仅供内部参考，请勿外传

国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 10 月 18 日

A 股策略周报 20261018

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组
分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：季宏坤（执业 S1130526060001）
mouyiling@gjzq.com.cn jihongkun@gjzq.com.cn

若是反弹还没来

AI 产业趋势放缓，利率先于通胀开始回落

本周海外科技基本面继续释放放缓信号：一方面，Anthropic 营收复合增速明显回落；另一方面，CoreWeave 这类新型云厂商的债券收益率已飙升至 15%以上、信用违约互换（CDS）利差同样大幅走阔，市场对 AI 长期回报下降的担忧继续加深。其宏观含义在于，美国科技融资吸引全球资金的能力正在减弱，在 AI 减弱背景下美债实际利率持续下行，并带动名义利率明显回落。但与此同时，美国 9 月 CPI、PPI 均超预期上行，能源价格对通胀的影响向运输等更广的环节扩散，“利率跑不赢通胀”的特征开始显现。从 2022 年以来的经验来看，当利率先于通胀下行时，美元往往走弱，黄金可能迎来较好的配置机会。权益市场层面，本周全球科技股大幅回调，但非科技板块表现其实并不弱；并且 A 股本周五虽全 A 涨幅有限，但市场宽度有所回升，这可能是宽基指数逐步企稳的一个信号。若未来市场出现反弹，则更可能像 8 月一样伴随市场宽度上行，**此前一个月科技资产压制全球，但科技内部缩圈美国市场的特征是市场最差的状态，当下美国科技的松动，至少对于 A 股非科技板块看是一个较好的转机。**除此以外，本周 ETF 大幅净流入，我们理解其作用更多在于缓解流动性风险，尚不能据此判断市场将转为上行趋势：2022—2024.9，ETF 持续净流入但未改市场下跌趋势；2024 年初，ETF 大额流入后市场有所修复，但反弹也随 ETF 流入的放缓很快结束；2024.5—2024.9 的第二轮下跌中，ETF 曾在 6、7 月已加速流入但市场底直到 9 月才出现。市场整体的风险期已经度过，但是难言逆转。

能源的紧张与油价的边界

近期美伊冲突仍反复拉锯，未见明显改善。过去一段时间，中东原油的出口很依赖沙特，但沙特最近经霍尔木兹海峡运出的原油也开始减少，全球原油和成品油库存持续下降。当前欧美炼厂开工率已处高位，即使冲突缓和，受炼厂产能约束，成品油侧紧张短期也难明显改善，能源紧张程度进一步加剧。但需注意的是，**原油价格和运费飙升已侵蚀欧洲及亚洲部分地区炼厂利润，炼厂存在减产可能，这将在一定程度上抑制原油和油运需求，因此阶段性油价上行空间可能受限。相较而言，煤炭将迎来需求旺季，短期来看煤炭可能比石油石化更加占优。**不过，原油本身仍有全球补库需求支撑，例如，中国原油库存已明显去化、低于 2025 年同期，后续可能增加进口；同时，石油石化仍具红利属性，中枢上移的确认仍带来了股票的投资价值。

出口出海底部已现且兼具红利属性

9 月我国出口延续强势，同比增速 36.3%，较前值提高 11.3%，与 9 月全球主要地区制造业 PMI 偏强相互印证。分项上，除 AI 继续保持高增长外，纺服、家电、汽车同比增速均有明显上行，说明外需正在从 6 月以后的单一 AI 链条的结构，转向相对均衡。过去海外利率上行可能是出口出海板块的重要压制因素；**若未来利率开始下行，被压制的东盟、非洲和拉美等新兴市场需求有望释放，我国外需的 K 型分化将进一步收敛，出口出海的底部已现。**与此同时，出口出海板块中的白电、纺织制造、商用车、家居等本身也具有较高股息率。

市场宽度可能有所回暖，但指数级别反弹需要等待

对于 A 股投资者而言，至少当下最差的环境已经过去：AI 投资带来高利率与全球资本成本上升，但 AI 缩圈至美国科技。当下，美国科技投资的裂痕将在一段时间支撑实际利率的下行。市场当下不具备 V 型的基础，但是风险期阶段性度过，非 AI 领域我们开始去做适当下注。总体而言，我们推荐：第一，在 AI 产业趋势存在放缓趋势、基本面产生分歧的背景下，实际利率的利率压制逐步缓和，**黄金**正在迎来配置时机。第二，以**煤炭、石油、油运**为代表的能化链条将继续受益于全球对能源的补库需求，同时是具备红利属性的资产。第三，出口数据看不再是 AI 一枝独秀，若未来利率继续下行，出口出海板块将会迎来修复，其中**白电、纺织制造、商用车、家居**等同样兼具红利属性。

