远期盈利、外部融资或者估值扩张的资产都会受到压制。资金若仍希望维持权益仓位，最合理的选择便是向盈利增长更快、现金流更强、资产负债表更稳健的公司集中。**

图 26：美国 10 年期国债收益率仍处于 5%以上的历史高位

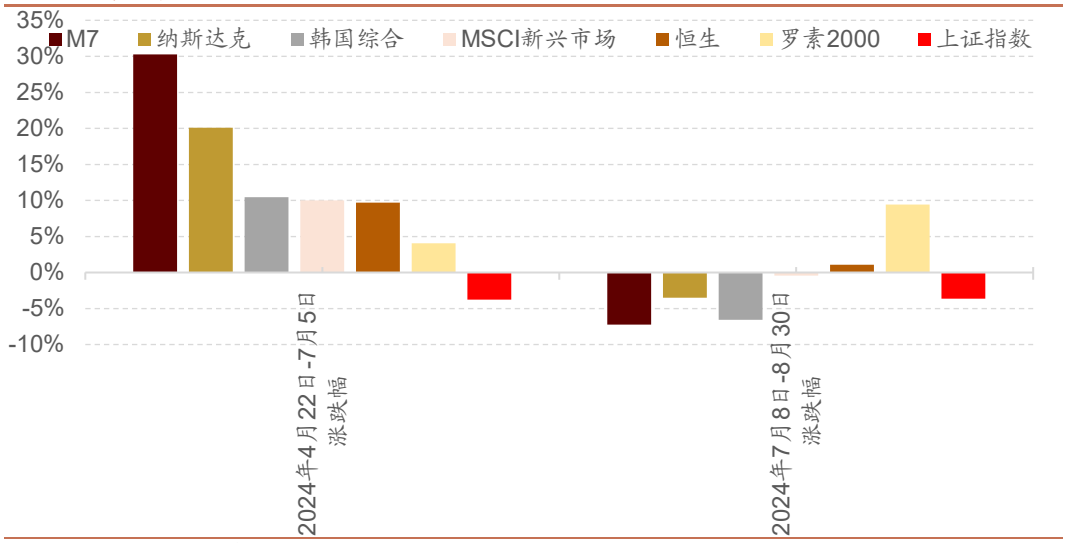


资料来源：Wind，招商证券

2024 年 5-8 月提供了较好的历史参照。2024 年初至 4 月，美国 10 年期国债收益率由约 3.9%升至接近 4.7%。通胀数据反复使市场不断推迟美联储降息预期；美联储点阵图所对应的年内降息次数，也由 2024 年 3 月的三次下降至 6 月的一次，“higher for longer”逐步成为市场共识。进入 5-6 月后，长端利率没有继续创出明显新高，而是在高位震荡。**分母端依然存在压力，但边际恶化速度下降，市场重新比较不同资产的分子端质量。**AI 资本开支扩张、云厂商订单增长和 M7 盈利兑现，使大型科技公司能够消化较高利率，而盈利较弱、融资依赖较高的小盘股和普通成长股继续承压。2024 年 4 月 22 日-7 月 5 日 M7 涨幅达到 30%，明显高于纳斯达克、新兴市场、韩国综指数和 A 股。

仅供内部参考，请勿外传

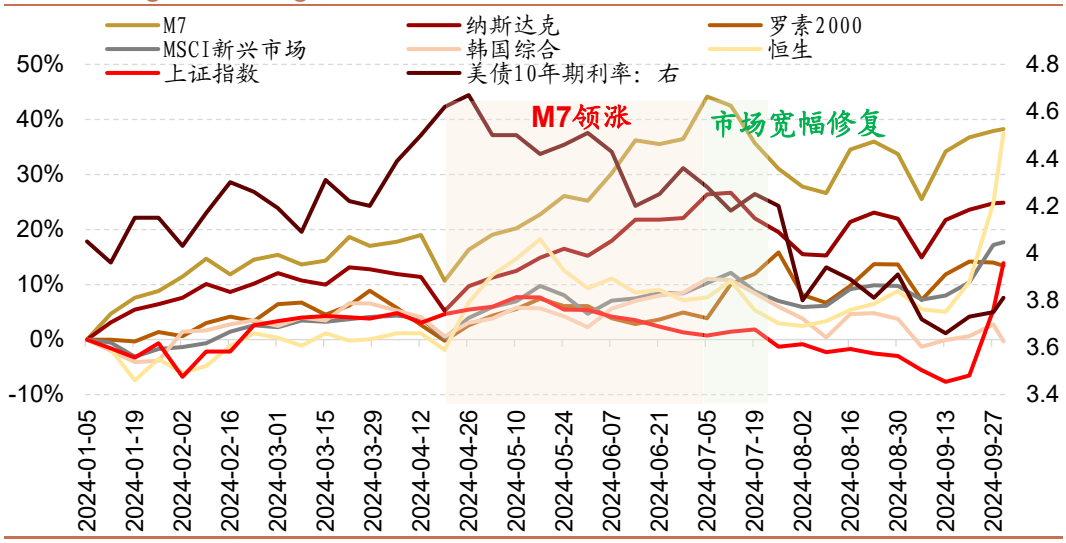
图 27：高利率环境下 M7 明显跑赢其他市场指数



资料来源：Wind，招商证券

2024 年 7 月，随着通胀降温和降息预期升温，长端利率确认回落。此前受高利率压制的小盘股迅速补涨，罗素 2000 在 7 月 9 日至 16 日五个交易日内上涨约 11.5%。当折现率回落、经济又没有进入明显衰退时，前期因估值和融资成本受压的资产获得系统性修复，市场宽度明显改善。

图 28：“higher for longer”共识下的市场表现



资料来源：Wind，招商证券

当前与 2024 年的相似之处在于高利率提高盈利门槛，资金向最强景气集中。分母端均难以支持全面估值扩张，但 AI 产业景气并未发生系统性恶化，资金因此向盈利和现金流最强的科技龙头集中。只要 AI 资本开支、订单和盈利仍在上修，高利率更可能导致行业内部集中，而不是立即终结科技行情。

但与 2024 年 5-6 月相比也存在两点关键差异：1）当前利率的静态约束更强。2024 年 5—6 月，美国 10 年期国债收益率已经进入相对明确的高位震荡；当前则只能确认利率快速上升的斜率开始钝化，尚不能确认其已经形成稳定顶部。5.2%—5.3%的长端利率也显著高于 2024 年同期，意味着普通成长股和高杠杆公司的估值约束更强。因此，当前即便出现科技反弹，也更可能首先集中于盈利兑现度高、现金流充足的龙头。**2）本轮长端利率上行更多来自期限溢价。**2024 年的“higher for longer”主要围绕美联储政策利率和降息节奏展开；当前美联储短期政策路径相对稳定，长端利率上行更多反映长期通胀、财政赤字、美债供给和期限溢价上升。**这使本轮利率变化更难判断。**一方面，财政赤字和国债供给具有较强持续性，长端利率未必能够快速回落；另一方面，期限溢价上升包含较多宏大叙事和仓位交易，一旦债券供需、油价或通胀预期发生变化，利率也可能出现较快反转。

映射至 A 股，10 月正值三季报密集披露期，行业配置的核心标准应进一步由“远期空间”转向“当期景气兑现”。短期仍应优先关注三季报业绩有望高增或改善的领域，如 AI 产业链、资源品、中高端制造业、医药、证券、纺织制造

仅供内部参考，请勿外传

等。

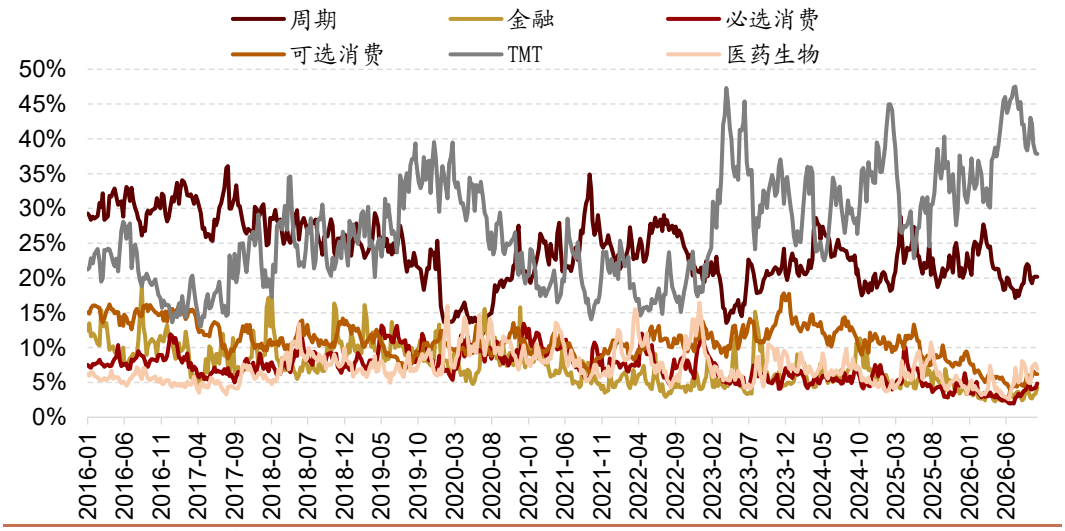
表 6：三季度业绩有望改善或持续高增的领域

大类行业	细分领域	净利润增速%		收入增速%		26年盈利预期%
		26Q1	26H1	26Q1	26H1	2026
AI产业链	通信网络设备及器件	70.2	76.0	33.6	35.1	130.4
	通信线缆及配套	55.4	142.9	33.1	33.6	263.0
	印制电路板	50.9	72.7	30.0	36.5	99.3
	集成电路封测	34.6	124.5	14.3	17.5	44.2
	数字芯片设计	423.0	431.6	77.0	79.6	1125.7
	模拟芯片设计	(173.6)	85.3	24.1	23.3	227.0
	半导体材料	(23.9)	10.6	26.5	30.3	291.4
资源品	工业金属	75.3	80.2	26.6	24.2	75.4
	贵金属	109.9	56.3	53.2	21.5	78.6
	小金属	98.6	100.3	37.4	33.3	95.9
	煤炭	(3.9)	19.1	(0.7)	5.9	39.8
	石油石化	14.6	33.5	(2.9)	3.9	39.4
	化学制品	0.0	24.1	13.0	16.2	65.4
	化学纤维	46.6	93.1	10.6	12.5	105.8
中高端制造业	航海装备	221.0	143.1	51.2	22.9	151.5
	工程机械	(5.1)	(5.4)	12.0	14.1	18.9
	通用设备	(14.5)	(9.5)	2.9	7.5	56.6
	电池	83.6	79.2	47.3	52.5	74.4
其他	化学制药	16.5	22.2	1.1	1.7	53.2
	证券	17.5	49.0	30.7	45.3	28.8
	纺织制造	(25.9)	(7.1)	(5.3)	(0.1)	5.3
	航运港口	(6.7)	11.5	3.4	9.7	24.9

