下载日志已记录，仅供内部参考

策略季报

秋色渐浓再登高——2026年四季度股市展望

核心观点

核心结论：①三季度A股震荡调整，交易情绪明显降温，科技成长回撤，资源红利和消费相对占优，行业和风格出现再平衡。②牛市正处第三阶段，盈利修复与资金入市提供支撑，内需政策加码叠加海外紧缩压力缓和，四季度收官行情可期。③科技仍是行情主线，布局AI应用端扩散及硬件M顶第二波机会，重视资源类红利，以及地产等低估补涨机会。

市场定位：牛市正处第三阶段。三季度A股震荡调整，行业和风格出现再平衡。科创50、创业板指分别下跌30.7%、27.8%，弱于中证1000和沪深300，大盘蓝筹相对抗跌；行业领涨方向由AI硬件转向资源红利，煤炭（19.3%）、石油石化（15.3%）领涨，电子（-32.6%）、通信（-28.7%）跌幅居前。交易情绪明显降温，全A周度年化换手率约321%、较前一周373%回落；全部A股PE（TTM）约21倍、处2005年来66%分位，风险溢价约3.08%、高于历史均值2.04%，估值仍处中枢附近。牛市正处第三阶段，25年全A归母净利同比仅2.0%、剔除金融为负增长，26H1回升至15.9%、15.1%，利润改善广度由38%升至46%。

四季度展望：A股收官行情可期。国内维度看，政策加码推动基本面扩散修复，险资和居民资金入市仍有空间。9月PMI录得50.1%、回升至扩张区间，26Q2全部A股ROE自22年以来首次回升；9月28日国常会强调加大宏观政策逆周期调节力度，29日三部门发文对个人住房贷款贴息。资金面上，上半年银证转账、私募分别流入约1.2万亿元、8000亿元，居民资金入市或已处中后期、公募渠道尚有空间，险企新规要求国有险企年新增保费的30%配置权益资产。海外维度看，全球流动性环境后续或不再恶化，三季度制约A股的外部扰动源于地缘冲突和流动性紧缩预期，10年美债利率一度突破5.3%，9月美国非农不及预期、市场预期10月FOMC不加息概率接近8成，9月中旬以来WTI油价自106美元回落至90美元。科技望迎来M顶第二波上涨，历史上高景气行业顶部呈M型，一顶到低点平均跌幅约40%、回撤约4个月；9月中旬以来流动性改善、情绪和筹码出清、产业新叙事共振下，科技第二波启动条件已逐渐具备。

行业配置：科技仍有第二波机会。AI科技依然是行业主线，重视应用端扩散。海外北美云厂商26Q2四大CSP资本开支同比增长87%、全年指引上调至超7300亿美元，云业务收入增速达38.5%；国内华为发布昇腾960超节点、阿里发布自研AI芯片真武V900，算力硬件有望迎来M顶第二波行情。AI行情还有望向应用端扩散，参考12-15年移动互联由硬件向软件内容扩散的经验，消费电子、具身智能等端侧场景成长空间较大。长线资金加速入市叠加资源品价格中枢抬升，重视资源类红利，截至26/9/30中证红利相对万得全A的PE为0.41、股息率4.2%；若五大上市险企落实30%入市目标，Q3-Q4增量入市或超2000亿元，重视有色、煤炭、公用事业等。此外地产及内需板块估值与机构配置处于低位，政策加力下或有望补涨。

风险提示：国内经济修复出现波动；海外货币政策超预期紧缩。

策略研究·策略深度

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

证券分析师：杨锦
021-61761017
yangjin1@guosen.com.cn
S0980526020001

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

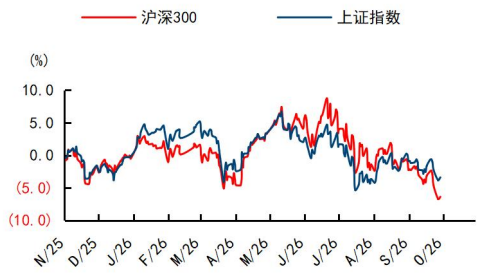
证券分析师：刘颖
021-60933170
liuying25@guosen.com.cn
S0980526040001

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(%)	7948.79/-7.77
创业板/月涨跌幅(%)	3135.28/-8.44
AH股价差指数	126.77
A股总/流通市值（万亿元）	136.47/121.64

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

《策略半年报-牛市轮涨——下半年A股行业配置展望》——2026-06-20
《AI赋能资产配置（三十四）——首发：AI+多资产泛量化系列指数》——2026-01-12
《资配跨年展望(三)-龙头科技，强者恒强》——2025-12-31
《资本周期系列-从业绩变脸到价值修复》——2025-12-30
《资配跨年展望(二)-大国出海下的“新核心资产”》——2025-12-25

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 市场定位：牛市正处第三阶段 4
2. 四季度展望：A 股收官行情可期 7
3. 行业配置：科技仍有第二波机会 11
风险提示 14



下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图1： 26Q3 大盘蓝筹相对韧性 4
图2： 26Q3 资源红利板块领涨 4
图3： 26Q3 A 股结构行情分化度下降 5
图4： 26Q3 科技板块成交额占比有所回落 5
图5： A 股换手率回落至历史中位附近 5
图6： 全 A 成交额明显萎缩 5
图7： A 股估值相较前期高点仍有距离 6
图8： A 股风险偏好相较前期高点仍有距离 6
图9： 26H1 全 A 利润明显增长 6
图10： A 股利润改善出现扩散 6
图11： 当前与 1999 年行情对比：可能处于 5 浪上涨初期 7
图12： 26Q2 A 股 ROE 自 22 年以来首次回升 8
图13： 9 月 PMI 重返扩张区间 8
图14： 今年以来散户资金、私募、险资、外资等入市较多 8
图15： 借鉴历史经验看本轮牛市的居民资金入市进程 9
图16： 9 月中旬后油价有所回落 10
图17： 市场预期 10 月 FOMC 会议不加息概率接近 8 成 10
图18： 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 11
图19： 高景气行业 M 顶区域换手率变化 11
图20： 市场环境和产业叙事共同影响二顶的修复高度 11
图21： 北美云厂 26Q2 资本开支增速继续高增 12
图22： 云厂商云业务收入增速继续高速增长 12
图25： 红利板块目前性价比仍较高 13
图26： 四季度险资对红利或仍有增配需求 14
图27： 2022 年以来全球矿产勘察投入持续收缩 14
图28： AI 算力、能源转型等新兴需求快速增长 14
图29： 房地产行业估值和基金超配比例均处历史低位 14