风险提示

海外货币政策预期大幅收紧；AI 产业趋势迎来重大突破。

内容目录

1、科技产业趋势的放缓与美债利率的回落 3
2、能源的紧张程度仍难缓解，但路径在变化 5
3、关注出口出海的潜在机遇 9
4、继续防御 11
5、风险提示 11

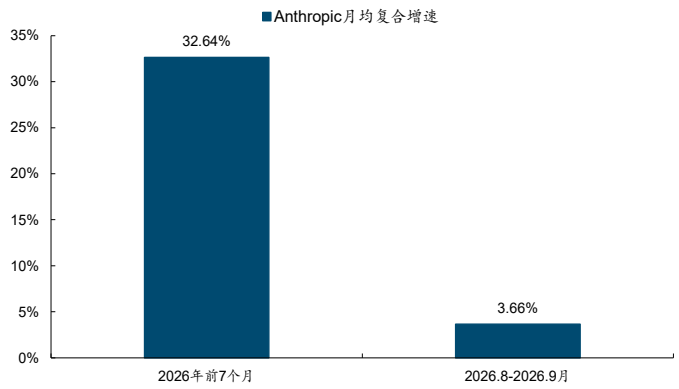
图表目录

图表 1： Anthropic 营收增速明显放缓 3
图表 2： CoreWeave 债券收益率飙升同时伴随着 CDS 大幅走阔 3
图表 3： 本周美债实际利率明显回落 3
图表 4： 美国 9 月 CPI 和 PPI 均超预期上行 4
图表 5： 由于能源价格上涨，与运输相关的通胀明显上行 4
图表 6： 利率先于通胀下行时，黄金可能迎来较好的配置机会 4
图表 7： 本周美国和欧洲除科技外的其他板块表现其实并不弱 5
图表 8： 本周五 A 股的市场宽度有所回升，这可能是宽基指数企稳的信号 5
图表 9： 维稳力量的作用主要在于缓解市场流动性风险 5
图表 10： 2022-2024.9，ETF 趋势性流入但并未扭转市场持续下跌的趋势 5
图表 11： 美伊冲突始终未见明显缓和 6
图表 12： 近期沙特原油的出口量也开始下降 6
图表 13： 全球原油库存继续加速下降 6
图表 14： 从成品油来看，美国和欧洲汽油和柴油的库存也均降至 2021 年以来同期低位 7
图表 15： 美国炼油厂开工率仍在 90%以上 7
图表 16： 欧洲炼油厂开工率也明显高于同期水平 7
图表 17： 原油价格和运费飙升已侵蚀欧洲和亚洲的炼油利润 8
图表 18： 四季度煤炭有望迎来需求旺季 8
图表 19： 目前煤油价差已处于低位 8
图表 20： 中国原油库存也已明显去化，可能存在补库需求 9
图表 21： 9 月全球主要国家的制造业 PMI 均偏强 9
图表 22： 出口品类中除 AI 外，纺服、家电、汽车的同比增速均有明显改善 10
图表 23： 若未来海外利率进一步下行，我国外需的 K 型分化有望进一步收敛 10
图表 24： 出口出海中白电、纺织制造、商用车、家居等板块具有较高的股息率 11

1、科技产业趋势的放缓与美债利率的回落

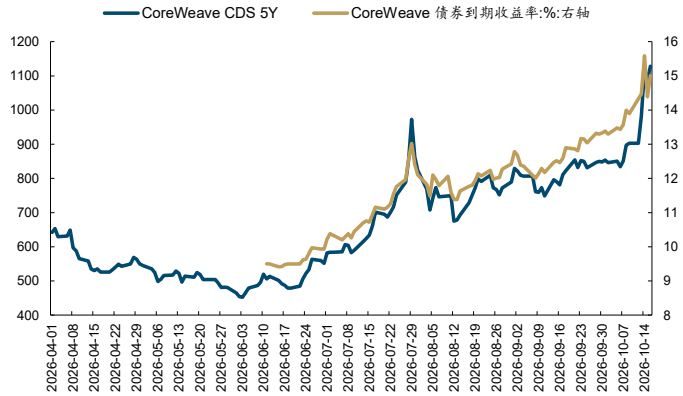
本周海外科技基本面再度释放放缓信号：一方面，Anthropic 8-9 月营收复合增速仅约 3.6%，较此前超过 30%的月均复合增速明显回落；另一方面，本周 CoreWeave 这类新型云厂商的债券收益率已飙升至 15%以上，其信用违约互换（CDS）利差也大幅走阔，市场对于 AI 产业长期回报下降的担忧继续加深。从这一角度来看，美国科技融资吸引全球资金的能力将会下降，在 AI 减弱背景下美债实际利率持续下行，并带动名义利率明显回落。

图表1：Anthropic 营收增速明显放缓



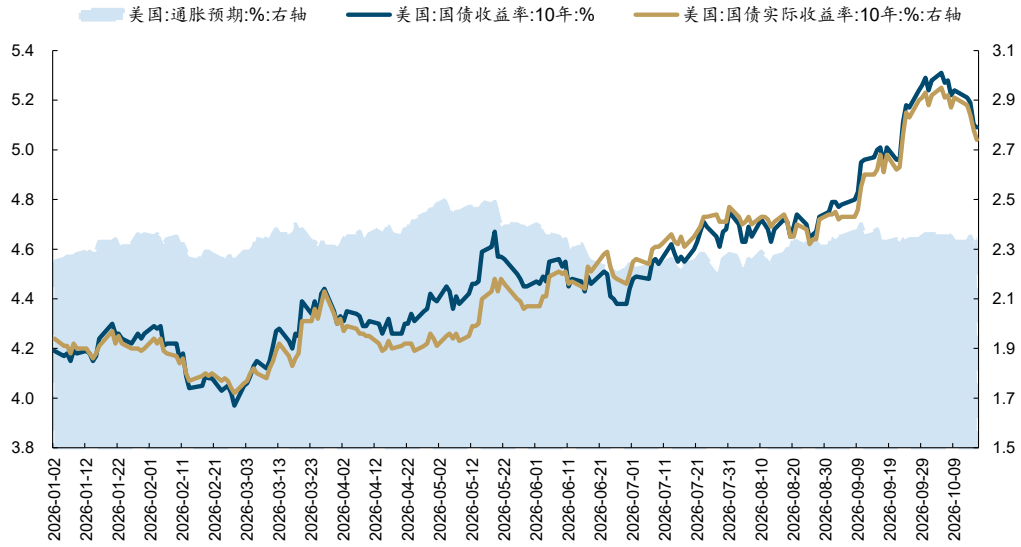
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表2：CoreWeave 债券收益率飙升同时伴随着 CDS 大幅走阔



