仅供内部参考，请勿外传

2026 年 10 月 17 日

AI 融资担忧集中计价，盈利和估值有望形成支撑

——投资策略周报

策略研究团队

韦冀星（分析师）
weijixing@kysec.cn
证书编号：S0790524030002

曹晋（分析师）
caojin1@kysec.cn
证书编号：S0790526070003

● **本周，科技板块拖累美股和亚洲市场**

本周（10.12-10.16），权益方面，美国和亚洲市场受科技拖累较为显著，欧洲市场逆势领涨。环比上周，A 股跌幅有所扩大，上证指数、深证成指、科创 50、创业板指分别录得涨跌幅为-2.56%、-6.64%、-6.77%、-8.90%。

宏观层面，受到美国 CPI 和 PPI 超预期冲击，对加息定价进一步诱发短期 AI 抛售压力。数据端，美国 9 月 CPI 同比上涨 3.7%，创近五个月以来最大涨幅，环比上涨 0.6%；美国 9 月 PPI 同比上涨 6.3%，创 2022 年 12 月以来最高水平。

● **美国通胀超预期，诱发对 AI 债务风险集中计价**

我们在 9 月 20 日《加息落地，权益定价或回归盈利预期》提及，美联储加息后的中性情形：中东局势仍以拉锯战形式持续，国际油价维持高位、但不进一步抬升，短期或对权益市场构成压制，但**盈利预期才是主导权益市场表现的核心因素。**结合近期全球市场表现来看，**未来 AI 需求和收入的增长能否匹配计算基础设施成为当前定价的核心矛盾。**而融资成本会推升 AI 企业基建项目融资难度，哪怕仅是资本支出延期，对亚洲供应商盈利预期与估值亦有压力。而 META、谷歌、亚马逊和甲骨文的经营性现金流覆盖资本开支的能力在持续减弱，2026 年均选择以债务融资方式缓解短期现金流压力。

我们认为，海外云厂商资本开支对 AI 供应商的影响已被较充分计价，悲观情绪或有缓和。创业板指 2010 年以来 PE 分位数下滑至 12.13%的极低位区间，上证指数和深证成指 2000 年以来 PE 分位数回落至 43.4%和 55.5%。

● **筹码集中度改善，但不急于左侧重仓**

从 A 股表现来看，筹码集中度较 7 月大幅改善，但并不等于增量资金已经回归。截至 10 月 16 日，A 股前 5%个股成交额集中度降至 41.01%。高交易集中带来的脆弱性正在改善，前期高度集中的成交资金有望向更多层级个股扩散，各类策略的有效性也在恢复——如小微盘、净利润断层、高自由现金流、高股息策略等。

我们认为，短期反抽随时可能出现，但不急于左侧重仓。有力度、可持续的强反弹仍需要新的理由和催化，虽然 AI 产业趋势仍在，科技中期逻辑没有发生破坏，但能够推动科技重新进入强 Beta 行情的新叙事暂未出现。因此，我们建议等待右侧信号：海外半导体止跌、A 股核心品种企稳、成交与赚钱效应持续改善。

● **投资建议——继续再平衡，提升内需权重**

短期看，拥挤度已经明显缓和，基准路径仍是“反弹—高波震荡”，继续把握赚钱效应扩散带来的再平衡机会。配置上：（1）继续重点推荐小微盘，关注中证 2000 和万得微盘股；（2）科技当前具备较好的反弹土壤，坚持“大切中小、重视上游、国产>海外”；（3）行业再平衡继续重点推荐有色、化工、医药、农业、造船，同时提升地产及地产消费链的关注度；（4）银行、公用事业、电力等高股息方向继续具备组合配置价值。中期看，牛市逻辑尚未破坏，但需要适度降低斜率预期，继续寻找“科技内部二次点火+内需政策抬升+低位行业基本面改善”的交集。