下载日志已记录，仅供内部参考

我们在中期策略报告《牛市轮涨——下半年 A 股行业配置展望-20260620》中指出，A 股在下半年有望出现热点扩散、行业轮涨。回看三季度，上半年极致分化的行情已出现再平衡，前期跑输的传统板块重新跑出正收益。但三季度 A 股行情、情绪持续低迷，投资者对目前市场所处阶段仍有疑问，牛市是否还存在？我们认为，本轮 A 股牛市正处在最后一个阶段，后市仍有行情演绎的空间，市场有望用泛红的秋色迎接四季度。

1. 市场定位：牛市正处第三阶段

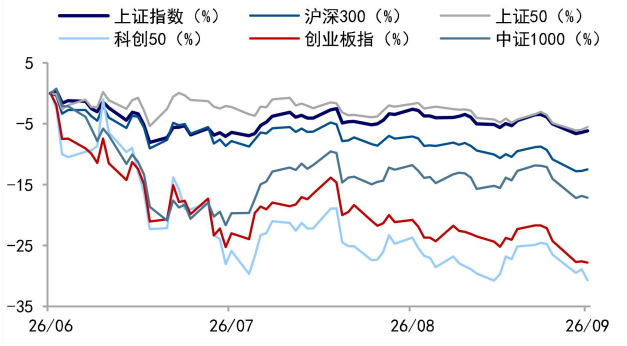
三季度 A 股行情回顾：市场震荡调整，行业和风格出现再平衡。回顾三季度，前期表现强势的科创领域调整明显，科创 50、创业板指分别下跌 30.7%、27.8%（截至 9/30，三季度累计涨跌幅，下同），弱于中证 1000（-17.2%）、沪深 300（-12.5%）、上证指数（-6.2%）和上证 50（-5.6%）。

分阶段来看，7 月科创调整明显，科创 50、创业板指分别下跌 25.9%、23.0%；8 月市场有所修复，中证 1000 上涨 9.8%，上证指数上涨 4.0%，科创 50、创业板指分别上涨 3.0%、2.8%；9 月市场再度回落，科创 50、创业板指分别下跌 9.2%、8.8%。总体而言，大盘蓝筹在本轮 A 股调整中相对抗跌，上半年表现亮眼的科技板块则整体明显回撤。

结构上，行业领涨方向由 AI 硬件转向资源红利板块。三季度煤炭（19.3%）、石油石化（15.3%）、农林牧渔（15.1%）和银行（14.6%）领涨，电子（-32.6%）、通信（-28.7%）、建筑材料（-26.1%）和电力设备（-23.7%）跌幅居前。

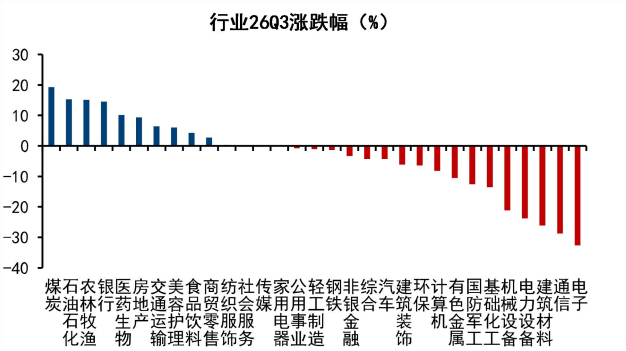
若从行业分化度看，以申万二级行业收益率的标准差来衡量，A 股行业分化情况由 6 月底的 28.8%降至 8 月初的 7.5%，9 月底回升至 13.6%，仍低于历史均值加一倍标准差，较二季度末明显收敛。与此同时，TMT 成交额占比由 7 月 10 日的 48.2%回落至 9 月底的 40.1%，表明前期热门科技板块交易集中度从高位有所下降。

图1：26Q3 大盘蓝筹相对韧性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

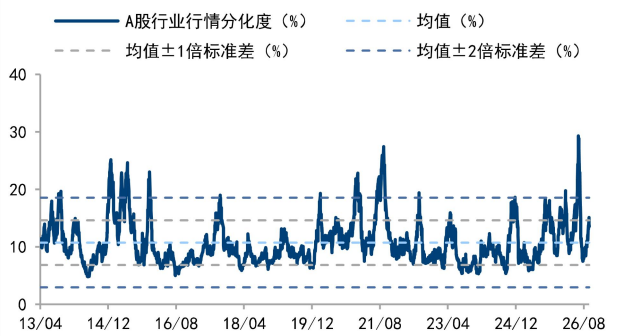
图2：26Q3 资源红利板块领涨



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

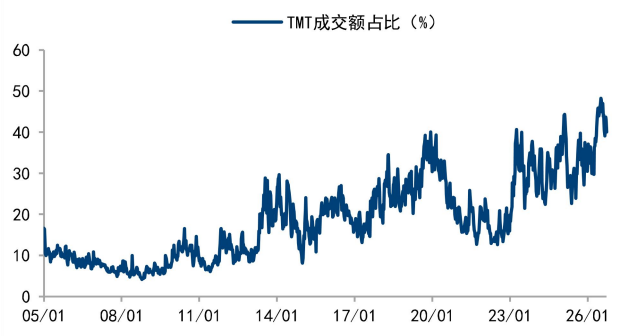
下载日志已记录，仅供内部参考

图3：26Q3 A 股结构行情分化度下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：26Q3 科技板块成交额占比有所回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市场位置与情绪：交易热度回落，估值性价比尚处历史中位。交易情绪已从前期高位降温，截至 9 月 30 日，全 A 周度年化换手率约为 321%，较前一周约 373%回落，处于 2005 年以来由低到高约 59%分位；从日频成交看，目前全 A 成交额 5 日滚动均值约为 1.6 万亿元，较前期 6 月高点的 3.4 万亿元缩减约一半规模，创近一年新低。A 股换手率与成交额均明显回落，显示交易热度已有收敛。