资料来源：Wind，招商证券

但当前 A 股高景气方向同时面临制裁风险和筹码结构两类约束：FCC 等制裁风险可能影响客户准入、产品交付和长期盈利预期；前期涨幅较大、机构持仓集中则可能放大消息冲击。**前者影响风险溢价与盈利路径，后者影响调整幅度及资金承接，二者叠加时，业绩增长与股价调整可以同时发生。**当前 TMT 板块成交额占比从 9 月 30 日的 39.3%回落至 10 月 16 日的 37.8%，下降 1.5 个百分点，较 9 月中旬明显降温。交易热度回落只是筹码消化的一部分，后续需要重点跟踪公募基金三季报，观察主动权益基金的 TMT 重仓股市值占比、相对基准超配比例。

图 29：TMT 板块成交额占比持续下滑



资料来源：Wind，招商证券

6、总结

美国 9 月通胀数据超预期后，美债利率反而回落，是短期配置买盘增加与 AI 融资叙事冲击共振的结果，高油价和通胀扩散压力下，美债利率可能重回高位震荡。股票市场上，AI 企业收入增速放缓及融资成本上升，引发市场对 AI 资

仅供内部参考，请勿外传

本开支可持续性的担忧，产业叙事面临中期挑战。不过考虑到近期市场表现及 ETF 放量托底稳市，短期或以震荡筑底和结构性机会为主，建议维持均衡配置。未来 3-6 个月行业配置的核心思路在于：高利率阶段关注分子端的优势，其次看筹码结构是否健康；利率转跌优先考虑科技宽度；待后续国内政策接力再进一步向内需扩散。

近期市场快速下跌后，ETF 放量流入为市场托底，从历史规律来看后续反弹概率较大。当前市场资金结构呈现“杠杆资金撤离、ETF 资金承接”的特征。融资资金持续净流出，年内累计净流入转负；ETF 近两周分别净流入 363 亿元、408 亿元。10 月 12 日以来，流入方向转向以沪深 300 为主的宽基 ETF，部分宽基 ETF 出现脉冲式净买入，具有明显的稳市特征。从历史规律看，稳市操作出现后，市场触底反弹的可能性较大，后续一个、两个、五个交易日平均上涨 0.31%、0.49%、0.91%。

短期仍以震荡筑底和结构性机会为主，维持均衡配置。10 月美联储暂停加息是基准情形，高油价和通胀扩散压力下，12 月继续加息概率较高，美债利率进一步下行空间有限，可能重回高位震荡或小幅上行。高利率叠加 AI 企业 ARR 降速，引发融资及资本开支可持续性担忧，对 AI 产业分子端叙事形成挑战，若美债利率因此回落，非 AI 板块将相对占优。配置上控制仓位，维持盈利最硬、筹码干净的科技龙头 + 红利的组合。

美伊局势短期难以明显缓和，冲突持续及外溢风险上升。海峡通航受阻与美国经济封锁相互制约，近期军事摩擦再度升级。后续重点关注中期选举前谈判能否取得实质进展、商船通航情况及美方军事行动。若冲突继续升级，油价高位运行可能进一步抬升通胀压力、压缩海外货币政策宽松空间，并扰动全球风险偏好。

当前外需仍强于内需，经济修复的关键仍在于内需改善及价格传导。全球科技投资需求、价格上行与我国制造业竞争优势共同支撑出口。CPI 在能源、通信工具、旅游价格改善的带动下回升，PPI 在煤炭、石油价格支撑下继续上涨，中下游消费制造的价格传导相对有限，PPI 与 CPI 同比增速差进一步扩大。

高利率提高盈利门槛，行业配置应由“远期空间”转向“当期景气兑现”。资金向盈利和现金流最强的科技龙头集中，三季报期间优先关注 AI 产业链、资源品、中高端制造业等业绩有望高增或改善的方向。但需要注意的是，高景气方向仍面临制裁风险和筹码结构约束，交易热度回落只是筹码消化的一部分，后续需跟踪公募基金的 TMT 持仓及超配比例变化。

仅供内部参考，请勿外传

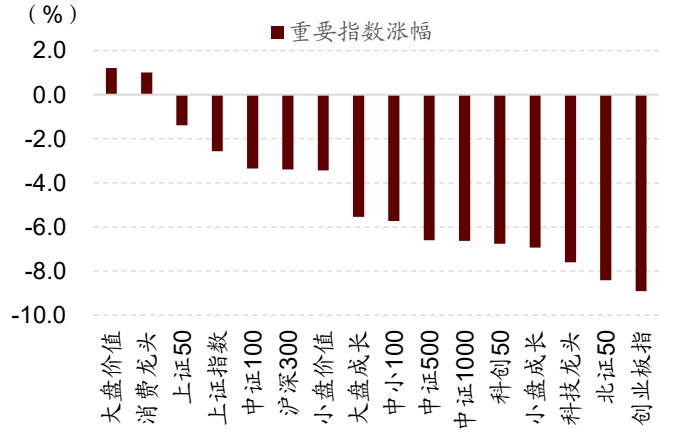
复盘·内观——A 股市场主要指数涨少跌多，大盘价值、消费龙头表现较好

本周（10 月 12 日-10 月 16 日）A 股市场主要指数涨少跌多，价值风格相对占优。主要指数中，大盘价值、消费龙头表现较好，分别上涨 1.21%、1.01%；主要指数中，创业板指、北证 50 表现较弱，分别下跌 8.90%、8.42%。本周沪深北日均成交额 15762 亿元，较上周下降 12.70%。

本周 A 股市场震荡回调、反弹承接偏弱，主要原因包括:（1）周三晚公布的美国 9 月 CPI 同比上涨 3.7%，高于 3.6%的预期，加息预期升温，海外科技股下跌对后半周风险偏好形成扰动；（2）AI 基建融资可持续性受到质疑，海外云服务商债券及股价波动加大，市场更关注资本开支能否转化为盈利，模型厂估值有所调整；（3）全周成交缩量，资金更多转向分红和现金流较稳定的资产，周四、周五部分宽基 ETF 大幅放量，但资金态度偏向“托而不举”。

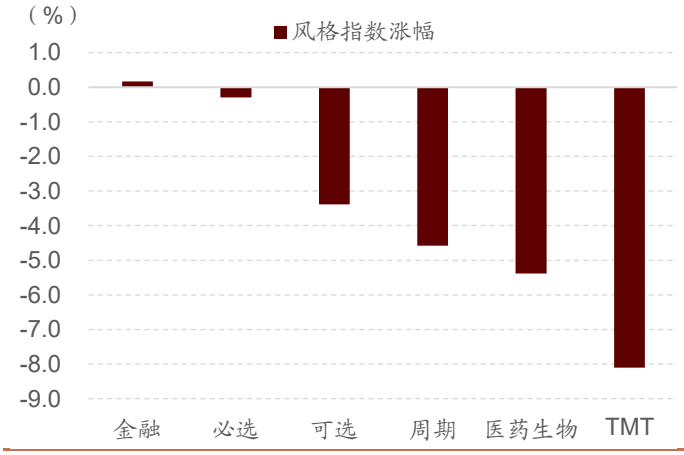
从行业上看，本周申万一级行业涨少跌多，食品饮料（1.89%）、银行（1.52%）逆势上涨，煤炭（-0.14%）相对抗跌；通信（-10.87%）、电子（-8.75%）、电力设备（-7.42%）等跌幅较大。从涨跌原因看，表现较好的行业及主要原因：**食品饮料**（白酒控货去库存、部分名酒批价趋稳，叠加低位与现金流属性，带动板块修复）、**银行**（资金避险需求，21 家银行披露中期分红方案，大行派息窗口临近，高股息配置需求提供支撑）、**煤炭**（大秦线检修及冬储补库支撑煤价，行业全周仍小幅收跌）。跌幅较大的行业原因：**通信**（光通信持续回撤，海外 AI 融资担忧与风险偏好下降加大估值压力）、**电子**（海外半导体走弱，设备、芯片制造承压，业绩预增仅带来局部行情，PCB 周五回落）、**电力设备**（新能源汽车出口退税将自明年 4 月下调，扰动电池链外需及盈利预期，风电等细分同步调整）。