来源：Bloomberg，国金证券研究所

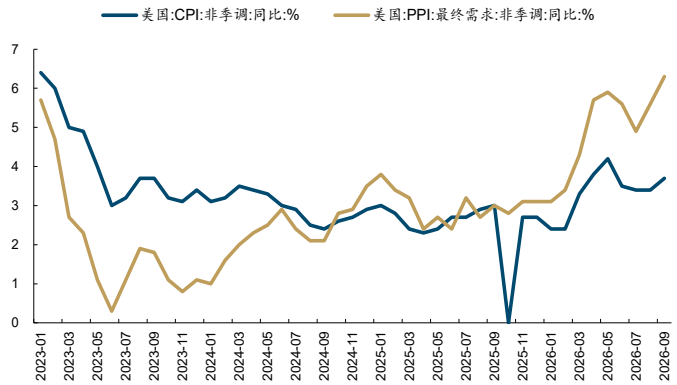
图表3：本周美债实际利率明显回落



来源：wind，国金证券研究所

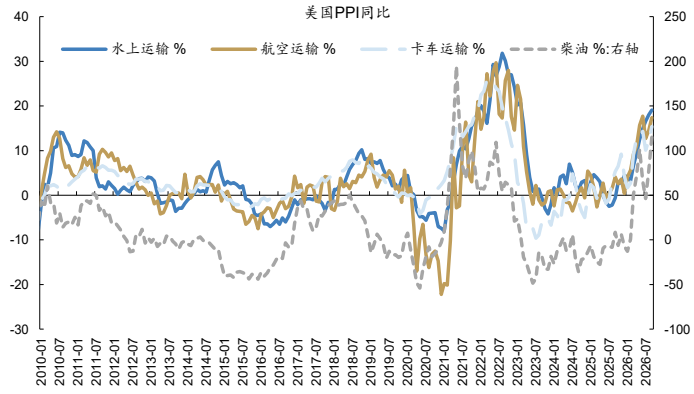
与此同时，美国 9 月 CPI、PPI 均超预期，分项看，除能源本身外，水上运输、航空运输、卡车运输等价格也明显上行，能源价格对通胀的影响有一定的扩散。结合美债利率看，当前美国已开始呈现“利率跑不赢通胀”的特征。从 2022 年以来，**当利率先于通胀下行时，美元往往走弱，黄金则可能迎来较好的配置机会。**

图表4：美国9月CPI和PPI均超预期上行



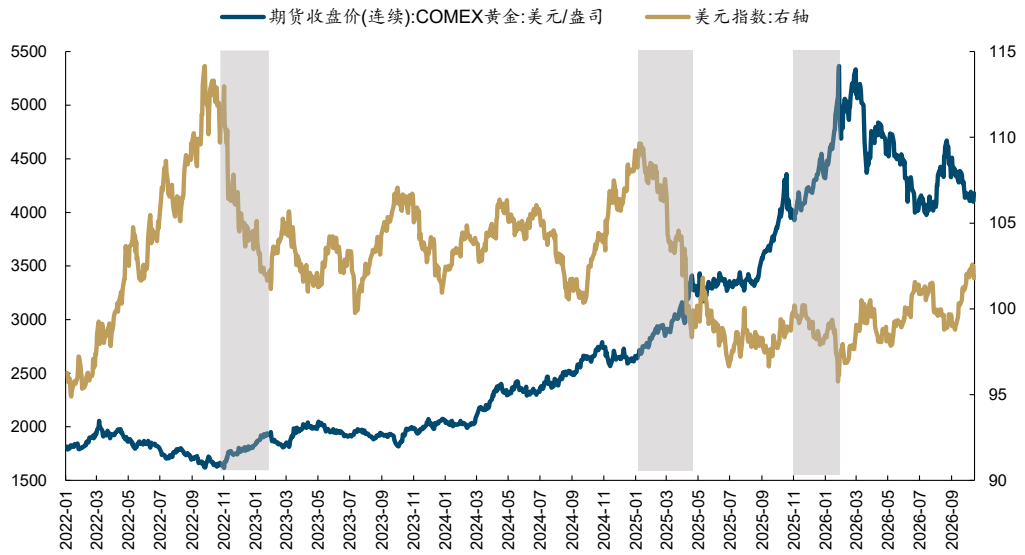
来源：wind，国金证券研究所

图表5：由于能源价格上涨，与运输相关的通胀明显上行



来源：wind，国金证券研究所

图表6：利率先于通胀下行时，黄金可能迎来较好的配置机会



来源：wind，国金证券研究所。注：阴影部分为2022年加息周期以来的3次利率先于通胀下行的时期。

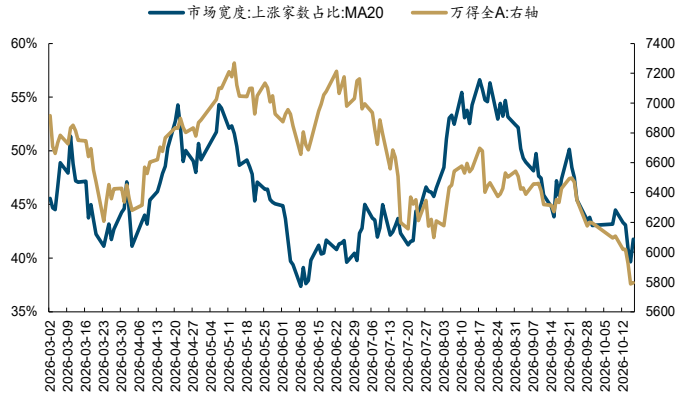
从全球权益资产来看，本周主要国家科技股均明显回调，但非科技板块表现其实并不弱，尤其是美国和欧洲。对A股而言，本周五虽然全A整体上涨幅度有限，但市场的宽度已有所回升，这可能是宽基指数逐渐企稳的一个信号。如果未来市场出现反弹，更可能像8月一样伴随着市场宽度上行，而不太可能重演6月指数上涨、市场宽度反而偏低的情形。**此前一个月科技资产压制全球，但科技内部缩圈美国市场的特征是市场最差的状态，当下美国科技的松动，至少对于A股非科技板块看是一个较好的转机。**

图表7：本周美国和欧洲除科技外的其他板块表现其实并不弱

行业	本周主要国家各行业涨跌幅:%			
	美国	中国	欧洲	日本
能源	5.00	-0.48	2.68	1.27
材料	2.45	-5.99	3.38	-3.22
工业	-0.88	-4.31	0.12	0.62
信息技术	-6.37	-9.55	-5.30	-11.25
消费	5.03	3.27	7.06	1.78
公用事业	1.99	0.92	2.58	-0.58
房地产	1.15	-0.98	3.09	4.51
金融	1.41	0.99	1.61	0.96