从估值性价比角度看，截至 9 月 30 日，全部 A 股 PE（TTM）约为 21 倍，等同于 2005 年来历史均值的 21 倍，处在 2005 年来历史上从低到高约 66%的分位；风险溢价约为 3.08%，高于 2005 年以来的历史均值 2.04%，处于 2005 年以来从高到低约 30%的历史分位。总体来说，A 股的估值和风险偏好自 24 年低点起明显抬升，但对比历史看仍仅处于中枢位置附近。

图5：A 股换手率回落至历史中位附近



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：全 A 成交额明显萎缩



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

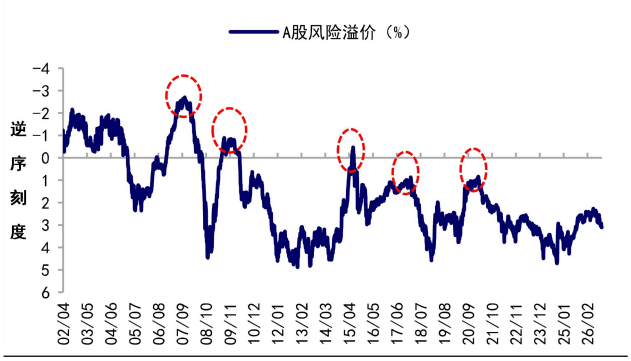
下载日志已记录，仅供内部参考

图7：A 股估值相较前期高点仍有距离



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：A 股风险偏好相较前期高点仍有距离



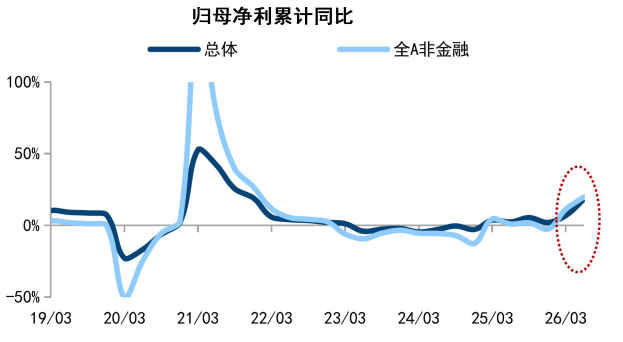
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市场周期定位：牛市正处在第三阶段。7 月调整以来部分投资者的牛市信念有所动摇，我们认为当前牛市仍未结束，三季度的行情波动属于属于牛市中后期的正常调整。我们在《牛市第三阶段的新叙事-20260814》等近期多篇报告中指出，牛市有自身的周期规律，可以划分为孕育期、爆发期和泡沫期三个阶段，驱动力分别为政策发力、盈利改善、资金进场。对应到本轮牛市来看，24 年 924 政策发力开启牛市一阶段。25Q2 开始牛市二阶段，期间 A 股净利润同比转正，盈利改善逐渐发力。

站在当前时点看，企业盈利增速继续修复，25 年全 A 归母净利同比增速仅为 2.0%，剔除金融是负增长，而 26 年上半年分别回升至 15.9%、15.1%。与此同时，基本面改善的广度也在扩大，以申万二级行业中净利同比增速超过 10%的行业占比来衡量，全 A 利润改善的广度由 25Q4 的 38%提升至 26Q2 的 46%。盈利修复叠加居民资金入市进程持续，A 股牛市正处在第三阶段。

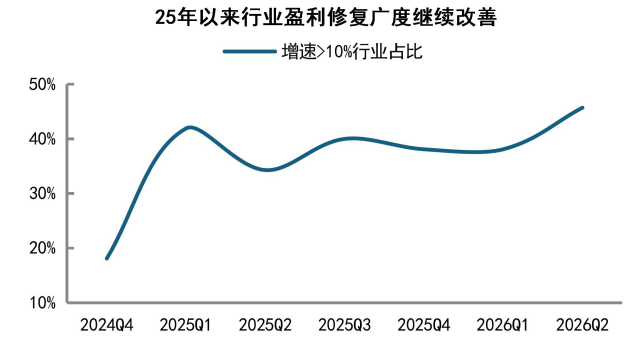
我们一直将始于 24 年 924 的行情类比 99 年 519 行情，大背景是经济都处于新旧动能切换的转型期。对比市场运行节奏，现在类似 2001 年 2 月底。从波浪理论分析，目前处于 4 浪调整低点和 5 浪上涨初期阶段。