● **风险提示：**宏观政策超预期变动；地缘风险超预期升级；历史不代表未来。

相关研究报告

《国庆两周机构关注度环比回升：农林牧渔、轻工制造—机构调研周跟踪》-2026.10.13

《盈利斜率放缓，政策接力渐近—投资策略周报》-2026.10.6

《开源金股，10 月推荐—投资策略专题》-2026.9.29

仅供内部参考，请勿外传

目　录

1、 本周，科技板块拖累美股和亚洲市场 3
2、 美国通胀超预期，诱发对 AI 债务风险集中计价 4
3、 筹码集中度改善，但不急于左侧重仓 5
4、 投资建议：继续再平衡，提升内需权重 6
5、 风险提示 7

图表目录

图 1： 本周（10.12-10.16），A 股跑输全球权益市场，欧洲股市逆势收涨 3
图 2： 本周，多数行业显著回调，仅食品饮料和银行逆势录得正收益 3
图 3： 美国头部云厂商应对资本开支的现金流压力上升 4
图 4： 2026 年，META、谷歌、亚马逊和甲骨文通过债务融资缓解现金流压力 5
图 5： A 股估值分位数显著回落 5
图 6： 交易拥挤度较前期进一步回落 6

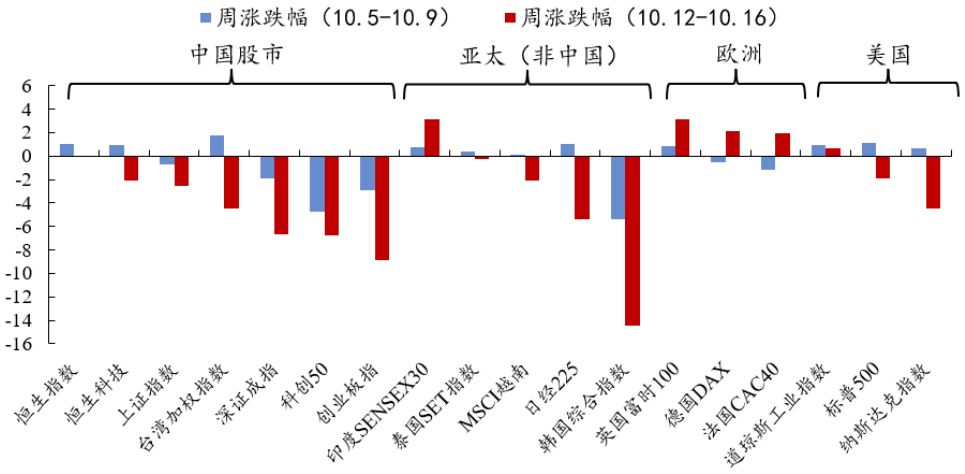
仅供内部参考，请勿外传

1、 本周，科技板块拖累美股和亚洲市场

本周（10.12-10.16），权益方面，美国和亚洲市场受科技拖累较为显著，欧洲市场逆势领涨。环比上周，A 股跌幅有所扩大，上证指数、深证成指、科创 50、创业板指分别录得涨跌幅为-2.56%、-6.64%、-6.77%、-8.90%。