图 30：本周重要指数涨跌幅



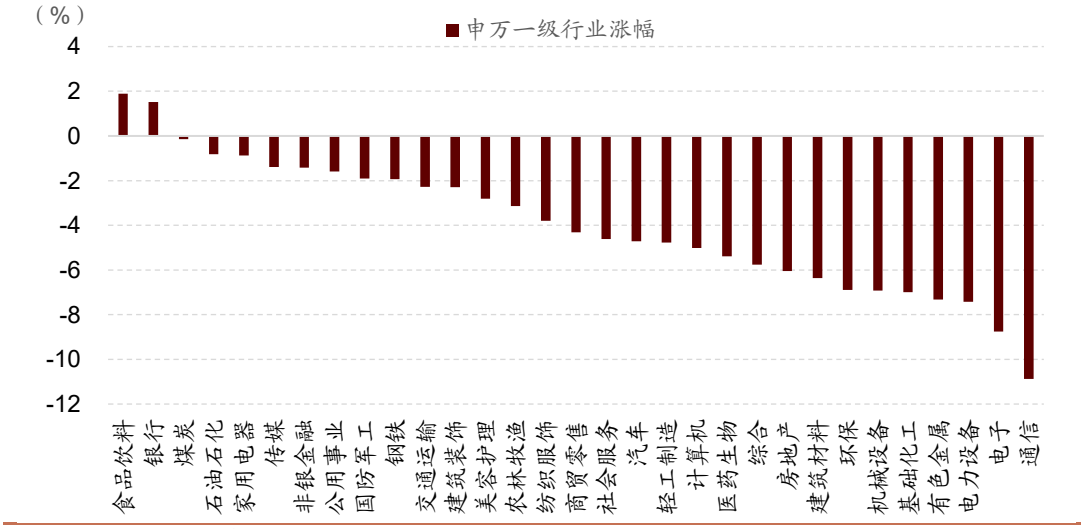
资料来源：iFind，招商证券

图 31：本周风格指数涨幅



资料来源：iFind，招商证券

图 32：本周申万一级行业指数涨幅



资料来源：iFind，招商证券

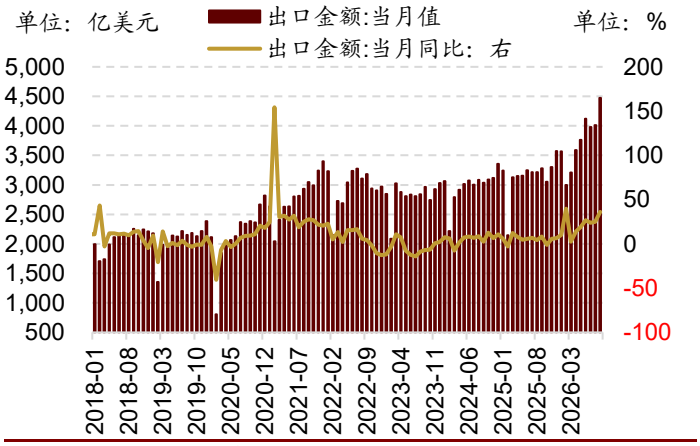
仅供内部参考，请勿外传

中观·景气——9月出口同比增幅扩大，汽车产销三个月滚动同比降幅扩大

9月以美元计价出口金额当月同比36.3%（前值为25.0%），环比上行11.4%；进口金额同比增幅扩大至31.0%（前值为28.2%），环比上行11.1%。从三个月滚动增速来看，出口三个月滚动同比增速由前值的25.3%扩大至28.4%，进口三个月滚动同比收窄至28.9%。贸易顺差扩大至1335.3亿美元，出口延续较强增长态势，对经济增长形成支撑。

整体上看，全球科技投资需求、价格上行与我国制造业竞争优势共同支撑出口，美国消费补库、节前消费补库也有一定影响。海外方面，AI及相关设备投资带动投资品需求增长，为我国电子产品、机械设备等出口提供需求支撑，美国消费补库、对欧汽车抢出口贡献增量。**国内方面，**9月制造业PMI回升至50.1，生产指数升至51.7，采购了指数升至51.0，工业生产扩张带动原材料和中间品采购需求。此外，国际大宗商品价格上涨对进口金额形成一定支撑。

图33：9月出口同比增幅扩大至36.3%



资料来源：Wind、招商证券

图34：出口三个月滚动同比增幅扩大



资料来源：Wind、招商证券

近日台股电子公布9月营收情况，IC设计、硅片、封装、被动元件等营收同比增速普遍放缓，存储器、PCB营收持续高增。

IC设计领域联发科9月份营收当月同比增幅收窄42.11个百分点至1.97%，联咏营收当月同比增幅收窄1.34个百分点至24.99%。**IC制造领域，**9月份台积电营收当月同比增幅扩大1.33个百分点至54.65%；联电营收当月同比增幅收窄3.49个百分点至27.22%；世界营收同比增幅收窄24.97个百分点至15.51%；稳懋营收当月同比增幅收窄0.58个百分点至29.97%。**存储器厂商**南科营收同比增幅扩大15.77个百分点至576.62%，华邦电同比增幅收窄32.76个百分点至256.67%，旺宏营收同比增幅收窄30.29个百分点至188.24%。**硅片**台胜科当月同比增幅收窄0.31个百分点至28.97%；**封装**日月光当月同比增幅收窄0.14个百分点至45.52%；**PCB**厂商景硕电子营收同比增幅扩大3.89个百分点至44.47%；**被动元件**厂商国巨营收当月同比增幅收窄5.68个百分点至46.12%，**镜头**厂商大立光营收同比降幅收窄8.92个百分点至-7.31%，玉晶光当月营收同比增幅收窄0.18个百分点至0.54%，亚洲光学营收同比由正转负至-0.08%（前值为15.29%）；**面板、LED**厂商中，群创营收同比增幅扩大0.65个百分点至0.67%，友达营收同比降幅收窄1.60个百分点至-4.26%，亿光营收同比增幅扩大4.52个百分点至18.62%。

表7：9月台股电子厂商营收同比多数放缓

大行业	公司	当月营收：亿新台币	当月同比：%	累计营收：亿新台币	累计同比：%
IC设计	联发科	553.99	1.97	4693.91	5.30
	联咏	103.47	24.99	827.77	6.33
IC制造	台积电	5118.57	54.65	38987.27	41.11
	联电	253.50	27.22	2040.10	16.08
	世界	59.04	15.51	424.79	18.00
	稳懋	20.30	29.97	157.06	32.61
存储器	南科	450.91	576.62	2652.85	626.95
	华邦电	282.49	256.67	1804.27	187.39
	旺宏	83.67	188.24	538.31	154.51
硅片	台胜科	13.49	28.97	109.03	20.27

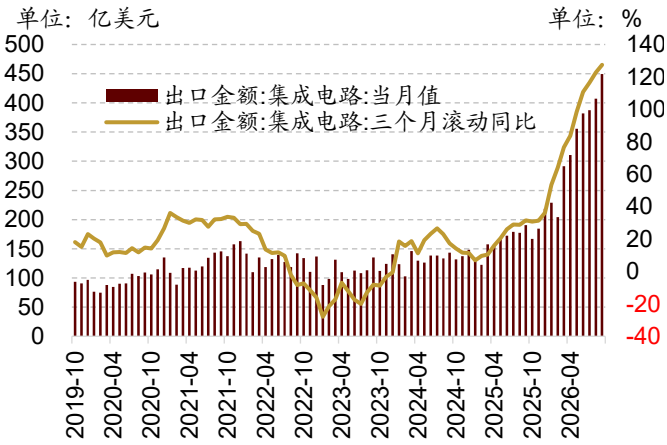
仅供内部参考，请勿外传

封装	日月光	881.30	45.52	6088.87	30.25
PCB	景硕电子	51.81	44.47	381.41	33.64
被动元件	国巨	170.68	46.12	1321.54	36.29
镜头	大立光	57.79	-7.31	448.60	2.12
	玉晶光	26.72	0.54	196.36	10.12
	亚洲光学	25.35	-0.08	220.83	13.43
面板、LED	群创	199.95	0.67	1879.26	10.56
	友达	234.04	-4.26	2067.98	-2.11
	亿光	19.25	18.62	161.58	7.62

资料来源：Wind，招商证券

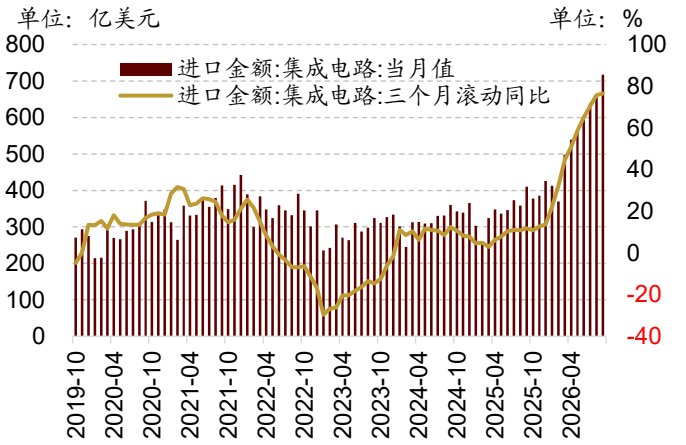
9 月集成电路进口、出口金额，三个月滚动同比增幅扩大，当月贸易逆差扩大。9 月集成电路进口金额为 717.16 亿美元，当月同比增幅收窄 8.92 个百分点至 74.70%，累计同比增幅扩大 1.80 个百分点至 63.50%，三个月滚动同比增幅扩大 0.79 个百分点至 76.48%；集成电路出口金额为 449.51 亿美元，当月同比增幅扩大 6.17 个百分点至 136.00%，累计同比增幅扩大 4.20 个百分点至 108.10%，三个月滚动同比增幅扩大 4.71 个百分点至 127.47%。当月贸易逆差环比扩大 6.67%至 267.65 亿美元。