图9：26H1 全 A 利润明显增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

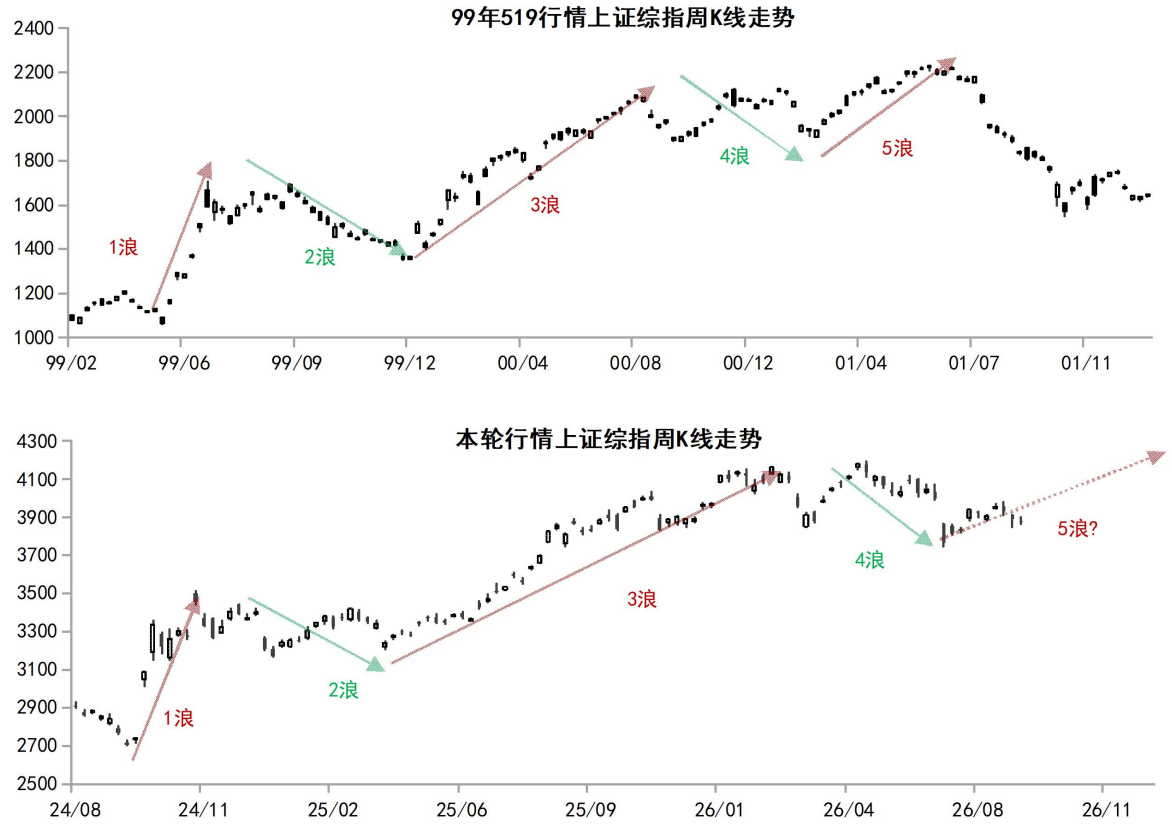
图10：A 股利润改善出现扩散



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

图11：当前与 1999 年行情对比：可能处于 5 浪上涨初期



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2. 四季度展望：A 股收官行情可期

如前文所述，经历三季度的震荡回调后，我们认为本轮牛市未结束、仍有演绎空间。展望四季度，海内外多重积极因素下 A 股市场有望迎来修复窗口期，收官行情可期。

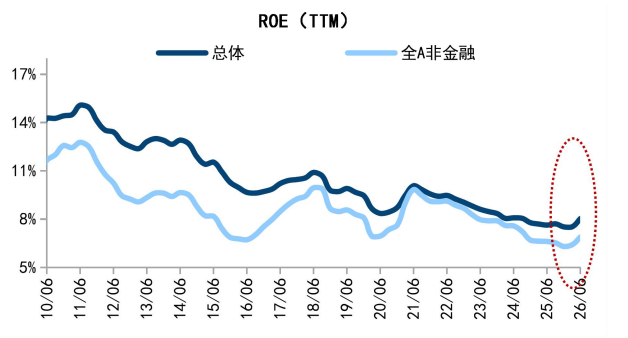
国内维度看，政策加码推动基本面扩散修复，险资和居民资金入市仍有空间。基本面方面，当前宏观基本面表现尚可，9 月 PMI 数据录得 50.1%，回升至扩张区间；同时年内来看 A 股微观企业盈利修复进程继续，26Q2 全部 A 股 ROE（TTM）自 22 年以来首次出现回升。但掣肘宏微观基本面进一步修复的重要因素，依然是新老经济存在 K 型分化。展望四季度，国内政策望进一步发力加码，9 月 28 日国常会强调要“加大宏观政策逆周期调节力度”、“推出一批务实管用的增量政策”，29 日央行等三部门联合发文，中央财政首次对商业性个人住房贷款进行贴息。我们认为四季度内需增量政策仍有加码空间，有望支撑宏微观基本面扩散式修复。

股市资金面方面，今年以来活跃资金入市规模较为可观，上半年银证转账、私募分别流入约 1.2 万亿元、8000 亿元，此外险资、外资等配置型资金同样是入市主力，但公募端资金入市存在波折。展望四季度，增量资金仍有期待，一方面，我们曾在《《6 张图看居民资金入市：到哪一步了？-20260527》等报告中提到，本轮居民资金入市进程或已处中后期，通过公募基金渠道间接入市的角度看资金入市尚有空间，未来若市场风险偏好修复相关资金有望跟上；另一方面，受益于今

下载日志已记录，仅供内部参考

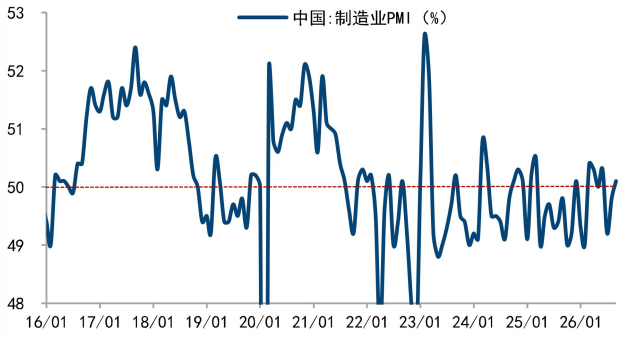
年险企保费收入增长，以及险企新规要求上市国有险企年新增保费的 30%配置权益资产，在国内无风险利率下行的背景下，险资亦有入市空间。

图12：26Q2 A 股 ROE 自 22 年以来首次回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13：9 月 PMI 重返扩张区间