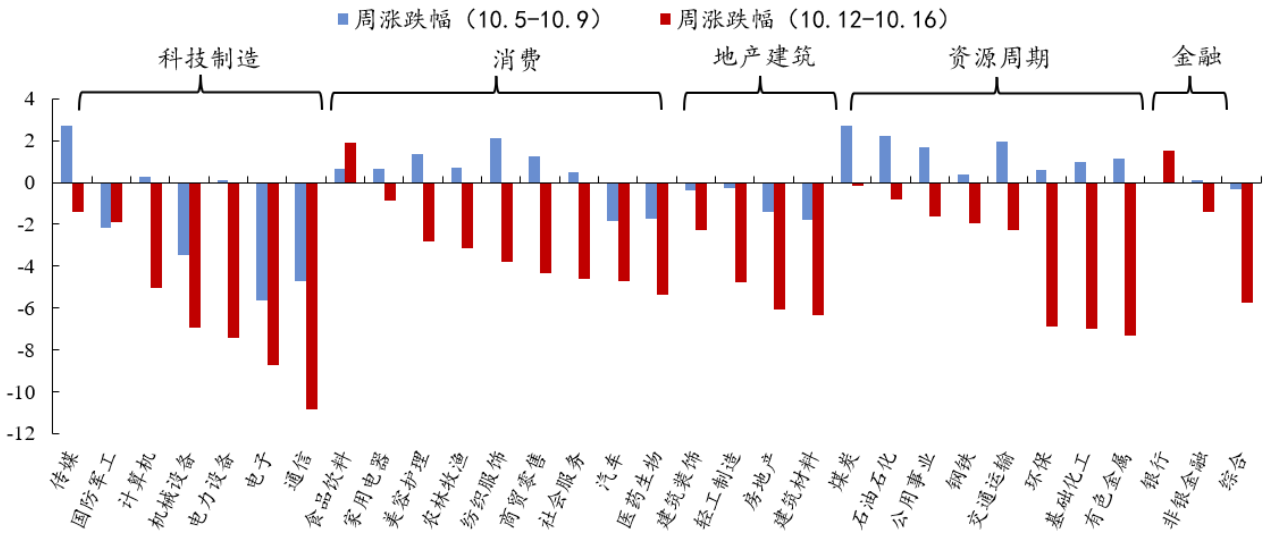
宏观层面，受到美国 CPI 和 PPI 超预期冲击，对加息定价进一步诱发短期 AI 抛售压力。数据端，美国 9 月 CPI 同比上涨 3.7%，创近五个月以来最大涨幅，环比上涨 0.6%；核心 CPI 同比上涨 2.6%，创近四个月以来最大涨幅，核心 CPI 环比 0.3%；美国 9 月 PPI 同比上涨 6.3%，创 2022 年 12 月以来最高水平；PPI 环比上涨 1.3%，为 2022 年 3 月以来最大涨幅。

图1：本周（10.12-10.16），A 股跑输全球权益市场，欧洲股市逆势收涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周，多数行业显著回调，仅食品饮料和银行逆势录得正收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2、 美国通胀超预期，诱发对 AI 债务风险集中计价

我们在 9 月 20 日《加息落地，权益定价或回归盈利预期》中提及，美联储加息后大类资产定价的中性情形：中东局势仍以拉锯战形式持续，国际油价维持高位、但不进一步抬升，短期或对权益市场构成压制，**但盈利预期才是主导权益市场表现的核心因素。**

从结构来看，本周道琼斯工业指数收涨、欧洲股市走强、短期美债收益率冲高后回落，**反映美国通胀超预期对美联储加息节奏的担忧并未进一步加剧，但未来 AI 需求和收入的增长能否匹配计算基础设施成为当前定价的核心矛盾：**

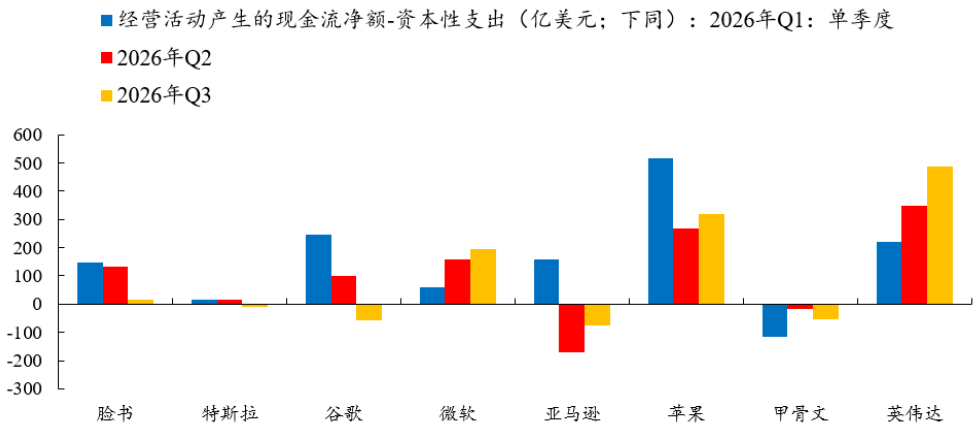
其一是业绩兑现，对 Anthropic 年化收入或未匹配其估值隐含的乐观预期；其二是长鑫存储宣布 4F²DRAM 架构研发取得关键进展，相关产品预计于年底推出，令海外存储龙头的长期稀缺性受到质疑；其三，CoreWeave 负债率压力，让市场重新打量 AI 巨额投入的回报。