图 35：9 月集成电路出口金额三个月滚动同比增幅扩大



资料来源：Wind、招商证券

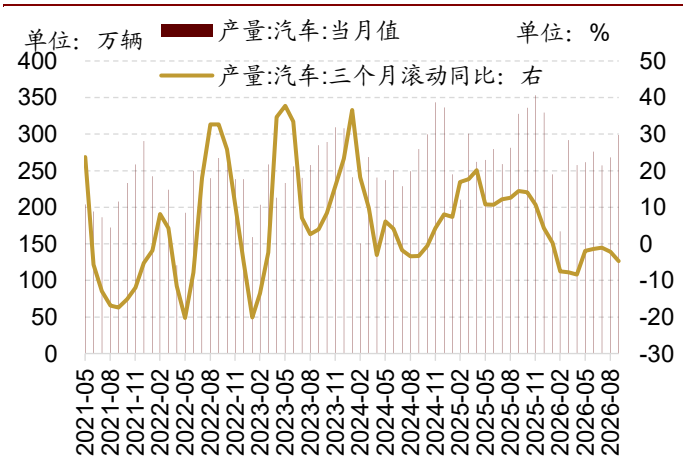
图 36：9 月集成电路进口金额三个月滚动同比增幅扩大



资料来源：Wind、招商证券

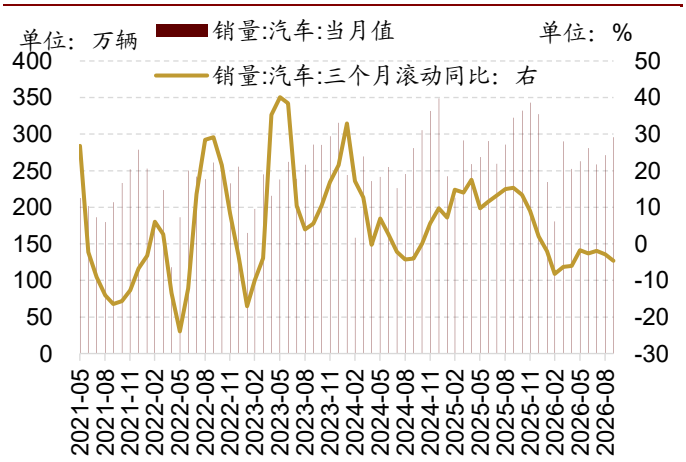
9 月汽车产量同比、销量同比降幅扩大，三个月滚动同比降幅扩大。根据中国汽车工业协会数据，9 月份，汽车产销分别完成 299.00 万辆和 295.60 万辆，产量同比降幅扩大 4.02 个百分点至-8.70%，销量同比降幅扩大 3.33 个百分点至-8.40%，三个月滚动同比降幅分别扩大 2.49 和 1.72 个百分点至-4.69%、-4.61%。

图 37：汽车产量三个月滚动同比降幅扩大



资料来源：IFind、中国汽车工业协会、招商证券

图 38：汽车销量三个月滚动同比降幅扩大



资料来源：IFind、中国汽车工业协会、招商证券

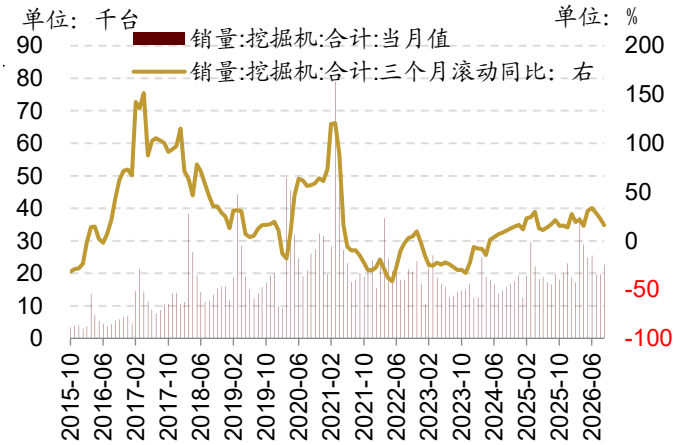
9 月各类挖掘机销量同比增幅收窄，三个月滚动同比增幅收窄。9 月销售各类挖掘机 22717 台，同比增幅收窄 4.90

仅供内部参考，请勿外传

个百分点至 14.40%，三个月滚动同比增幅收窄 6.97 个百分点至 15.87%。

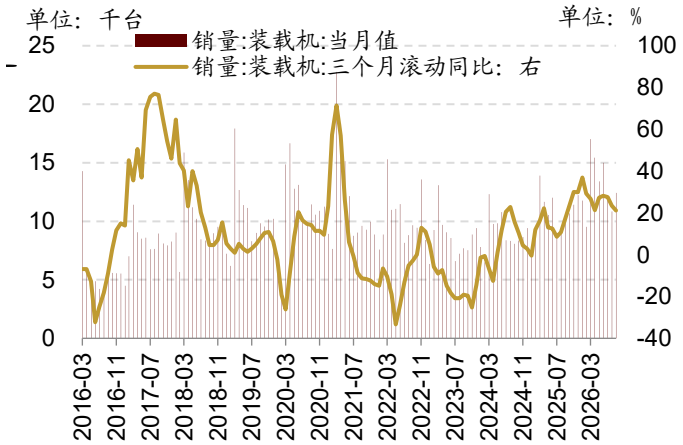
9 月各类装载机销量同比增幅扩大，三个月滚动同比增幅收窄。9 月销售各类装载机 12419 台，同比增幅扩大 3.20 个百分点至 17.90%，三个月滚动同比增幅收窄 2.33 个百分点至 21.13%。

图 39：各类挖掘机销量三个月滚动同比增幅收窄



资料来源：Wind、招商证券

图 40：各类装载机销量三个月滚动同比增幅收窄



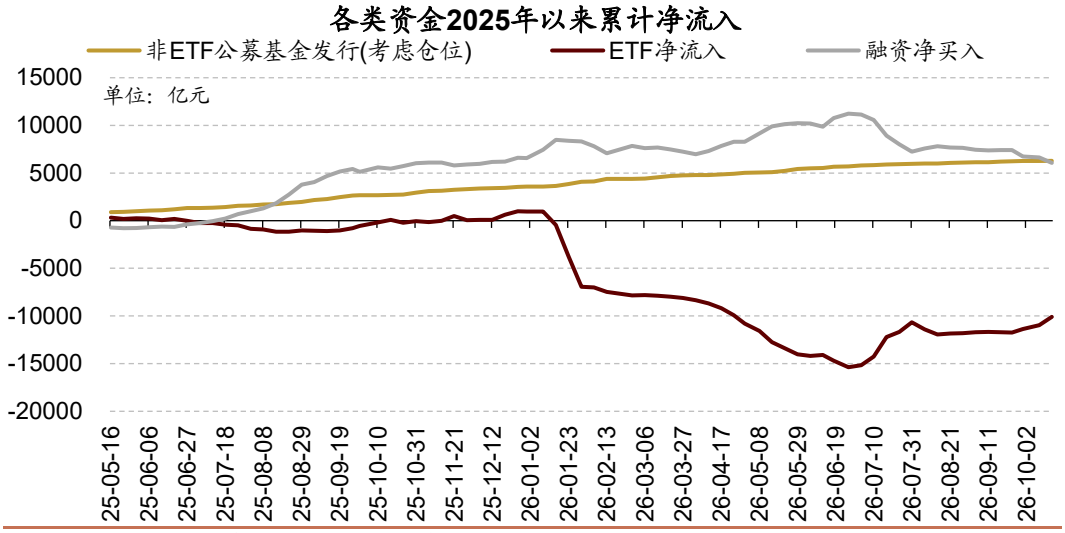
资料来源：Wind、招商证券

仅供内部参考，请勿外传

资金·众寡——ETF 大幅净申购，重要股东二级市场净增持

从全周资金流动的情况来看，本周融资资金净流出，新成立偏股类公募基金下降，ETF 净申购。具体来看，融资资金前四个交易日合计净流出 558.6 亿元；新成立偏股类公募基金 7.1 亿份，较前期下降 4.7 亿份；ETF 净申购，对应净流入 877.0 亿元。

图 41：ETF 加速净流入，融资净流出



资料来源：Wind，招商证券（融资数据截至周四）

表 8：各类资金分行业当周净流入规模（单位：亿元）

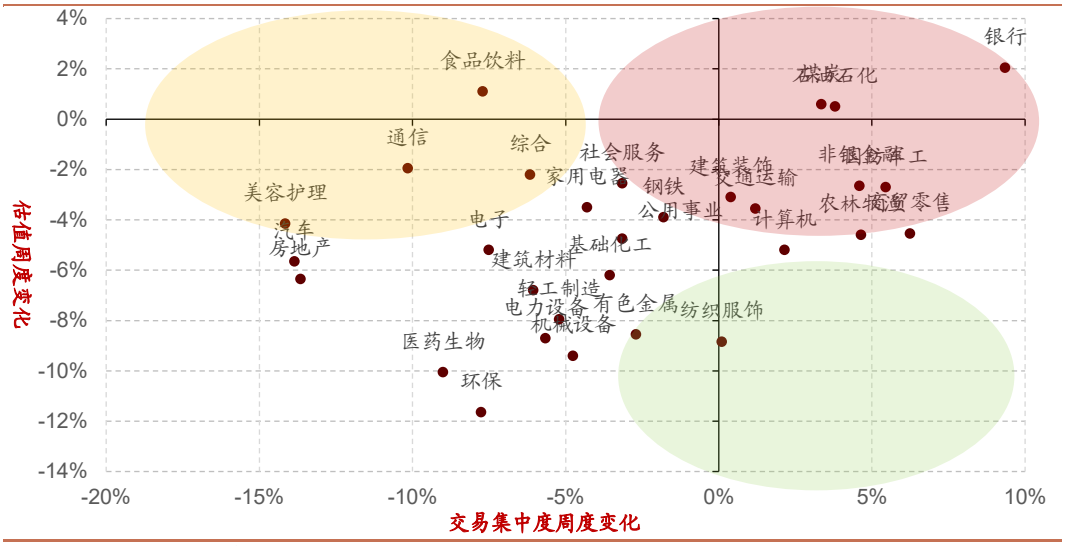
行业	融资资金	ETF	重要股东净增持	合计(↓)
银行	-11.32	72.26	0.00	60.94
电子	-229.09	272.32	8.17	51.40
非银金融	-2.37	51.15	0.00	48.78
医药生物	-17.04	51.00	-3.32	30.64
电力设备	-46.76	70.72	1.07	25.03
食品饮料	-11.73	33.30	-0.05	21.53
煤炭	-0.04	16.99	0.00	16.95
交通运输	-1.11	15.74	0.00	14.63
传媒	0.46	14.89	-1.03	14.31
有色金属	-18.40	31.58	0.67	13.85
计算机	-16.35	32.27	-2.54	13.38
石油石化	-0.16	10.20	-0.02	10.02
家用电器	-4.44	13.45	-0.04	8.98
国防军工	-11.38	21.58	-2.24	7.96
公用事业	-8.68	12.90	0.45	4.67
农林牧渔	-6.01	8.85	0.00	2.85
汽车	-12.96	15.46	0.16	2.66
商贸零售	-0.11	2.73	-0.82	1.80
纺织服饰	0.04	1.40	0.30	1.74
钢铁	-1.10	2.71	0.05	1.66
美容护理	0.19	1.02	-0.36	0.84
综合	0.27	0.15	0.35	0.77
建筑材料	-4.82	3.62	0.79	-0.42
轻工制造	-1.27	0.53	0.12	-0.62
建筑装饰	-4.23	6.87	-3.29	-0.66
社会服务	-1.47	0.77	-0.60	-1.30
环保	-2.15	0.55	0.22	-1.39
房地产	-3.24	1.83	-0.56	-1.97
基础化工	-10.69	7.68	-1.94	-4.95
机械设备	-44.06	25.46	-3.37	-21.96
通信	-117.69	86.36	-1.37	-32.70
合计	-587.71	886.33	-9.21	289.41