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

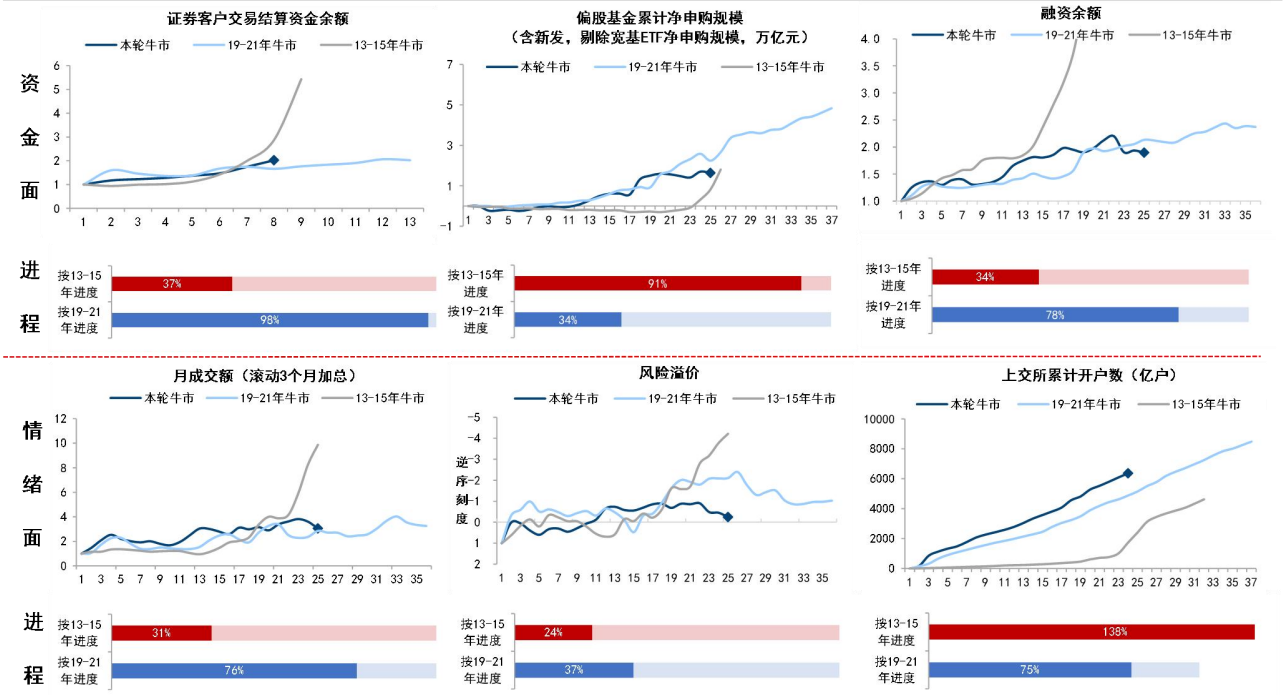
图14：今年以来散户资金、私募、险资、外资等入市较多

资金类型		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
资金流入	银证转账	26887	-129	213	-1221	3621	3600	3750	-2050	-700	7850	6600	12100
	融资	1540	-2356	860	-2726	2565	4765	2300	-2675	1348	2748	6700	1113
	主动偏股公募	3814	873	-1861	-564	788	13036	15329	1415	-2623	-3360	-2599	721
	固收+	118	63	-57	-12	109	273	789	44	-63	-277	1176	902
	ETF	9	155	112	1223	1123	699	1819	2146	3193	7208	2042	-5453
	私募	5303	6364	1313	-9052	9112	12927	16339	-2380	-465	-3856	11435	7673
	资管类机构（专户、银行理财、券商资管、信托等）	15263	-6071	9756	-12629	954	492	-3562	-2438	-2233	548	765	7
	险资（含商业保险、三大支柱）	4177	1403	-20	2870	3329	4343	441	3151	2799	1061	9372	4795
	外资	278	910	2996	4413	5276	3134	6483	1350	656	-960	-1229	3077
	分红	2196	2663	3069	3764	4360	5293	6188	7423	7705	9014	9396	4841
	回购	33	54	55	306	622	396	790	647	619	1155	922	655
	累计	**59618**	**3928**	**16435**	**-13628**	**31860**	**48958**	**50667**	**6632**	**10234**	**21132**	**44580**	**30430**
资金流出	IPO	1576	1496	2301	1378	2532	4700	5392	5869	3565	674	1318	1903
	再融资	8042	10586	7725	3124	6654	7743	8843	7931	5177	1542	2214	2327
	产业资本减持	1949	466	223	831	2759	5959	5451	4032	3177	568	3387	2990
	交易费印花税	6219	3280	3014	2557	3294	5186	6614	5825	4937	3874	5930	5791
	累计	**17787**	**15827**	**13264**	**7890**	**15240**	**23587**	**26300**	**23657**	**16856**	**6657**	**12850**	**13011**
资金净流入		**41831**	**-11899**	**3171**	**-21518**	**16620**	**25371**	**24366**	**-17025**	**-6622**	**14474**	**31730**	**17419**

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，注：融资、主动偏股公募、ETF、回购及资金流出项数据截至 26 年 8 月，其余资金截至今年上半年

下载日志已记录，仅供内部参考

图15：借鉴历史经验看本轮牛市的居民资金入市进程



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：1、除上交所累计开户数、偏股基金累计净申购规模的图为绝对值外，其余图均以牛市起点值为 1；2、下方进度条代表本轮牛市中不同指标最新值相较历史两轮牛市极值的比例。

海外维度看，全球流动性环境后续或不再恶化。回顾三季度，制约 A 股修复行情的外部扰动源于地缘冲突以及全球流动性紧缩预期，10 月 1 日 10 年美国国债利率一度突破 5.3%，创 2002 年以来新高。但近期海外流动性改善的信号在不断增加，一方面，9 月美国非农就业人数新增 2.9 万人，不及 9 万人的市场预期，同时失业率为 4.2%，也略高于 4.1%的市场预期，加息概率较此前已有显著降温，当前市场预期 10 月 FOMC 会议不加息概率接近 8 成；另一方面，9 月 28 日美伊双方开启新一轮间接谈判，此外近期法国也提议欧盟和 IEA 成员国启动新一轮柴油、原油储备释放，9 月中旬以来 WTI 原油价格已自最高 106 美元/桶回落至近期低位 90 美元/桶。从 10 月以来海外权益资产表现看，股票市场对流动性环境紧缩的定价正在边际放缓，10/2 非农数据公布后纳指收涨 1.2%，盘中最高达 27353.7 点，再创历史新高。

往后看，考虑到美国中期选举逐渐临近，能源价格高企使得国内政治压力较大，或对美伊冲突持续性形成掣肘，美方存在尽快结束冲突的需求，叠加伊朗也会从自身经济状况、国际外交支持等因素来重新评估继续对抗的成本与收益，故中东地缘冲突在中长期持续的可能性较低，我们认为在四季度前后有望看到结束的窗口。

下载日志已记录，仅供内部参考

图16：9 月中旬后油价有所回落



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图17：市场预期 10 月 FOMC 会议不加息概率接近 8 成