来源：wind，国金证券研究所

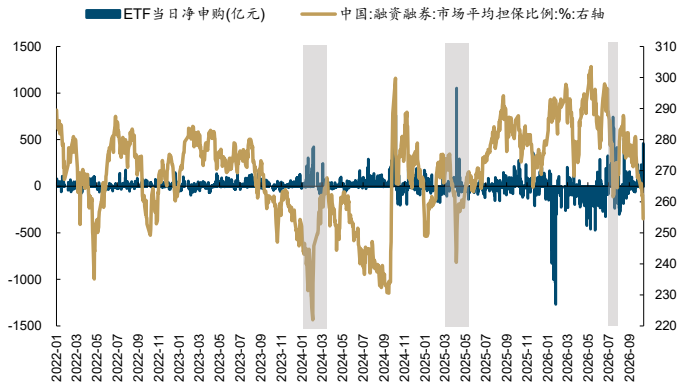
图表8：本周五A股的市场宽度有所回升，这可能是宽基指数企稳的信号



来源：wind，国金证券研究所

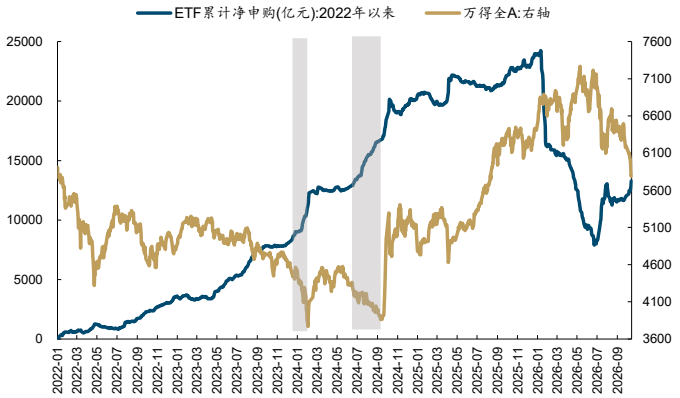
对A股而言还需关注的是，本周维稳力量明显增强，ETF资金大幅流入。我们的理解是，**维稳力量更多是为了缓解市场流动性风险：2024年以来几次ETF大幅流入的时间点均对应着两融担保比例的快速下降。我们认为维稳力量并不能决定未来市场能否重回上行趋势**：2022年—2024.9，ETF是持续净流入的，但并未改变市场整体下跌的趋势。即便像2024年初，市场加速下跌后ETF大幅流入、市场随后确实有所修复，但后面ETF流入放缓，市场又重回下跌趋势；在2024.5-2024.9第二轮下跌中，ETF实际从6、7月就有明显加速流入的迹象，但是市场底却在9月。因此，市场整体的风险期已经度过，但是难言逆转。

图表9：维稳力量的作用主要在于缓解市场流动性风险



来源：wind，国金证券研究所

图表10：2022-2024.9，ETF趋势性流入但并未扭转市场持续下跌的趋势



来源：wind，国金证券研究所

2、能源的紧张程度仍难缓解，但路径在变化

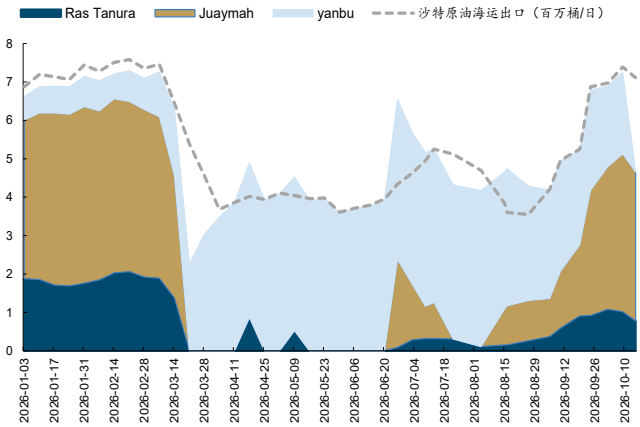
目前美伊冲突仍反复拉锯，未见明显改善迹象。过去一段时间，中东地区的原油出口很依赖沙特，但近期沙特经霍尔木兹海峡运出的原油也在减少。随着冲突持续时间拉长，全球原油和成品油库存继续下降。当下，欧洲和美国炼油厂的开工率已处于高位，即使未来美伊冲突明显缓和，由于缺少更多的炼厂产能，成品油侧的紧张短期内也难以明显改善。

图表11：美伊冲突始终未见明显缓和

日期	事件
2026-10-12	伊朗称美国对其重开霍尔木兹海峡条件回应不充分。
2026-10-13	伊朗革命卫队：在霍尔木兹海峡打击了一艘违规油轮。沙特利雅得国际机场将继续关闭至当地时间18日。
2026-10-14	也门胡塞武装称沙特24小时内发动104次袭击。
2026-10-15	美国已制定新的对伊打击计划，或首次使用“炸弹之母”打击能源和核设施。伊朗海军：一艘油轮在霍尔木兹海峡东部海域起火。
2026-10-16	特朗普称美国可能会对伊朗镐山核设施发动打击。伊朗称新型武器装备已投入使用。