资料来源：Wind，招商证券

注：重要股东净增持以变动截止日期为参考；融资截至周四；ETF 拆分所有股票型 ETF

仅供内部参考，请勿外传

图 42：行业估值与交易集中度周度变化

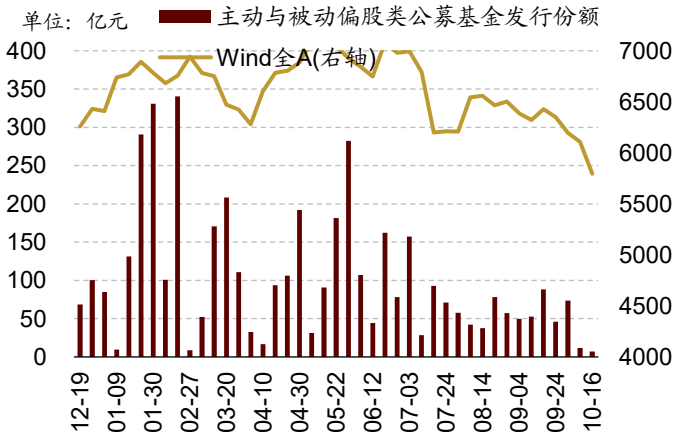


资料来源：Wind，招商证券

从 ETF 净申购来看，ETF 净申购，宽指 ETF 申赎参半，其中沪深 300ETF 申购较多，中证 500ETF 赎回较多；行业 ETF 以净申购为主，其中信息技术 ETF 申购较多，原材料 ETF 赎回较多。具体来看，股票型 ETF 总体净申购 877.0 亿元。其中，沪深 300、创业板 ETF、中证 500ETF、上证 50ETF、双创 50ETF 和科创 50ETF 分别净申购 394.2 亿元、净申购 155.4 亿元、净赎回 1.7 亿元、净申购 50.6 亿元、净申购 25.4 亿元、净申购 159.7 亿元。行业方面，信息技术 ETF 净申购 21.4 亿元；消费 ETF 净申购 2.4 亿元；医药 ETF 净申购 8.0 亿元；券商 ETF 净申购 0.6 亿元；金融地产 ETF 净申购 1.7 亿元；军工 ETF 净申购 8.8 亿元；原材料 ETF 净赎回 7.4 亿元；新能源&智能汽车 ETF 净赎回 6.5 亿元。

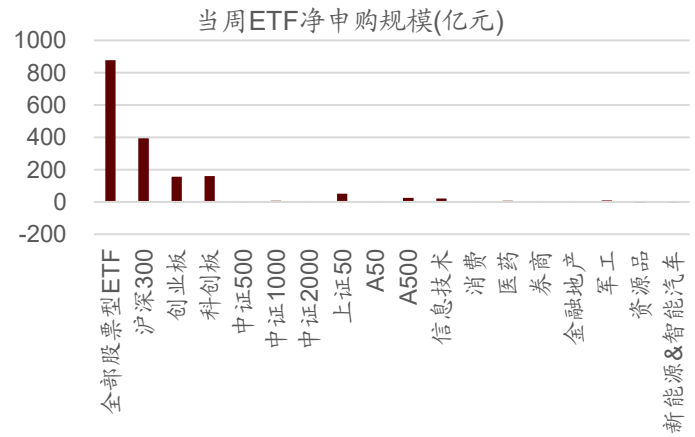
本周新成立偏股类公募基金规模较前期回落，新成立偏股类基金 7.1 亿份。

图 43：新成立公募基金发行份额



资料来源：Wind、招商证券

图 44：各行业和宽基 ETF 净申购规模

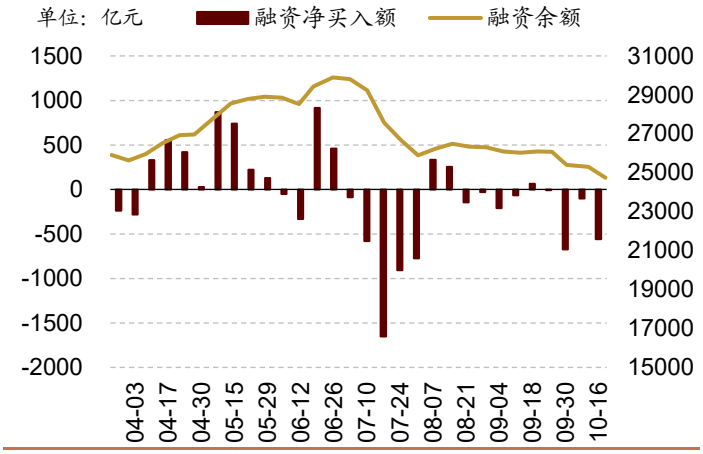


资料来源：Wind、招商证券

两融方面，融资资金前四个交易日净流出 558.6 亿元。从行业偏好来看，本周融资资金集中买入传媒，净买入额达 0.5 亿元，其他净买入规模最高的行业是综合、美容护理、纺织服饰；净卖出的主要是电子、通信、电力设备等。

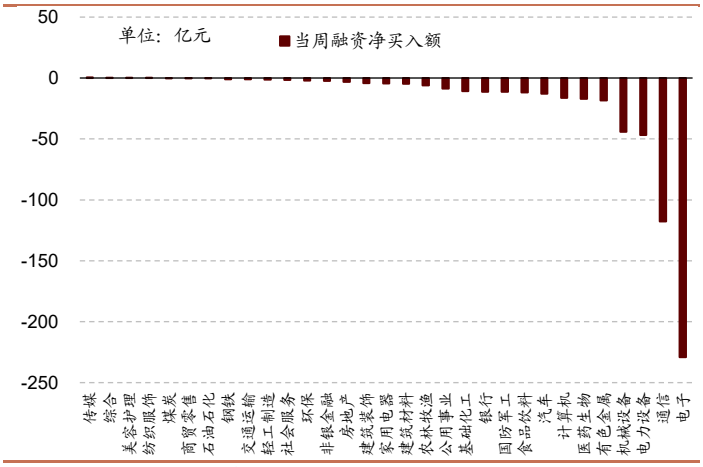
仅供内部参考，请勿外传

图 45：融资资金每周净买入额



资料来源：Wind、招商证券

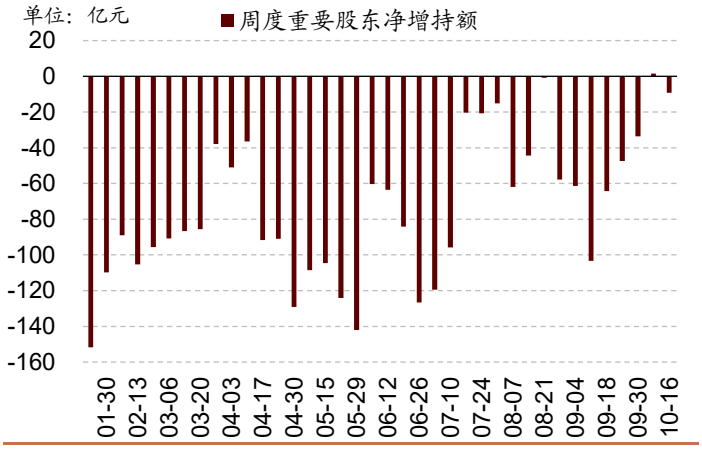
图 46：融资资金周度各行业净买入额



资料来源：Wind、招商证券

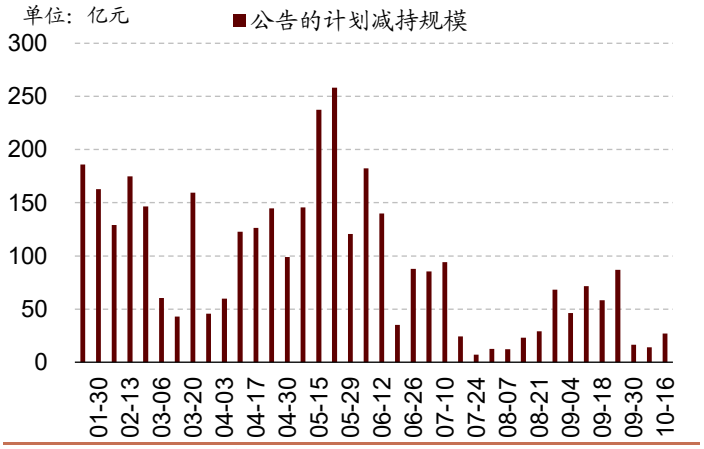
从资金需求来看，重要股东由净增持转为净减持，计划减持规模提升。本周重要股东二级市场增持 24.4 亿元，减持 33.6 亿元，净减持 9.2 亿元，由净增持转为净减持。其中，净增持规模较高的行业包括电子、电力设备、建筑材料等；净减持规模较高的行业包括机械设备、医药生物、建筑装饰等。本周公告的计划减持规模为 27.0 亿元，较前期提升。

图 47：重要股东净增持规模



资料来源：Wind、招商证券

图 48：计划减持规模



资料来源：Wind、招商证券

仅供内部参考，请勿外传

主题·风向——Gemini 重回前沿模型行列

谷歌新一代旗舰模型 Gemini 4 Argon 在专业知识、Agent 编程及科研等领域表现突出，推动其重回全球前沿模型第一梯队。与此同时，Gemini 4 深化具身智能布局，探索大模型在物理交互场景的应用，进一步拓宽 AI 商业化边界。价格方面，当前谷歌通过具有竞争力的 API 定价吸引开发者及企业客户，头部模型厂商之间的性能与成本竞争进一步加剧。