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
10/28/2026	77.9%	22.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
12/9/2026	14.8%	67.3%	17.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1/27/2027	9.0%	46.8%	37.2%	7.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3/17/2027	2.4%	19.1%	44.2%	29.1%	5.1%	0.0%	0.0%	0.0%
4/28/2027	1.4%	12.3%	34.0%	35.3%	14.9%	2.1%	0.0%	0.0%
6/9/2027	0.8%	7.3%	24.0%	34.7%	24.3%	8.0%	1.0%	0.0%
7/28/2027	0.6%	6.1%	21.0%	32.8%	26.2%	10.9%	2.2%	0.2%
9/15/2027	0.5%	5.2%	18.4%	30.7%	27.3%	13.6%	3.7%	0.5%
10/27/2027	0.5%	5.0%	17.8%	30.2%	27.5%	14.2%	4.2%	0.7%
12/8/2027	0.9%	6.0%	18.8%	29.9%	26.4%	13.4%	3.9%	0.6%

资料来源：CME Fedwatch，国信证券经济研究所整理

除前述宏观因素之外，本轮 24/9/24 以来的牛市是由 AI 产业驱动的科技牛，故科技板块的四季度表现是影响 A 股收官行情的核心变量。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。近期的积极信号显示科技第二波行情呼之欲出，望支撑市场上扬。

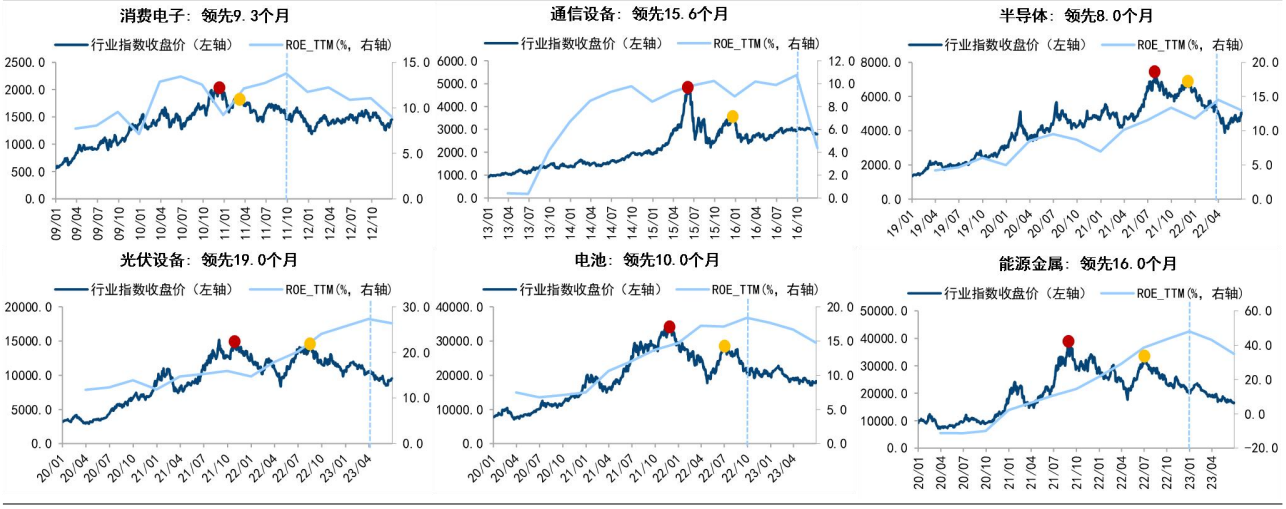
科技望迎来 M 顶第二波上涨，支撑市场上扬。我们曾在《再议科技 M 顶：科技第二波何时来？-20260808》、《美债扰动后，科技如何再起航？-20260822》等报告中多次提到，历史上高景气行业顶部往往呈现 M 型，在一顶到低点的一轮回撤中，平均跌幅约 40%、平均回撤时长约 4 个月、成交额占比和换手率降幅均值近 40%，后续还需要出现政策紧缩预期回落，或是前期产业担忧消除、新需求出现推动预期上修，才会真正启动第二波行情。此外，借鉴历史高景气行业经验，前期跌得越深，低点后的第二波反弹通常越剧烈，同时当市场处在高风偏环境中，或产业出现新的较强叙事催化，行业的次高可以达到较高水平。

站在当前时点看，我们认为科技行业正处于第一个顶点到低点的回撤中，9 月中旬以来，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，科技板块第二波行情的启动条件已逐渐具备。后续需要重点关注的变量主要为流动性环境和产业景气验证，近期流动性紧缩压力已有所缓解，叠加海外科技公司相继发布新模型，可见假期前后科技板块的积极信号正在涌现。

整体来看，随着本轮 A 股牛市进入第三阶段，加上国内外利好因素共振，科技的第二波上涨有望带动市场重新上扬，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，反弹空间或更可观。往更长期看，我国产业升级持续演进，新旧动能转换成功有望发生在“十五五”期间，这将带来 A 股 ROE 水平的系统性抬升，基本面的整体性修复将支撑更为全面性的牛市开启。

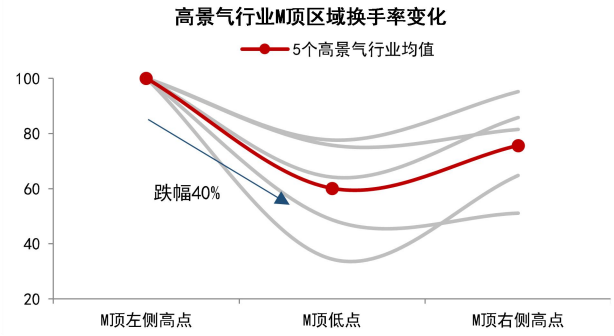
下载日志已记录，仅供内部参考

图18：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



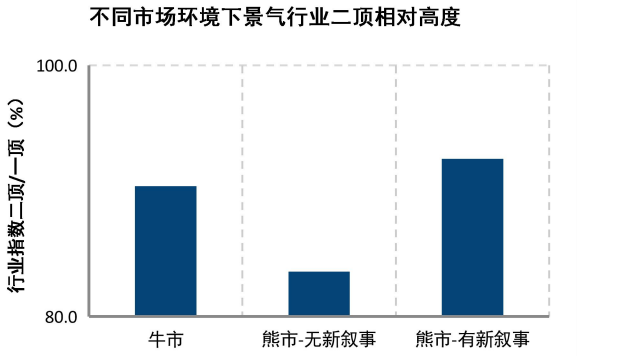
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，注：红色点为 M 顶绝对高点，橙色色点为 M 顶次高点。