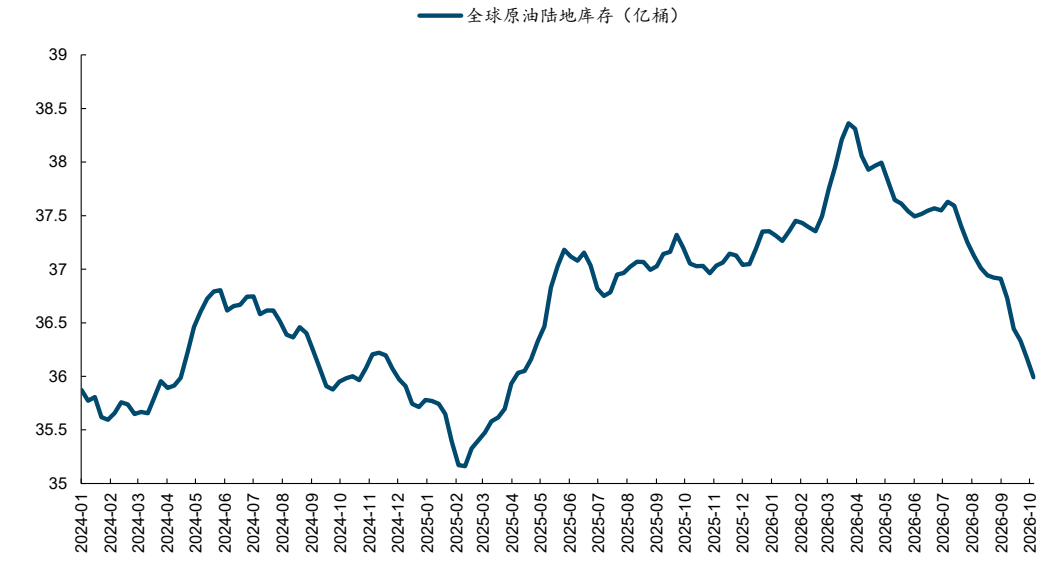
来源：央视网，新华网，国金证券研究所

图表12：近期沙特原油的出口量也开始下降



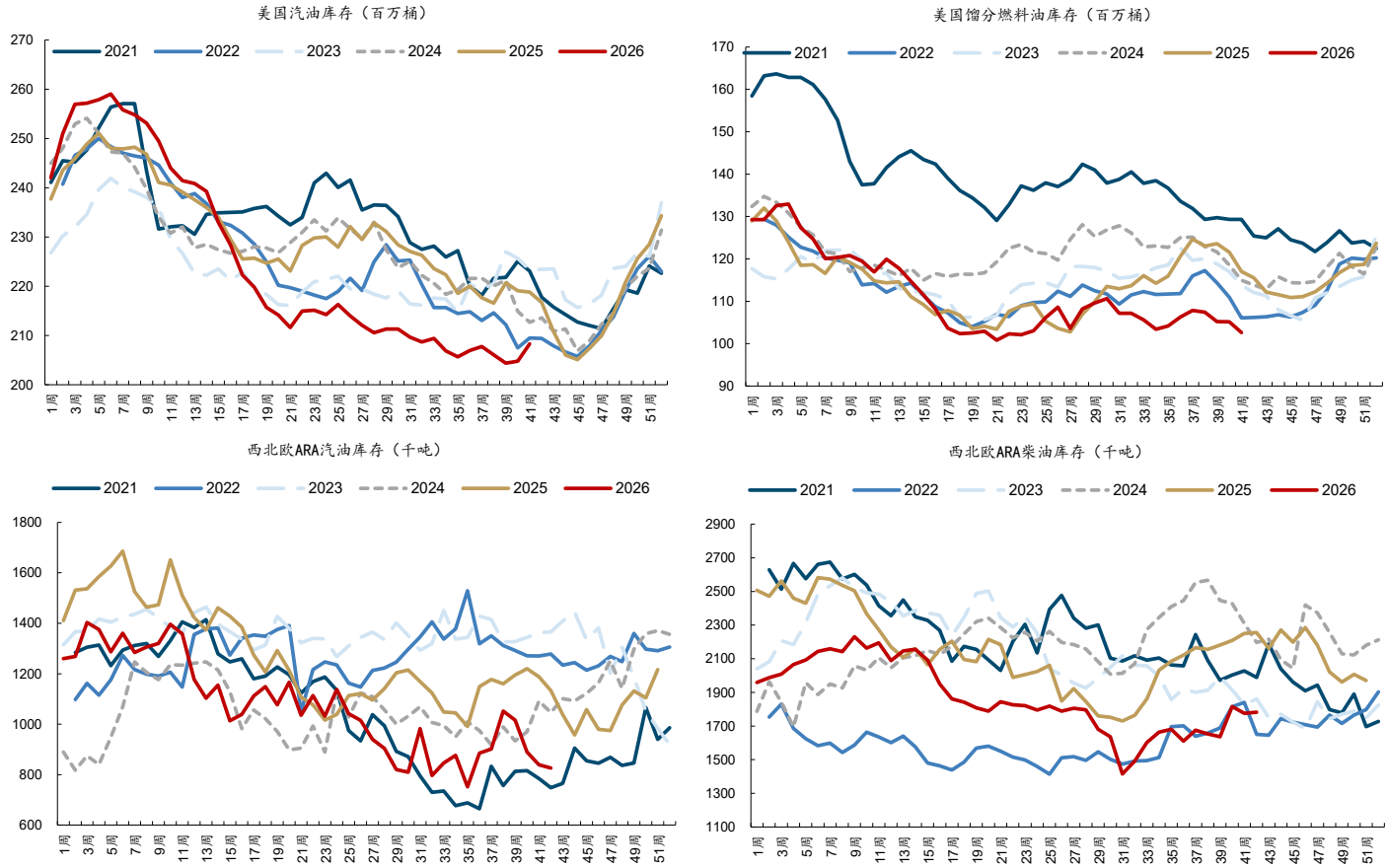
来源：wind，国金证券研究所

图表13：全球原油库存继续加速下降



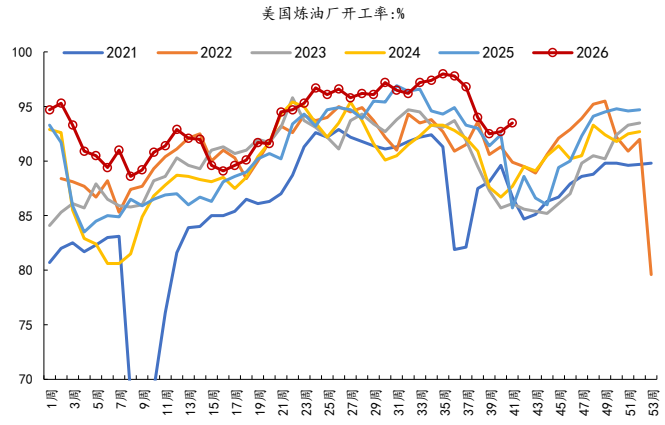
来源：wind，国金证券研究所

图表14：从成品油来看，美国和欧洲汽油和柴油的库存也均降至2021年以来同期低位



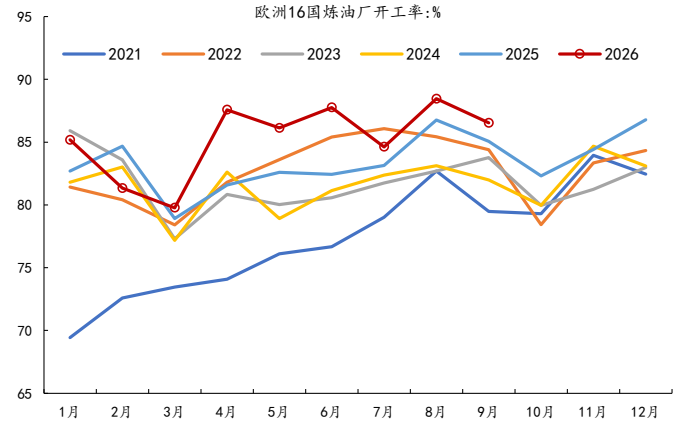
来源：wind，国金证券研究所

图表15：美国炼油厂开工率仍在90%以上



来源：wind，国金证券研究所

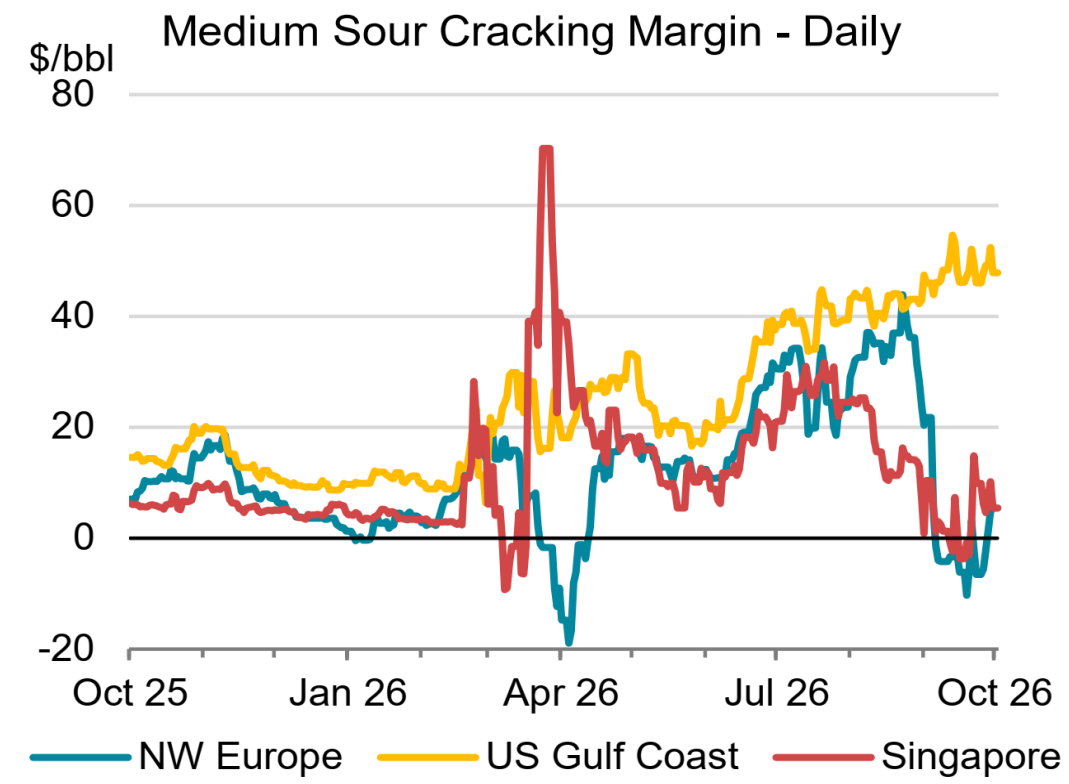
图表16：欧洲炼油厂开工率也明显高于同期水平



来源：wind，国金证券研究所

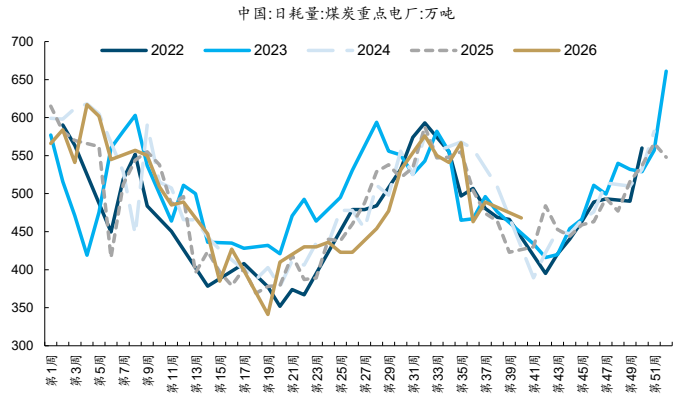
但需注意的是，原油和运价飙升已侵蚀欧洲及亚洲部分地区（如新加坡）炼厂利润，炼厂存在减产可能，这将在一定程度上抑制原油和油运需求，因此阶段性油价上行空间可能有限。**相较而言，短期煤炭可能比石油石化更占优：**一方面，目前煤日耗量强于季节性，叠加四季度供暖，煤炭需求可能迎来旺季；另一方面，当下煤价与油价价差已处于历史低位，未来可能会有所上行。

图表17：原油价格和运费飙升已侵蚀欧洲和亚洲的炼油利润



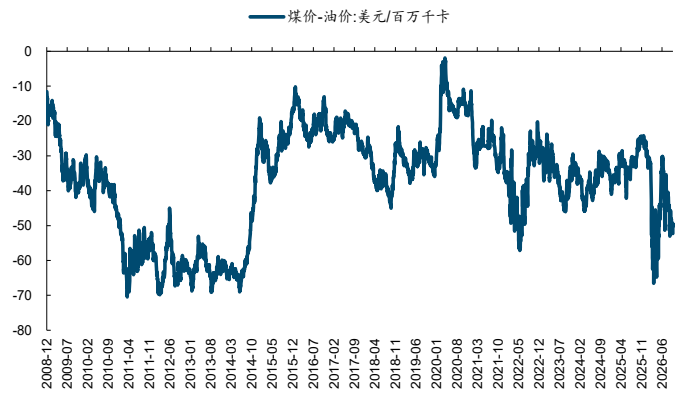
来源：IEA，国金证券研究所

图表18：四季度煤炭有望迎来需求旺季



来源：wind，国金证券研究所

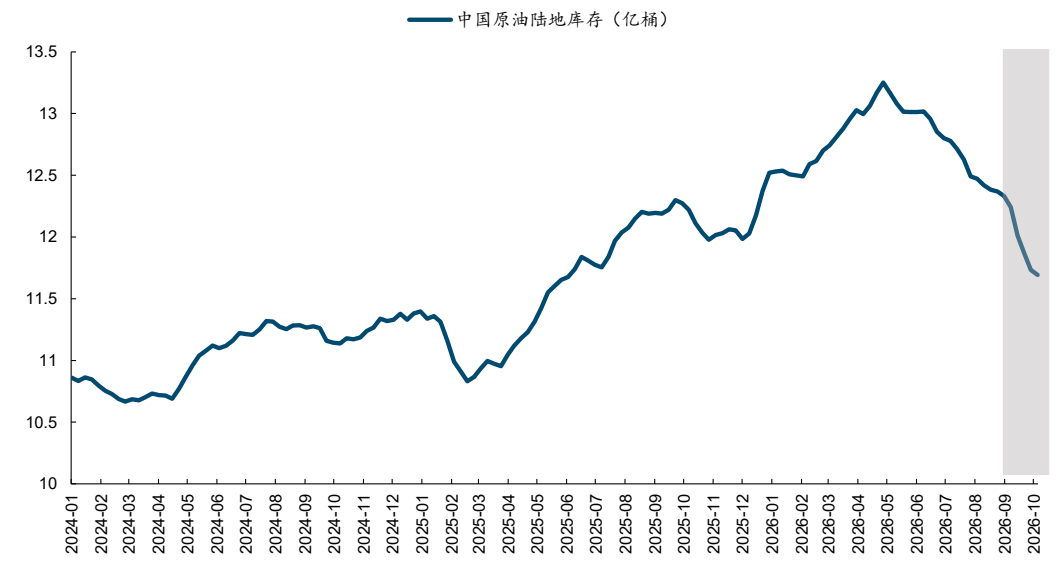
图表19：目前煤油价差已处于低位



来源：wind，国金证券研究所

不过，尽管炼化对原油需求可能下降，但原油本身仍有全球补库和储备的需求支撑。例如，中国原油库存较此前去化明显，已低于 2025 年同期水平，后续可能增加原油进口。同时，石油石化板块仍具红利属性，中枢上移的确认仍带来了股票的投资价值。

图表20：中国原油库存也已明显去化，可能存在补库需求

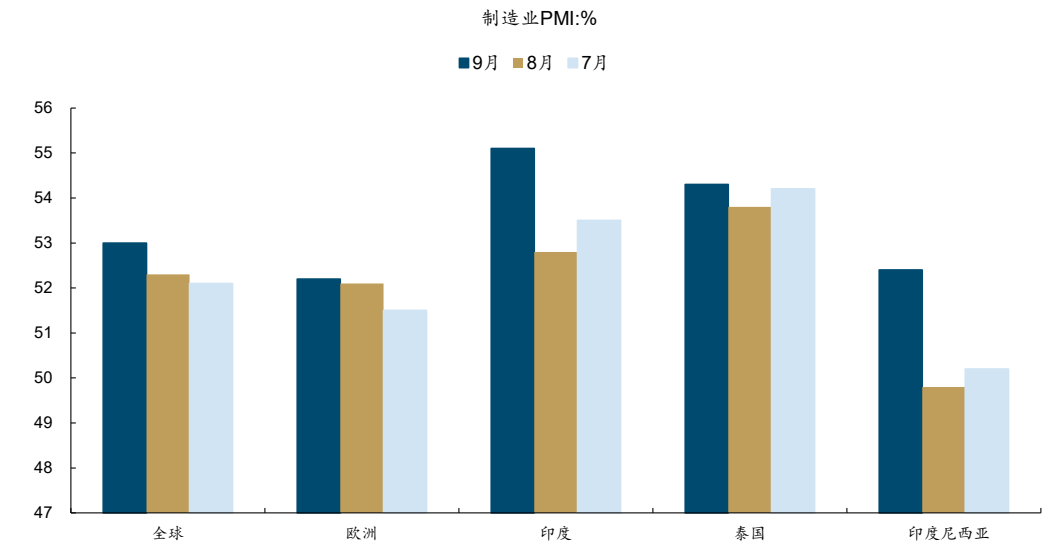


来源：wind，国金证券研究所

3、关注出口出海的潜在机遇

9 月我国出口延续强势，当月同比增速 36.3%，较前值提高 11.3%，这与 9 月全球主要地区的制造业 PMI 偏强相互印证。从分项来看，除了 AI 继续保持高增长以外，纺服、家电、汽车的同比增速均有明显上行，说明外需正在从 6 月以后的单一 AI 链条的结构，转向相对均衡。过去，海外利率上行可能是出口出海板块的一个重要压制因素；**若未来利率开始下行，过去被压制的东盟、非洲和拉美等新兴市场的需求则会得到释放，我国外需的 K 型分化有望进一步收敛，出口出海的底部已现。**

图表21：9月全球主要国家的制造业 PMI 均偏强



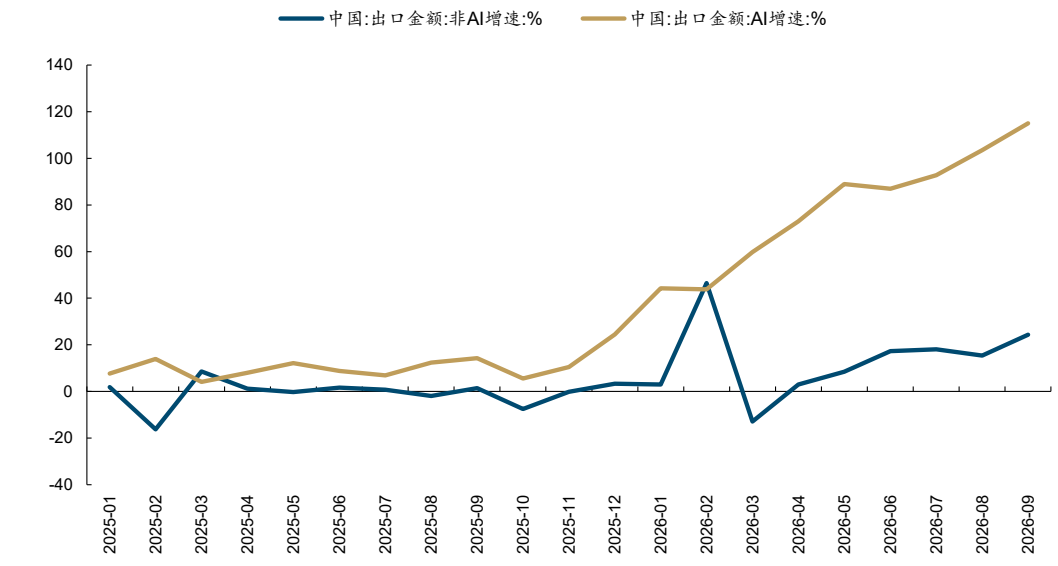
来源：wind，国金证券研究所

图表22：出口品类中除AI外，纺服、家电、汽车的同比增速均有明显改善

商品名称	当月同比:%			
	9月	8月	7月	9月相对于8月变动
农产品*	10.74	13.22	9.17	-2.48
水海产品	9.65	0.02	-2.69	9.64
粮食	-5.29	16.35	-7.73	-21.64
成品油	125.07	80.51	21.01	44.57
稀土	14.27	33.69	43.04	-19.41
医药品	16.74	-12.10	18.14	28.84
肥料	-9.16	-61.86	-75.71	52.70
塑料制品	29.23	15.21	16.44	14.02
箱包及类似容器	22.52	11.08	7.33	11.44
纺织纱线、织物及其制品	19.01	2.38	6.39	16.63
服装及衣着附件	23.80	12.26	8.49	11.54
鞋靴	20.23	11.45	2.72	8.78
陶瓷产品	-19.10	-25.68	-41.82	6.57
钢材	8.54	11.02	4.85	-2.48
未锻轧铝及铝材	46.64	38.46	44.74	8.18
家具及其零件	22.04	11.79	11.16	10.25
玩具	40.81	15.29	-1.67	25.52
机电产品*	43.66	32.84	33.81	10.81
通用机械设备	15.51	15.17	31.42	0.34
自动数据处理设备及其零部件	92.93	76.52	67.42	16.40
手机	14.23	29.62	26.63	-15.39
家用电器	31.71	10.76	6.63	20.95
音视频设备及其零件	21.72	12.00	11.72	9.72
集成电路	136.00	129.83	116.57	6.17
汽车（包括底盘）	62.01	43.04	60.35	18.97
汽车零配件	24.29	7.40	13.75	16.89
船舶	2.72	21.04	92.37	-18.33
液晶平板显示模组	7.35	-2.87	-0.78	10.22
医疗仪器及器械	23.18	12.98	12.99	10.20
灯具、照明装置及其零件	26.73	14.42	2.26	12.31
高新技术产品*	63.65	56.88	52.67	6.77

来源：wind，国金证券研究所

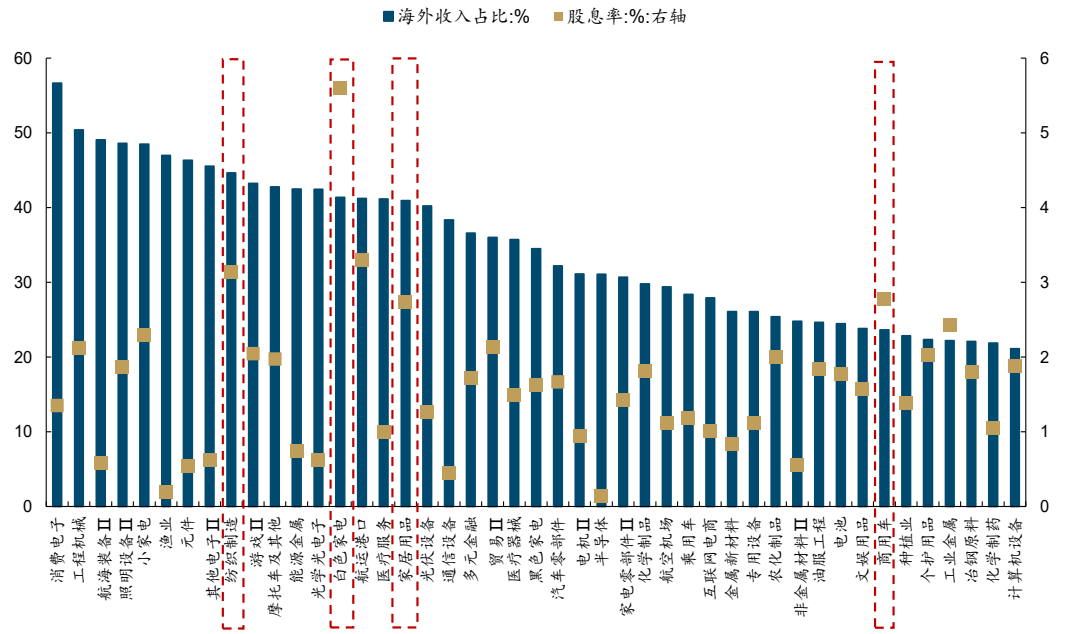
图表23：若未来海外利率进一步下行，我国外需的K型分化有望进一步收敛



来源：wind，国金证券研究所

与此同时，**出口出海板块中的白电、纺织制造、商用车、家居等同样具有较高股息率，底部具有投资价值。**

图表24：出口出海中白电、纺织制造、商用车、家居等板块具有较高的股息率



来源：wind，国金证券研究所

4、继续防御

本周 AI 产业趋势进一步出现放缓信号，美国科技融资吸引力减弱，美债实际利率回落；而通胀超预期上行并向其他环节扩散，使得美国开始呈现利率跑不赢通胀的格局。未来美元可能会下行，此时黄金的配置价值上升。地缘方面，美伊冲突仍未明显改善，全球原油和成品油的库存进一步下降，能源紧张加剧。但油价与运价已侵蚀炼厂利润，炼厂存在停工的可能，阶段性原油价格上行空间可能因此受限，短期煤炭或优于石油石化。出口端，9 月出口强劲，除 AI 外，越来越多的领域开始出现改善；若利率继续下行，被压制的新兴市场需求将逐步释放，出口出海底部已现，同时出口出海的部分板块还兼具红利属性。总体而言，我们推荐：

第一，在 AI 产业趋势存在放缓趋势、基本面产生分歧的背景下，实际利率的利率压制逐步缓和，**黄金**正在迎来配置时机。

第二，以**煤炭、石油、油运**为代表的能化链条将继续受益于全球对能源的补库需求，同时是具备红利属性的资产。

第三，出口数据看不再是 AI 一枝独秀，若未来利率继续下行，出口出海板块将会迎来修复，其中**白电、纺织制造、商用车、家居**等同样兼具红利属性。

5、风险提示

海外货币政策预期大幅收紧：如果由于滞胀预期持续导致货币政策预期大幅收紧，那么市场可能存在超预期下跌的风险。

AI 产业趋势迎来重大突破：如果 AI 产业趋势出现重大突破，那么市场将会重新回到科技主线，防御思维就不再适用。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究