对于上游供应商而言，融资成本会推升 AI 企业基建项目融资难度，推迟资本支出，哪怕仅仅是延期，也会下调亚洲供应商盈利预期与估值：

结合头部云厂商的现金流来看，META、谷歌、亚马逊和甲骨文的经营性现金流覆盖资本开支的能力在持续减弱，需转向外部融资。事实上，以上 4 家云厂商在 2026 年均选择以债务融资方式缓解短期现金流压力。

我们认为，结合 A 股估值水平来看，海外云厂商资本开支对 AI 硬件供应商的影响已被较充分计价。创业板指 2010 年以来的 PE 分位数已下滑至 12.13%的极低位区间，上证指数和深证成指 2010 年以来的 PE 分位数分别回落至 43.4%和 55.5%。

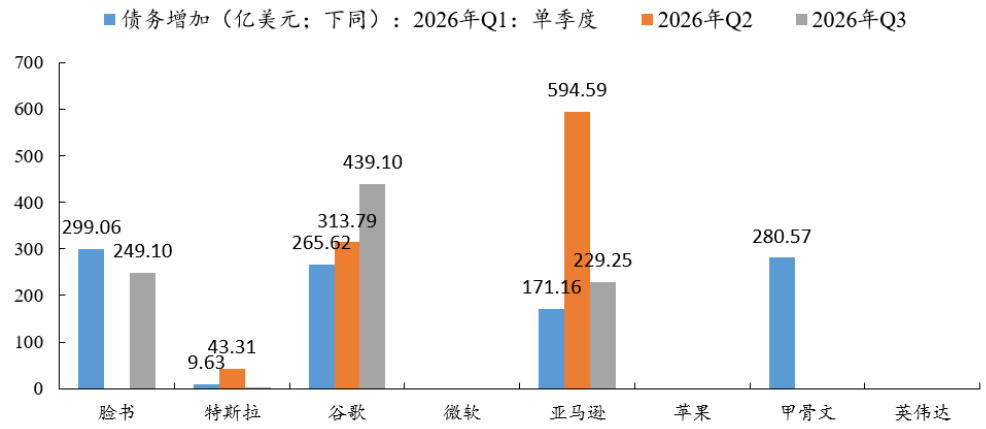
图3：美国头部云厂商应对资本开支的现金流压力上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图4：2026 年，META、谷歌、亚马逊和甲骨文通过债务融资缓解现金流压力



数据来源：Wind、开源证券研究所（微软、苹果和英伟达未进行债务融资）

图5：A 股估值分位数显著回落



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2026 年 10 月 18 日）

3、 筹码集中度改善，但不急于左侧重仓

一方面，筹码集中度较 7 月大幅改善。截至 10 月 16 日，A 股前 5%个股成交额集中度降至 41.01%，较前期峰值 49.63%大幅回落。高交易集中带来的筹码脆弱性正在改善，前期高度集中的成交资金逐步向更多层级个股扩散，各类策略的有效性也在恢复——如小微盘、净利润断层、高自由现金流、高股息策略等。