➢ 模型能力重回第一梯队

谷歌上一次推出 Pro 级旗舰模型为 2026 年 2 月发布的 Gemini 3.1 Pro，此后原计划 6 月推出的 Gemini 3.5 Pro 持续延期，期间 OpenAI、Anthropic 加速迭代，谷歌在前沿模型竞争中一度落后。**10 月 13 日，谷歌正式发布 Gemini 4 Argon，在官方公布的 19 项基准对比中，此次发布的 Gemini 4 Argon 拿下 13 项单独最高，还有 1 项并列最高，推动其重回全球前沿模型第一梯队。**

Gemini 4 Argon 在知识工作相关测试中表现突出。Vals Index 综合得分达到 68.9%，高于 GPT-6 Astra 的 63.1%和 Claude Opus 5.5 的 67.0%；在金融 Agent、法律 Agent 测试中均位居对比模型首位。此外，衡量企业业务流程端到端执行能力的 AutomationBench 得分也大幅领先其他主要模型。当下模型厂商强化模型在专业知识领域的趋势愈发清晰，高价值领域的应用能力提升，有望带动 AI 在专业服务行业的商业化潜力。

在 Agent 编程与复杂任务执行能力方面，新模型同样表现亮眼。Gemini 4 Argon 在 DeepSWE v1.1 软件工程测试中获得 77.9%，高于 GPT-6 Astra 的 74.1%和 Claude Opus 5.5 的 74.2%；Vibe Code Bench 得分达到 91.9%，同样位居第一。整体来看，此次升级显著缩小了谷歌与头部模型厂商在编程及 Agent 能力的差距，推动 Gemini 重回全球前沿模型第一梯队。

表 9：Gemini 4 Argon 基准测试数据

测试类别	测试项目	Gemini 4 Argon	GPT-6 Astra	Claude Fable 5.1	Claude Opus 5.5
知识工作	Vals Index	68.9%	63.1%	65.8%	67.0%
知识工作	AutomationBench	51.3%	41.4%	31.4%	42.5%
知识工作	Vals Finance Agent v2	65.4%	53.5%	58.9%	58.6%
知识工作	Harvey's Legal Agent Benchmark	19.6%	5.4%	6.7%	3.8%
Agent 编程	DeepSWE v1.1	77.9%	74.1%	67.4%	74.2%
Agent 编程	FrontierSWE v2	55.0%	65.5%	56.3%	62.3%
Agent 编程	Vibe Code Bench	91.9%	89.6%	90.3%	90.3%
Agent 编程	Terminal-bench 4.0	57.4%	58.2%	57.9%	66.4%
机器学习工程	PostTrainBench	45.3%	44.3%	40.2%	49.3%
科学与数学	Terminal-Bench Science 0.1	57.6%	68.1%	52.6%	63.3%
科学与数学	LABBench 2	88.8%	85.4%	68.6%	73.1%
科学与数学	RiemannBench	76.0%	72.0%	65.6%	69.6%
长上下文	GraphWalks	99.7%	98.7%	91.4%	90.6%
长上下文	GraphWalks	84.2%	71.8%	65.0%	66.8%
计算机操作	Agent's Last Exam	39.5%	34.2%	-	38.2%
计算机操作	OSWorld-2.0	69.2%	72.6%	-	-
多模态理解	Chartography	71.6%	71.0%	46.2%	66.3%
多模态理解	LVBench	91.7%	87.5%	79.7%	83.7%
网络安全	CWE-bench v1	68.0%	68.0%	58.0%	67.0%

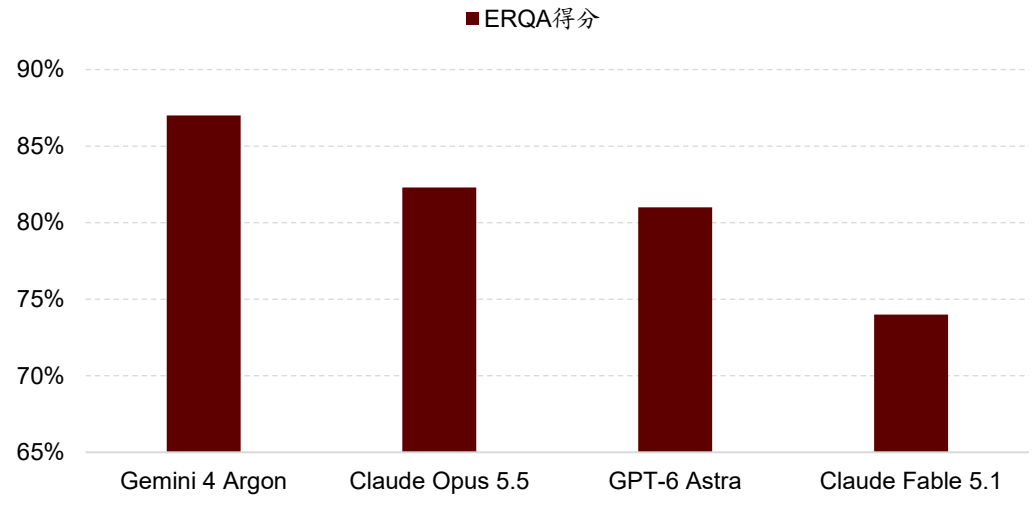
资料来源：谷歌，招商证券

➢ Gemini 4 Argon 强化物理世界推理能力

Gemini 4 Argon 重点强化了物理空间推理能力，为机器人自主执行复杂任务提供支撑。模型通过整合视觉语义理解、三维空间推理和自主代码生成能力，实现对物理环境及物体交互关系的理解。在衡量三维空间理解与物理推理能力的 ERQA 测试中，Gemini 4 Argon 取得 87.0%的成绩，超过 Claude Opus 5.5 的 82.3%和 GPT-6 Astra 的 81.0%。更强的空间推理能力使模型能够识别物体位置和运动轨迹，能有效提升机器人在复杂环境下的自主决策能力。

仅供内部参考，请勿外传

图 49：Gemini 4 Argon 三维空间理解与物理推理能力排名旗舰模型首位

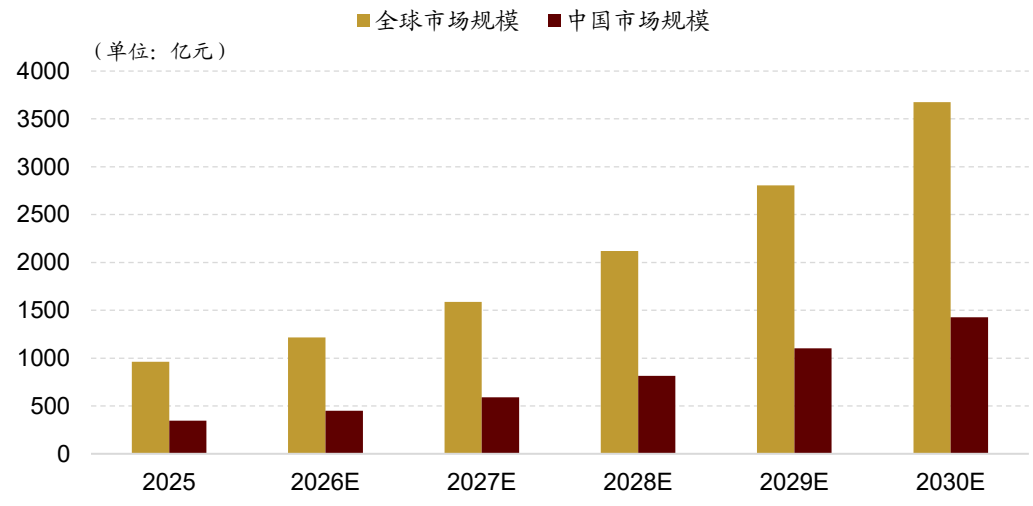


资料来源：谷歌，招商证券

不仅如此，新模型反馈优化能力同样得到提升，加快机器人模型迭代。Gemini 4 Argon 可以根据单张真实工作台照片构建 MuJoCo 仿真环境，并自动生成超过 4500 条训练轨迹，用于视觉-语言-动作模型微调。谷歌披露，在相关真实机器人测试中，任务成功率由 56%提升至 75%，提高 19 pcts，平均完成时间由 35 秒缩短至 24 秒。此外，在 SO-101 机械臂视觉引导抓取与放置任务中，Gemini 4 Argon 通过回顾执行日志及视觉反馈、自主诊断失败原因并优化动作规划，使任务耗时由首次的 58.9 秒缩短至第三次的 17.4 秒，降幅约 70.5%。通过反馈优化机制，具身智能研发中的人工调试成本有望降低，加快机器人技能学习与商业化应用。

根据弗若斯特沙利文预测，全球具身智能机器人解决方案市场将保持快速增长，中国市场增速有望高于全球平均水平。2025-2030 年，全球市场规模预计由 962 亿元增长至 3675 亿元，年均复合增长率约 30.7%；同期中国市场规模预计由 346 亿元增长至 1426 亿元，年均复合增长率约 32.7%，占全球市场的比例由 36.0%提升至 38.8%。随着具身智能模型能力提升及应用场景逐步拓展，具身智能有望加速在工业制造、物流仓储等领域落地，推动产业规模持续扩张。

图 50：全球具身智能市场规模将保持快速增长，中国市场增速有望高于全球平均水平



资料来源：弗若斯特沙利文，天奇股份，招商证券

➢ API 价格竞争加剧，厂商寻求垂直应用方向

Gemini 4 Argon 在 2026 年 11 月 30 日前的 API 价格为每百万 tokens 输入 2 美元、输出 10 美元，较 GPT-6 Astra 价格低 80%，较 Claude Opus 5.5 低 50%，与 GPT-6.1 Sol 持平；但 12 月 1 日起将价格将翻倍，届时将与 Claude Opus 5.5 持平，价格优势有所减弱。总体来看，谷歌此次采取了以短期低价吸引开发者、扩大模型使用规模的策略，其长期竞争力仍取决于模型性能与实际任务成本。

仅供内部参考，请勿外传

表 10：旗舰模型价格对比（单位：美元/百万 tokens）

厂商	模型	输入	缓存输入	输出
谷歌	Gemini 4 Argon（11 月 30 日前）	2	0.1	10
谷歌	Gemini 4 Argon（11 月 30 日后）	4	0.2	20
OpenAI	GPT-6 Astra	10	1	50
OpenAI	GPT-6.1 Sol	2	0.1	10
Anthropic	Claude Fable 5.1	10	0.25	50
Anthropic	Claude Opus 5.5	4	0.2	20

资料来源：谷歌，OpenAI，Anthropic，招商证券

模型厂商加速构建垂直应用生态，未来竞争将更加重视商业化效率。随着头部模型性能差距逐渐缩小、API 价格竞争加剧，仅依赖模型能力提升将难以持续扩大商业化优势。未来模型厂商将进一步围绕不同细分行业开发专门的 Agent 产品，通过提升任务完成率、降低企业运营成本增强客户黏性。整体而言，AI 模型能力竞争的关键将逐渐延伸至专业场景，产业链对商业化变现能力的要求将会更高，新的高价值应用能否持续放量，将成为支撑模型厂商收入增长与上游算力需求的重要因素。

本周和下周值得关注的主题事件有：

➢ 国内重要资讯与产业政策

（1）禁出口—商务部、科技部拟修订《中国禁止出口限制出口技术目录》 增列部分人工智能、生物医药、光伏技术

财联社 10 月 16 日电，商务部、科技部 16 日发布公告称，拟修订《中国禁止出口限制出口技术目录》，增列部分人工智能、生物医药、光伏技术。经批准，现向社会公开征求意见，并同步对相关技术实施出口前登记管理。此次公开征求意见涉及人工智能、生物医药、光伏三个领域 40 项技术。

人工智能领域包括大模型、智能体、算力集群、信息处理相关 23 项技术；对已通过开源、发表学术论文等方式进入公共领域的技术，不纳入管理范围。生物医药领域包括细胞和基因治疗、小核酸药、病原微生物相关 5 项技术；对不涉及所有权转让的对外授权模式，适用自动许可等便利措施。光伏领域包括多晶硅制造、硅片制造、电池制造相关 12 项技术；技术管理范围也包含承载相关技术的关键和核心设备。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2506833

（2）社融—央行：前三季度社会融资规模增量累计为 27.46 万亿元 比上年同期少 2.63 万亿元

财联社 10 月 14 日电，央行数据显示，初步统计，2026 年前三季度社会融资规模增量累计为 27.46 万亿元，比上年同期少 2.63 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 11.5 万亿元，同比少增 3.04 万亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 2451 亿元，同比多增 3397 亿元；委托贷款增加 222 亿元，同比多增 794 亿元；信托贷款减少 1383 亿元，同比多减 3387 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 748 亿元，同比少增 2263 亿元；企业债券净融资 2.75 万亿元，同比多 1.18 万亿元；政府债券净融资 10.3 万亿元，同比少 1.16 万亿元；非金融企业境内股票融资 5359 亿元，同比多 2191 亿元。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2504594

（3）出口总额—以美元计 9 月我国出口总额为 4471.8 亿美元 同比增长 36.3%

财联社 10 月 14 日电，据海关总署披露的数据显示，以美元计，9 月我国出口总额为 4471.8 亿美元，同比增长 36.3%；进口总额 3136.5 亿美元，同比增长 31%，贸易顺差为 1335.3 亿美元。1-9 月，我国出口总额为 33707 亿美元，同比增长 21.3%；我国进口总额为 24325.8 亿美元，同比增长 27.5%，贸易顺差为 9381.1 亿美元。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2504176

（4）CPI—国家统计局：9 月 CPI 环比上涨 0.2% 同比上涨 0.9%

财联社 10 月 14 日电，国家统计局 10 月 14 日发布的数据显示，2026 年 9 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.9%。其中，城市上涨 0.9%，农村上涨 0.8%；食品价格下降 1.7%，非食品价格上涨 1.5%；消费品价格上涨 1.0%，服务

仅供内部参考，请勿外传

价格上涨 0.8%。1-—9 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 0.9%。9 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.2%。其中，城市上涨 0.2%，农村上涨 0.4%；食品价格上涨 0.4%，非食品价格上涨 0.2%；消费品价格上涨 0.5%，服务价格下降 0.2%。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2504086

（5）业绩—台积电第三季度净利润 7630.6 亿新台币 同比大增 68.7%

财联社 10 月 15 日电，台积电公布截至 2026 年 9 月 30 日的第三季度财报显示，合并营收 1.49424 万亿新台币，同比增长 50.9%，环比增长 17.6%，净利润 7630.6 亿新台币，同比大增 68.7%，环比增长 8.0%，市场预估 7394.9 亿元台币。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2505496

（6）商业航天—一箭十星 朱雀二号改进型遥四运载火箭发射成功

财联社 10 月 14 日电，14 日 19 时 40 分，朱雀二号改进型遥四运载火箭在东风商业航天创新试验区发射升空，将搭载的国星宇航星时代-39、44～50 星，光传-03、04 星共 10 颗卫星顺利送入预定轨道，飞行试验任务取得圆满成功。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2504850

（7）芯片—华为徐松余：下一代麒麟 2027 芯片已经就绪

《科创板日报》13 日讯，《科创板日报》记者获悉，在 2026 麒麟媒体沟通会上，华为半导体业务无线终端芯片产品管理部部长徐松余首次公布逻辑折叠韬芯片麒麟 9050 Pro 详细架构图，包括新一代灵犀 CPU、马良 GPU、达芬奇架构 NPU、麒麟 AI ISP、Balong AI Modem、FFTS 函数流任务调度器、音视频处理器、安全处理器和灵犀微核协同工作。徐松余透露，下一代麒麟 2027 芯片也已经就绪，到目前为止，所有的测试结果都符合预期，因此在未来 10 年（逻辑折叠）的演进可持续的。至于具体到哪个阶段，每个点需要用什么样的技术，可能需要逐步在开展和讨论。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2503190

（8）储能—1—9 月我国储能电池销量为 595.4GWh 同比增长 111.8%

财联社 10 月 15 日电，中国汽车动力电池产业创新联盟发布的数据显示，9 月，我国动力和储能电池合计产量为 237.8GWh，环比增长 0.3%，同比增长 57.3%。1—9 月，我国动力和储能电池产量为 1833.1GWh，同比增长 63.4%。销量方面，9 月，我国动力和储能电池销量为 222.7GWh，环比下降 0.2%，同比增长 52.0%。其中，动力电池销量为 149.2GWh，占总销量 67.0%，环比增长 1.7%，同比增长 35.0%；储能电池销量为 73.5GWh，占总销量 33.0%，环比下降 3.7%，同比增长 104.4%。1—9 月，我国动力和储能电池销量为 1681.7GWh，同比增长 57.6%。其中，动力电池销量为 1086.4GWh，占总销量 64.6%，同比增长 38.2%；储能电池销量为 595.4GWh，占总销量 35.4%，同比增长 111.8%。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2505670

（9）低空经济—香港《发展低空经济规划行动纲领》预计年内完成草拟 研究与内地设立国际低空经济合作组织

财联社 10 月 16 日电，香港首个五年规划提出打造低空创新应用亚太区枢纽。记者获悉，香港发展低空经济工作组全力制订《发展低空经济规划行动纲领》，健全规管框架、标准制定、基础建设等。据悉，相关行动包括与内地紧密合作，尽快实现跨境低空物流试飞，并逐步拓展大湾区低空跨境物流网络；推展低空基础设施技术研究，开展智慧低空交通管理系统建设等。目前，香港特区政府已开展有关草拟工作，并会持续征询意见，预计在今年内完成草拟。政府会采取多管齐下的策略，一方面支持区域及国际层面的标准建设工作，同时会积极推动政府层面的双边合作，与更多管辖区探讨签订低空经济合作备忘录，逐步拓展至多边与国际合作。同时，推动研究与内地联合设立国际低空经济合作组织的工作。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2506428

仅供内部参考，请勿外传

（10）新能源汽车—财政部、税务总局：自 2027 年 4 月 1 日起 将新能源汽车的增值税出口退税率由 13%下调至 9%

财联社 10 月 12 日电，财政部、税务总局公告，一、自 2027 年 4 月 1 日起，将新能源汽车的增值税出口退税率由 13%下调至 9%。二、自 2027 年 4 月 1 日起，取消电子烟设备装置等产品增值税出口退税。三、对上述产品中征收消费税的产品，出口消费税政策不作调整，继续适用消费税退（免）税政策。 四、本公告所列产品适用的出口退税率以出口货物报关单注明的出口日期界定。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2502319

➢ 国外重要资讯与产业政策

（1）CPI—美国 9 月核心 CPI 同比增长 2.6% 预估为 2.5%

财联社 10 月 14 日电，美国 9 月核心 CPI 同比增长 2.6%，预估为 2.5%，前值为 2.4%。美国 9 月核心 CPI 环比增长 0.3%，预估为 0.2%，前值为 0.3%。美国 9 月消费者价格指数（CPI）同比增长 3.7%，预估为 3.6%，前值为 3.4%。9 月 CPI 环比增长 0.6%，预估 0.6%。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2504870

（2）美伊冲突—以色列官员称美以就打击伊朗预案进行磋商

财联社 10 月 16 日电，据以色列方面援引以色列安全官员消息称，以色列与西方情报显示伊朗正采取军事方面的“极端举措”，因此以色列总理内塔尼亚胡当天与美国国务卿卢比奥通电话，就对伊朗实施军事打击计划进行磋商。不过该消息称，以色列和美国的官员均表示，双方评估认为目前的态势发展尚未达到需要立即采取军事行动的程度。此前，美国总统特朗普曾表示不会在 11 月 3 日美国中期选举前攻击伊朗，内塔尼亚胡也称 10 月 27 日以色列议会选举前不会动手。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2506250

（3）人工智能—Anthropic 据悉第三季度营收跃升至 168 亿美元

财联社 10 月 15 日电，据报道， 知情人士透露，Anthropic PBC 告诉潜在投资者，其第三季度营收达到 168 亿美元。知情人士称，Anthropic 在旧金山总部举行的一场演示会上告诉投资者，第三季度按调整后口径实现盈利。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2505107

（4）PPI—美国 9 月 PPI 同比增长 6.3% 远超市场预期

财联社 10 月 15 日电，美国 9 月 PPI 同比增长 6.3%，预估 5.3%，前值 5.4%。美国 9 月 PPI 环比增长 1.3%，预估 0.6%。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2506064

（5）融资—Anthropic 据悉在最新一轮芯片融资交易中 向黑石集团提供两位数收益率

财联社 10 月 17 日电，据报道，Anthropic 正向黑石集团提供超过 10%的高收益率，以筹集资金支持其最新芯片交易。这笔规模达 600 亿美元的债务融资计划被称为“北极星项目”（Project North Star），将帮助 Anthropic 采购约 1.5 吉瓦由谷歌开发的定制半导体，即 TPU。预计这将成为迄今规模最大的芯片融资交易，也将成为检验投资者对人工智能相关债务需求的关键考验。知情人士透露，黑石旗下基金将投资 90 亿美元，购买以 Anthropic 未来五年芯片租赁付款为支持的债务，占总额约 180 亿美元次级贷款的一半。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2507395

（6）业绩—阿斯麦预计 2026 年营收 440 亿-450 亿欧元 毛利率 56%

财联社 10 月 14 日电，阿斯麦预计 2026 年营收为 440 亿至 450 亿欧元，此前市场预估为 436.47 亿欧元；预计 2026 年毛利率约为 56%，此前预期在 54%至 56%之间。

新闻来源： https://www.cls.cn/detail/2504279

（7）日本央行—日本央行据悉倾向于不在 10 月份进行连续加息

仅供内部参考，请勿外传

财联社 10 月 13 日电，知情人士称，日本央行官员倾向于本月不再加息，避免罕见的连续加息，但仍在考虑最早于 12 月再次采取行动的可能性。知情人士表示，在没有迹象显示通胀上行风险会突然加剧的情况下，日本央行官员认为没有太大必要连续加息。央行将转而仔细评估经济数据，以判断是否有必要最早在 12 月会议上再次加息。知情人士称，10 月 30 日会议的最终政策决定在最后一刻仍可能发生变化。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2503451

（8）韩股—韩国财政部：将密切监测股市波动是否蔓延至债券、外汇和货币市场

财联社 10 月 16 日电，韩国财政部发表声明称，将密切监测股市波动是否蔓延至债券、外汇和货币市场。政府及有关机构将加强股市监测，并严厉应对任何扰乱市场秩序的行为。声明称，强劲的经济增长预期、经常账户顺差以及企业盈利向好，意味着韩国股市基本面依然稳固。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2506369

（9）人工智能—Meta 发布开源 AI 模型 核心尖端技术仍保持闭源

财联社 10 月 16 日电，Meta 平台公司正开放其 Muse Spark 开源模型的权重文件，供开发者下载和二次修改，同时保留自身最先进的 AI 技术不予公开。Meta 首席 AI 官 Alexandr Wang 表示，公司原则上不会对最强性能的模型进行开源，但会持续向开发者社区开放性能稍低的模型版本。本次 Muse Spark Open 的发布，是 Meta 将 AI 领域投入转化为实际营收的举措之一，目前该模型已在亚马逊 SageMaker AI、谷歌云 Model Garden 等多个平台向开发者开放。

新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2506216

（10）量子计算—谷歌量子人工智能发布量子计算重大突破 Willow 芯片项目突破关键资源瓶颈

财联社 10 月 16 日电，谷歌量子人工智能发布量子计算重大突破，Willow 芯片项目突破关键资源瓶颈。谷歌周四介绍发表于《科学》的量子计算研究：团队在 Willow 处理器上验证“魔法态培育”技术，将相关量子态的错误率降至未经培育时的约 1/40，获得逻辑保真度达 99.99%的 T 态。该实验论文已于 2025 年 12 月以预印本形式公开，彼时已披露上述核心结果。该技术有望降低通用容错量子计算所需的资源开销，但仍需更大规模验证。

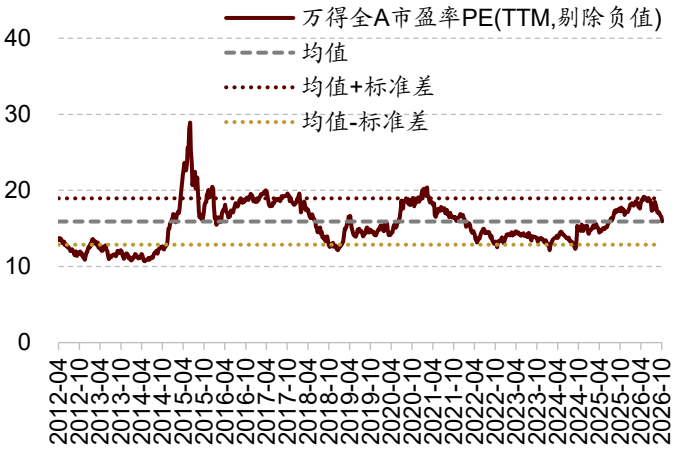
新闻来源：https://www.cls.cn/detail/2506227

仅供内部参考，请勿外传

数据·估值——整体 A 股估值水平下行

本周整体 A 股估值水平下行。截至 10 月 16 日收盘，万得全 A 指数 PE（TTM）为 15.9，处于历史估值水平（10 年以来）的 52.9%分位数。创业板指 PE（TTM）下行 2.6 至 28.1，处于历史估值水平的 8.4%分位数。代表大盘股的沪深 300 指数 PE（TTM）下行 0.1 至 12.3，处于历史估值水平的 56.1%分位数。代表中小盘股的中证 500 指数 PE（TTM）下行 1.6 至 23.7，处于历史估值水平的 40.7%分位数。

图 51：本周万得全 A 指数 PE（TTM）下行 0.6 至 15.9



资料来源：Wind、招商证券

图 52：本周创业板指 PE（TTM）下行 2.6 至 28.1



资料来源：Wind、招商证券

图 53：本周沪深 300 指数 PE（TTM）下行 0.1 至 12.3



资料来源：Wind、招商证券

图 54：本周中证 500 指数 PE（TTM）下行 1.6 至 23.7



资料来源：Wind、招商证券

在行业估值方面，本周指数估值大多下跌，其中，石油石化、食品饮料、煤炭涨幅居前，电子、建筑材料、机械设备跌幅居前。石油石化指数估值上涨 0.6 至 13.6，处于 49.3%历史分位（近十年，下同）；食品饮料指数估值上涨 0.5 至 20.4，处于 10.7%历史分位；煤炭指数估值上涨 0.3 至 17.2，处于 89.0%历史分位；电子指数估值下行 4.5 至 43.6，处于 67.1%历史分位；建筑材料指数估值下跌 2.4 至 28.3，处于 87.8%历史分位；机械设备指数估值下跌 2.5 至 32.0，处于 75.3%历史分位。截至 10 月 16 日收盘，一级行业估值排名前五的行业分别是电子、国防军工、计算机、机械设备、农林牧渔。

表 11：一级行业估值(PE、PB、PS)及对应分位数

	PE(TTM,剔除负值)		PB(LF,内地)		PS（TTM）	
	现值	分位数	现值	分位数	现值	分位数
农林牧渔	31.42	71.4%	2.38	10.1%	0.96	7.4%
基础化工	20.59	50.0%	1.99	37.1%	1.65	77.2%

仅供内部参考，请勿外传

钢铁	20.21	78.4%	0.95	25.2%	0.45	50.6%
有色金属	14.56	4.8%	2.63	51.2%	1.03	55.5%
电子	43.59	67.1%	5.16	91.9%	3.86	91.1%
汽车	21.16	42.0%	2.00	29.1%	0.91	26.8%
家用电器	14.79	22.7%	2.24	7.2%	1.15	36.7%
食品饮料	20.37	10.7%	3.37	3.9%	3.86	4.1%
纺织服饰	19.34	47.5%	1.70	21.9%	1.28	14.4%
轻工制造	21.10	23.6%	1.74	24.8%	1.42	10.7%
医药生物	27.62	33.4%	2.49	9.0%	2.54	26.2%
公用事业	19.96	64.1%	1.56	42.4%	1.79	75.9%
交通运输	14.49	39.1%	1.19	2.1%	0.65	23.0%
房地产	9.82	35.2%	0.80	21.1%	0.66	45.7%
商贸零售	20.42	28.3%	1.58	35.8%	0.63	39.3%
社会服务	28.51	17.6%	2.44	4.1%	2.08	3.5%
银行	7.61	97.8%	0.54	34.2%	2.82	97.4%
非银金融	7.38	0.0%	1.04	6.0%	1.62	23.8%
综合	62.28	90.9%	2.47	76.5%	1.89	64.3%
建筑材料	28.29	87.8%	1.41	24.8%	1.58	59.4%
建筑装饰	10.42	73.7%	0.69	3.1%	0.21	18.0%
电力设备	23.04	15.4%	2.41	34.2%	1.62	14.0%
机械设备	32.02	75.3%	2.80	70.8%	2.54	77.1%
国防军工	47.91	10.1%	2.98	40.5%	3.58	46.9%
计算机	38.10	14.4%	3.34	24.4%	2.68	13.3%
传媒	25.46	40.7%	2.56	54.9%	2.75	42.2%
通信	26.16	45.4%	4.80	91.7%	2.44	93.9%
煤炭	17.18	89.0%	1.57	81.9%	1.92	98.4%
石油石化	13.57	49.3%	1.39	54.4%	0.72	94.7%
环保	17.53	13.5%	1.47	17.6%	1.96	9.0%
美容护理	26.39	11.5%	2.39	1.5%	2.51	27.3%

资料来源：Wind，招商证券

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。