图19：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

图20：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

3. 行业配置：科技仍有第二波机会

当前政策环境仍宽松，宏微观基本面渐次修复，居民资金入市趋势加速，A 股牛市有望逐渐步入第三阶段。结构上，基本面存在相对优势的科技成长依然是股市主线。并且随着牛市步入中后期，行业结构也有望逐渐扩散，还可重视科技中的 AI 应用、资源类红利，以及地产消费。

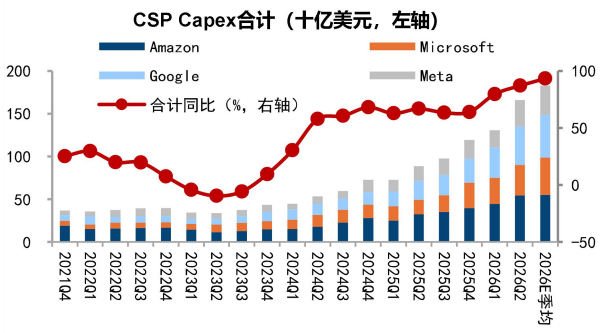
AI 科技依然是行业主线，重视 AI 应用端扩散。AI 产业趋势延续，算力链景气继续向上，国产替代成长空间进一步打开。海外方面，北美云厂商资本开支持续高增，26Q2 四大 CSP 资本开支同比增长 87%，2026 年全年资本开支指引上调至超 7300 亿美元；与此同时，谷歌、亚马逊和微软 26Q2 云业务收入增速达 38.5%，较 Q1 的 33.6%进一步抬升，需求增长为持续投入提供支撑。近期 OpenAI、Anthropic、DeepSeek 等厂商接连发布新模型，训练需求与推理调用共同扩张，有望推动算力

下载日志已记录，仅供内部参考

产业链景气延续向上。国内方面，国产算力替代加速推进。9 月华为发布采用 NPO 光引擎、全液冷设计的昇腾 960 超节点；阿里在 9 月云栖大会发布新一代自研 AI 芯片真武 V900，并宣布自研 AI 超节点从当季开始规模商业上线，可见国内自主算力建设正由技术升级向规模应用持续迈进。经历前期调整，A 股算力硬件板块交易热度明显回落，筹码结构有所改善，叠加海外需求扩张与国产替代形成共振，算力硬件有望迎来 M 顶的第二波行情。

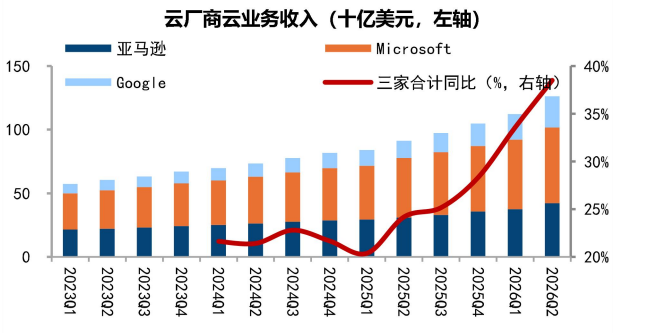
AI 科技行情还有望向应用端扩散。回看 12-15 年移动互联浪潮，技术突破和降本增效催化下，科技产业链行情逐渐从硬件端向应用端扩散。在本轮 AI 浪潮中，随着模型性能提升、推理成本下降，AI 商业化应用的空间有望进一步打开。9 月初 Meta 推出个人智能体 Muse，并于 9 月末将 Muse 拓展至小企业经营场景，极大拓宽 AI 应用落地场景。此后，OpenAI 推出可持续在后台执行任务的智能体 Dots，与 Muse 形成竞争。巨头竞争有望加快产品迭代、生态建设与用户培育，推动 AI 应用由功能体验向持续使用和商业付费迈进，并提振国内应用端预期。随着多模态大模型的快速发展，未来人工智能有望渗透到众多端侧场景，消费电子、具身智能等领域具备较大的成长空间。

图21： 北美云厂 26Q2 资本开支增速继续高增



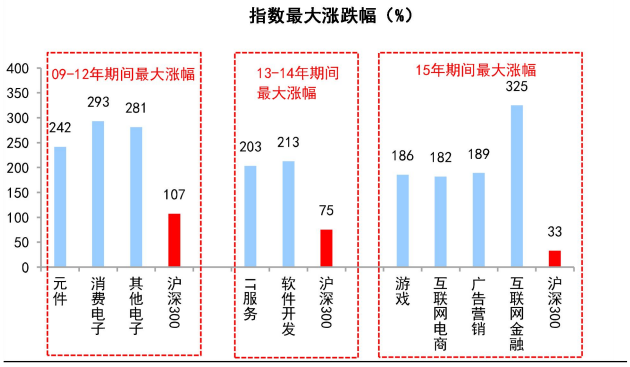
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图22：云厂商云业务收入增速继续高速增长



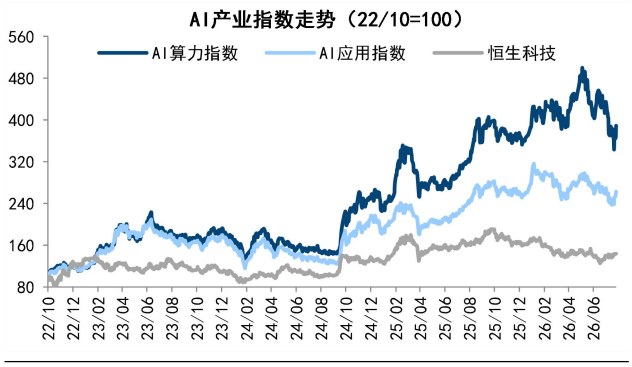
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图23：12-15 年科技行情由硬件向软件内容扩散



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图24：这一次行情有望向应用端演绎



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

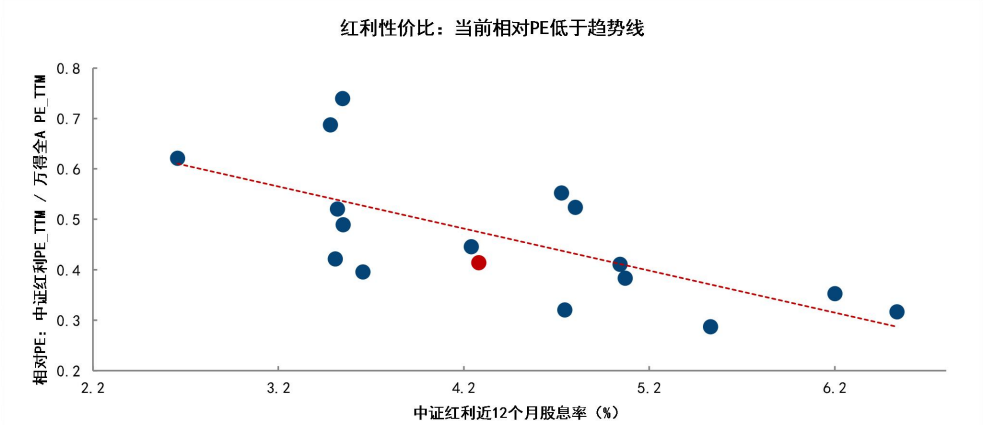
下载日志已记录，仅供内部参考

长线资金加速入市+资源品价格中枢抬升，重视资源类红利。三季度以来红利资产表现较好，目前仍具备较大吸引力。截至 26/9/30，中证红利相较于万得全 A 的估值水平仍处在历史低位水平，中证红利相对 PE 为 0.41、处 10 年以来 40%分位，相对 PB 为 0.49、处 29%分位。从股息率看，目前中证红利指数股息率（TTM）为 4.2%、处 10 年以来 51%分位，处在历史中位水平附近。因此，从历史比价视角看，当前红利仍具备较大的吸引力。

展望四季度，险资对红利或存在增配需求。从今年以来大型国有险资入市情况看，26H1 五大上市险企净流入 A 股规模或在 3523 亿元，占其同期经营现金流的 27.3%。若今年五大上市险企能落实 30%的入市目标，那么 Q3-Q4 五大上市险企的增量资金入市规模或超过 2000 亿元。随着政策积极引导中长线资金入市，四季度红利资产或有望迎来长线资金增配。重视供需格局变化的资源类红利，如有色、煤炭、公用事业等。

此外，地产及内需板块存在政策催化下的补涨。本轮牛市中，地产、消费等板块表现相对靠后，估值与机构配置处于低位。9 月 28 日国常会要求加大宏观政策逆周期调节力度。此后，地产政策支持进一步向需求端延伸，9 月 29 日财政部等三部门出台居民购房贷款贴息政策。随着扩内需政策持续加力，地产、内需消费相关板块或有望修复。

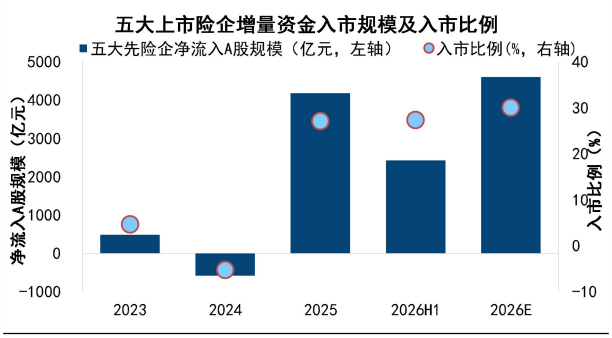
图25：红利板块目前性价比仍较高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，注：数据为 2010 年以来中证红利 PE(TTM)与股息率

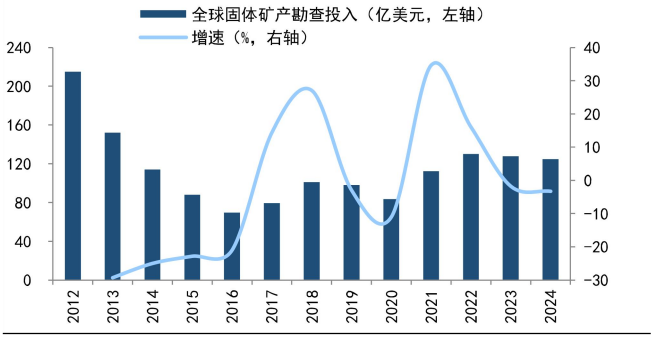
下载日志已记录，仅供内部参考

图26： 四季度险资对红利或仍有增配需求



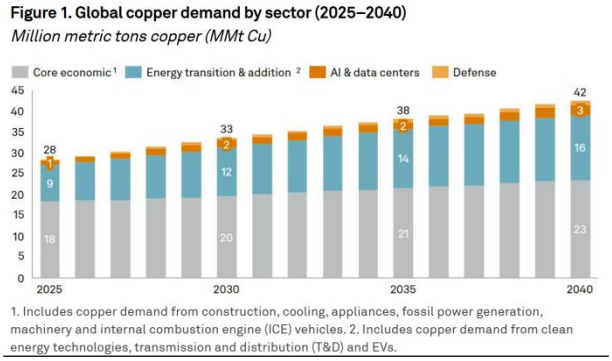
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，注：五大上市险企入市规模以险资净流入A股规模*五大上市险企存量权益规模占比

图27：2022 年以来全球矿产勘察投入持续收缩



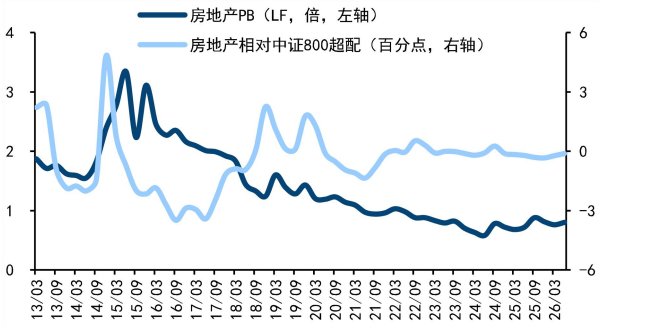
资料来源：标普全球，国信证券经济研究所整理

图28： AI 算力、能源转型等新兴需求快速增长



资料来源：标普全球，国信证券经济研究所整理

图29：房地产行业估值和基金超配比例均处历史低位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

国内经济修复出现波动；海外货币政策超预期紧缩

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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