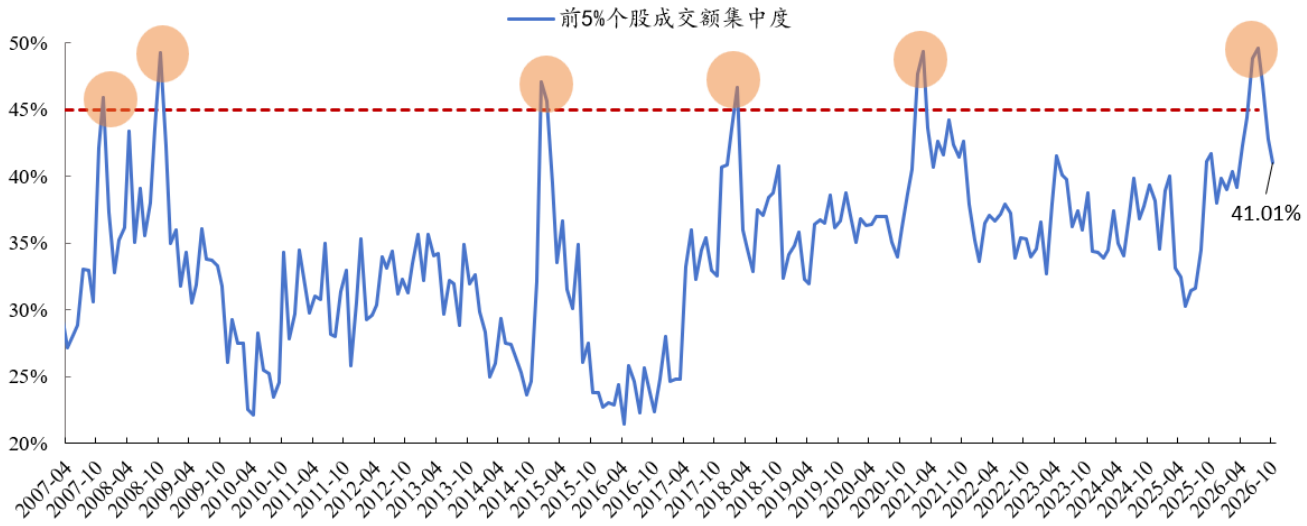
另一方面，拥挤度改善并不等于增量资金已经回归。随着拥挤度下降，市场下行时的筹码压力明显减轻、估值压力也有所缓和，反弹条件已经较 7-8 月改善；而在新强叙事出现以前，市场的上涨斜率仍可能受到约束。

我们认为，短期反抽随时可能出现，但不急于左侧重仓。有力度、可持续的强

仅供内部参考，请勿外传

反弹仍需要新的理由和催化，虽然 AI 产业趋势仍在，科技中期逻辑没有发生破坏，但能够推动科技重新进入强 Beta 行情的新叙事暂未出现。因此，我们建议等待右侧信号：海外半导体止跌、A 股核心品种企稳、成交与赚钱效应持续改善。

图6：交易拥挤度较前期进一步回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 投资建议：继续再平衡，提升内需权重

短期看，拥挤度已经明显缓和，市场微观结构较 7-8 月改善，基准路径仍是“反弹—高波震荡”，继续把握赚钱效应扩散带来的再平衡机会。相比节前，海外科技波动加剧，同时盈利斜率放缓后稳内需政策的重要性上升，因此配置上应更加均衡。

再平衡方向：（1）继续重点推荐小微盘。拥挤交易逐步松动后，小微盘仍是资金扩散的重要受益方向，同时能够兼顾未来科技主线重新强化后的产业景气机会，继续重点关注中证 2000 和万得微盘股。

（2）科技当前具备较好的反弹土壤。继续坚持“大切中小、重视上游、国产>海外”。海外 AI 硬件重新走强、近端加息预期降温，科技反弹的外部环境较节前改善；但新的强叙事尚未形成，因此仍更看好中小市值、产业链上游以及国产替代方向，而非重新集中于少数大市值科技资产。

（3）行业再平衡继续重点推荐有色、化工、医药、农业、造船。有色、化工继续受益于 PPI 改善及供需格局变化；医药、农业兼具低位、内需和基本面改善弹性；造船继续受益于较强的产业景气和订单周期。与此同时，随着稳内需政策权重提升，地产及地产消费链的重要性也较此前上升，地产内部更建议关注行业出清后集中度提升逻辑明确的龙头。

（4）高股息仍具备组合配置价值。银行、公用事业、电力等稳定类资产在高波动环境下仍具有较好的风险收益比，“优化的高股息”依然适合作为组合底仓，但现阶段弹性相对有限。

仅供内部参考，请勿外传

中期看，牛市逻辑尚未破坏，但需要适度降低斜率预期。盈利仍处于较高增速区间，但现实二阶导已经开始放缓，后续行情能否进一步打开空间，越来越依赖内需改善以及新的产业叙事出现。因此，下一阶段收益来源或更多从单一 Beta 转向行业内部和风格之间的再平衡。配置上，继续寻找“科技内部二次点火+内需政策抬升+低位行业基本面改善”的交集。

5、 风险提示

宏观政策超预期变动；地缘风险超预期升级；历史不代表未来。

仅供内部参考，请勿外传

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

仅供内部参考，请勿外传

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn