下载日志已记录，仅供内部参考

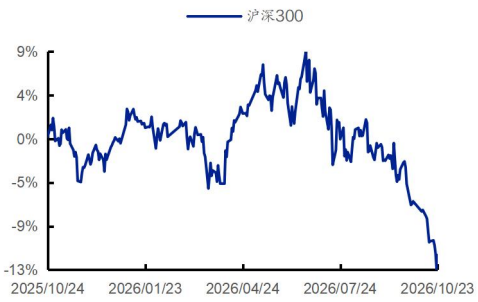
国海证券 SEALAND SECURITIES

2026 年 10 月 24 日 策略周报

研究所:
证券分析师: 赵阳 S0350525100003
zhaoy05@ghzq.com.cn
证券分析师: 李畅 S0350526040003
lic08@ghzq.com.cn

四季度困境反转行情的规律和机会展望

最近一年走势



相关报告

《流动性周报 10 月第 1 期：股票 ETF 净流入大幅高增*赵阳》——2026-10-19

《海外映射及 AI 轮动周报 10 月第 2 期：强势映射策略持仓行业进一步缩减*赵阳》——2026-10-19

《海外映射及 AI 轮动周报 10 月第 1 期：超跌反弹策略重现配置机会*赵阳》——2026-10-13

《10 月重点关注的几个问题*赵阳，李畅》——2026-10-07

《流动性周报 9 月第 4 期：股票 ETF 延续净流出*赵阳》——2026-09-29

本篇报告解决了以下核心问题：1、哪些年份四季度困境反转行情较强？2、历史上五轮年末强反转行情的方向、节奏、催化、次年兑现情况的复盘；3、年末困境反转行情有哪些规律？ 4、11-12 月策略观点。

核心要点：

- **综合来看，四季度困境反转行情较强的年份主要有 2007 年、2014 年、2021 年、2022 年、2024 年。**历史上前 9 个月收益排名后 30%的行业 10-12 月进入收益排名前 30%的概率以及前 10 个月收益排名后 30%的行业 11-12 月进入收益排名前 30%的概率均超过 35%，分别为 2007 年、2014 年、2021 年和 2022 年。同时至少 2 个申万一级行业在前 9 个月收益排名后五名，在 10—12 月进入收益排名前五名，分别为 2007 年、2022 年和 2024 年。

- **2007 年：牛市末端的补涨式反转。**反转方向是计算机、通信、电子，2007 年 10-11 月启动，2008 年 2-3 月超额见顶。主要催化是牛市末端补涨和成长主题事件。主题核心叙事证伪和预期落地兑现导致反转行情结束。2008 年大多未出现基本面承接。

- **2014 年：政策驱动的低估值反转。**反转方向是银行、非银金融、建筑、钢铁、房地产、动力煤等。2014 年 11 月启动，除了建筑受益于“一带一路”主题超额延续到 2015 年 4 月外，其余大部分在 2015 年 1 月超额见顶。主要催化是降息、增量资金和“一带一路”主题。2015 年 1 月价值快速修复后资金重新聚焦成长导致反转行情结束。2015 年除了非银外大多未出现基本面承接。

- **2021 年：产业新线索驱动的反转。**反转方向是传媒、轻工、建材、养殖、饲料等。生猪养殖 2021 年 9 月启动，其余大部分 2021 年 10 月底-11 月启动，2022 年 1 月超额见顶。主要催化是政策、成长主题事件和猪价回升。美联储紧缩预期升温风险偏好回落导致反转行情结束。2022 年除养殖、饲料外大多未出现基本面承接。

- **2022 年：政策拐点驱动的全面反转。**反转方向是消费、金融、地产链等，2022 年 11 月启动。除传媒受益于 ChatGPT 概念接力延续到 2023 年 5 月外，其余大部分在 2023 年 1 月超额见顶。主要催化是政策反转拐点。2023 年除传媒走出新主线外大多未出现基本面承接。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **2024 年：政策与产业催化共振的反转。**反转方向是消费、银行、机器人等。2024 年 11 月启动，2025 年 1 月-2 月超额见顶。主要催化是政策和成长主题事件。2025 年大多未出现基本面承接。

- **年末反转行情有哪些规律：**反转方向主要集中在三类：一是政策敏感型，集中在消费、金融、地产链等相关行业。二是产业催化型，集中在科技相关行业。三是价格拐点型，集中在周期相关行业。行情节奏多呈现 11 月启动，11-12 月主升，次年 1 月通常成为分水岭。政策与流动性拐点是主要触发因素，产业信号可能放大弹性。次年能否兑现真实业绩反转分化显著，兑现的仍是少数。年末反转行情以政策催化或产业新线索为主，或可优先在四季度新出现的政策定调与产业催化中挖掘低位方向。

- **策略观点：重点关注反弹之后。**10 月到 11 月初将迎来密集的潜在市场预期验证事件，通常 11 月开始表现的红利+困境反转+主题的行情已经在抢跑途中。进入四季度后景气因子与股价相关性再度走弱，市场进入到资金面驱动阶段，红利（白电、银行）+困境反转（地产、消费、恒生科技）+主题（AI 应用、军工）有望继续占优，但需要注意的是，在此阶段【拥挤度】有较高的指引意义，对于目前拥挤度已经偏高的方向，建议等待拥挤度消化充分后再度布局。

- **风险提示：**历史比较法的局限性；全球经济波动超预期；美国货币政策超预期紧缩；产业进展不及预期；地缘政治风险；历史数据难以反映最新现状；AI 产业进展不及预期；行业/主题集中度风险；短期博弈风险；美国中期选举结果超预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1、 哪些年份四季度困境反转行情较强？ 5
2、 五轮年末强反转行情复盘 6
2.1、 2007 年：牛市末端的补涨式反转 6
2.2、 2014 年：政策驱动的低估值反转 8
2.3、 2021 年：产业新线索驱动的反转 11
2.4、 2022 年：政策拐点驱动的全面反转 13
2.5、 2024 年：政策与产业催化共振的反转 15
3、 年末反转行情有哪些规律？ 16
4、 策略观点：重点关注反弹之后 18
5、 风险提示 20

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

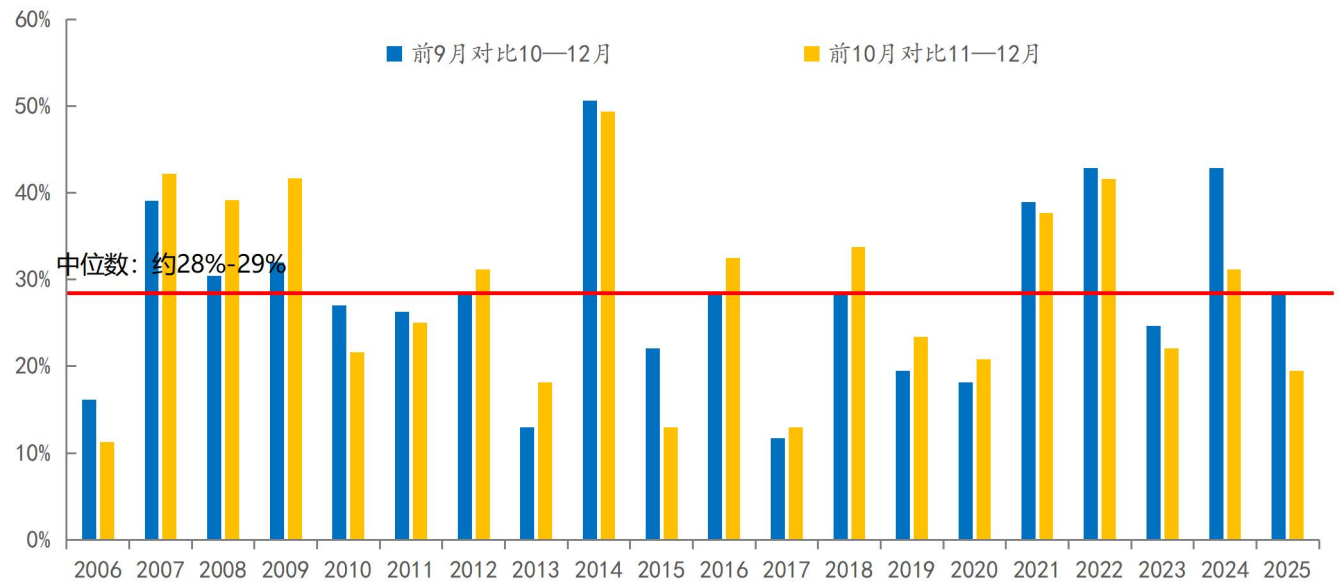
图 1： 2006-2025 年历年前期表现落后行业年末实现困境反转概率 5
图 2： 2006-2025 年历年前期排名后五名的行业后期排名前五名的概率 6
图 3： 计算机、电子、通信在 2007 年 Q4-2008 年 Q1 超额收益上行 7
图 4： 2008 年计算机、电子、通信行业归母净利润增速震荡走弱 8
图 5： 银行、非银、建筑、地产在 2014 年 Q4 超额收益上行 9
图 6： 2015 年非银归母净利增速提升，银行、建筑归母净利增速继续回落 10
图 7： 2014-2015 年规模以上煤炭企业利润同比增速持续下滑 10
图 8： 2015 年煤价持续下跌 10
图 9： 生猪养殖、传媒、家居在 2021 年 Q4 超额收益上行 11
图 10： 传媒 2022 年归母净利润增速走弱 12
图 11： 2022 年房地产销售和投资同比增速转负 12
图 12： 生猪价格 2022 年 3 月-10 月上涨 12
图 13： 养殖和饲料行业 2022 年下半年归母净利润增速回升 12
图 14： 白酒、社会服务、房地产、传媒 2022 年 Q4 超额收益上行 13
图 15： 社零增速 2023 年上半年修复，下半年走弱 14
图 16： 部分消费行业在 2023 年 ROE 有所回升 14
图 17： 2023 年房地产市场仍在下行通道 14
图 18： 2023 年地产链相关行业的 ROE 仍然偏弱 14
图 19： 商贸零售、纺织服饰、银行、机器人 2022 年 Q4 超额收益上行 15
图 20： 2025 年消费相关板块业绩兑现不强 16
图 21： 2024 年 11-12 月表现好的科技主题，2025 年 ROE 表现分化 16
图 22： 五轮年末强困境反转年份中，1-10 月和 11-12 月市场表现对比 17
图 23： 2026 年 10 月 22 日沪深 300、科创 50、创业板指均是历史上前 10 净流入 18
图 24： 10 月底至 11 月关注的时间节点 18
图 25： 主要赛道拥挤度情况 19

下载日志已记录，仅供内部参考

1、哪些年份四季度困境反转行情较强？

综合来看，四季度困境反转行情较强的年份主要有 2007 年、2014 年、2021 年、2022 年、2024 年。我们统计 2006—2025 年历年前 9 个月收益排名后 30%的申万三级行业，在 10—12 月进入收益排名前 30%的概率，平均值为 28.5%，中位数为 28.6%。历年前 10 个月收益排名后 30%的申万三级行业，在 11-12 月进入收益排名前 30%的概率，平均值为 28.4%，中位数为 28.1%。前 9 个月收益排名后 30%的行业 10-12 月进入收益排名前 30%的概率超过 35%的年份主要有 2007 年、2014 年、2021 年、2022 年和 2024 年。前 10 个月收益排名后 30%的行业 11-12 月进入收益排名前 30%的概率超过 35%的年份主要有 2007 年、2008 年、2009 年、2014 年、2021 年、2022 年。

图 1：2006-2025 年历年前期表现落后行业年末实现困境反转概率



资料来源：Wind、国海证券研究所

注：图为历年前期收益排名后 30%的申万三级行业进入后期收益排名前 30%的概率

我们统计 2006—2025 年历年前 9 个月收益排名后五名的申万一级行业，在 10—12 月进入收益排名前五名的概率，至少有 2 个行业出现反转的年份为 2007 年、2022 年和 2024 年。历年前 10 个月收益排名后五名的申万一级行业，在 11—12 月进入收益排名前五名的概率，至少有 2 个行业出现反转的年份为 2007 年和 2022 年。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：2006-2025 年历年前期排名后五名的行业后期排名前五名的概率

年度	前 9 月对比 10—12 月	前 10 月对比 11—12 月
2006	40.00%	0.00%
2007	**40.00%**	**60.00%**
2008	20.00%	20.00%
2009	0.00%	20.00%
2010	20.00%	0.00%
2011	0.00%	20.00%
2012	20.00%	0.00%
2013	0.00%	20.00%
2014	20.00%	20.00%
2015	0.00%	0.00%
2016	0.00%	20.00%
2017	0.00%	0.00%
2018	20.00%	20.00%
2019	0.00%	20.00%
2020	0.00%	0.00%
2021	20.00%	20.00%
2022	**60.00%**	**40.00%**
2023	20.00%	0.00%
2024	**40.00%**	20.00%
2025	20.00%	20.00%

资料来源：Wind、国海证券研究所

注：表为历年前期收益排名后五名的申万一级行业进入后期收益排名前五名的概率。

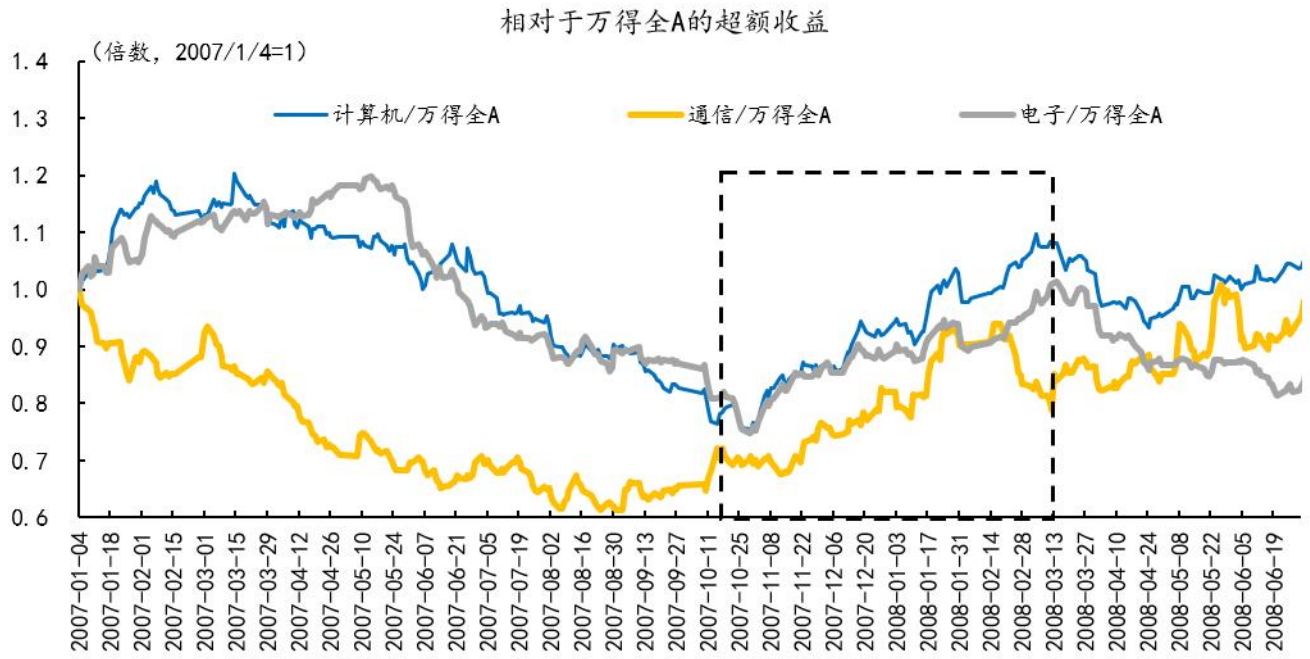
2、五轮年末强反转行情复盘

2.1、2007 年：牛市末端的补涨式反转

2007 年 1-10 月万得全 A 涨幅达到 171%，有色、煤炭、非银金融领涨，通信、传媒、电子、食品饮料、计算机超额收益（相对于万得全 A，下同）居后 5 名。2007 年 10 月中旬市场在流动性收紧和供给压力增加的影响下见顶，随后在 2007 年 11 月底-2008 年 1 月中旬出现一波最后的技术性反弹，前期落后行业中，计算机、通信、电子在 11-12 月超额收益反转领先。其中，计算机、电子的超额收益行情于 2007 年 11 月启动，2008 年 3 月见顶。通信的超额收益行情于 2007 年 10 月启动，2008 年 2 月见顶。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：计算机、电子、通信在 2007 年 Q4-2008 年 Q1 超额收益上行



资料来源：Wind、国海证券研究所

2007 年 11 月开始以成长主题为代表的反转行情，驱动因素有以下几点：第一，2007 年 10 月中旬市场见顶后，资金从年内涨幅 300%以上的有色、煤炭向涨幅不足 110%的滞涨板块切换，属于牛市末端的补涨行情；第二，成长主题催化较多，例如 3G 牌照与电信重组预期、Vista PC 换机、奥运信息化等。

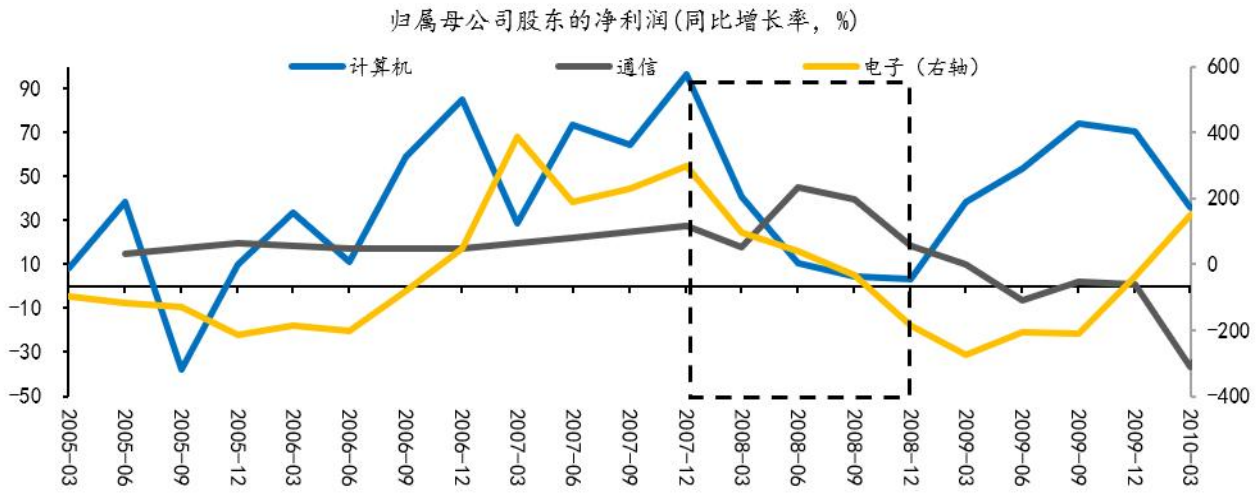
除了成长主题外，2007 年 CPI 持续上行，2007 年 11 月同比增速达到 6.9%的高点，通胀环境下 2007 年末消费板块整体表现也偏强。

困境反转行情结束主要催化是 2008 年一季度主题核心叙事证伪和预期落地兑现。例如，2008 年 2 月电信重组的利好预期在 2 月被充分 price in，重组落地不一定马上带来利润，资金选择提前兑现；2008 年 2 月联通再融资传闻虽被证伪，但也引发了市场一定的恐慌情绪；2008 年初 PC 产业链数据逐步验证 Vista PC 换机实际不及预期；奥运订单前期已经较充分计价等。此外，2008 年 3 月贝尔斯登危机标志着次贷风险系统性升级，通胀继续创新高加剧流动性紧缩压力，市场风险偏好回落。

从基本面来看，通信、计算机、电子等反转行业 2008 年熊市中基本面普遍有所恶化，反转未出现基本面的实际承接。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：2008 年计算机、电子、通信行业归母净利润增速震荡走弱



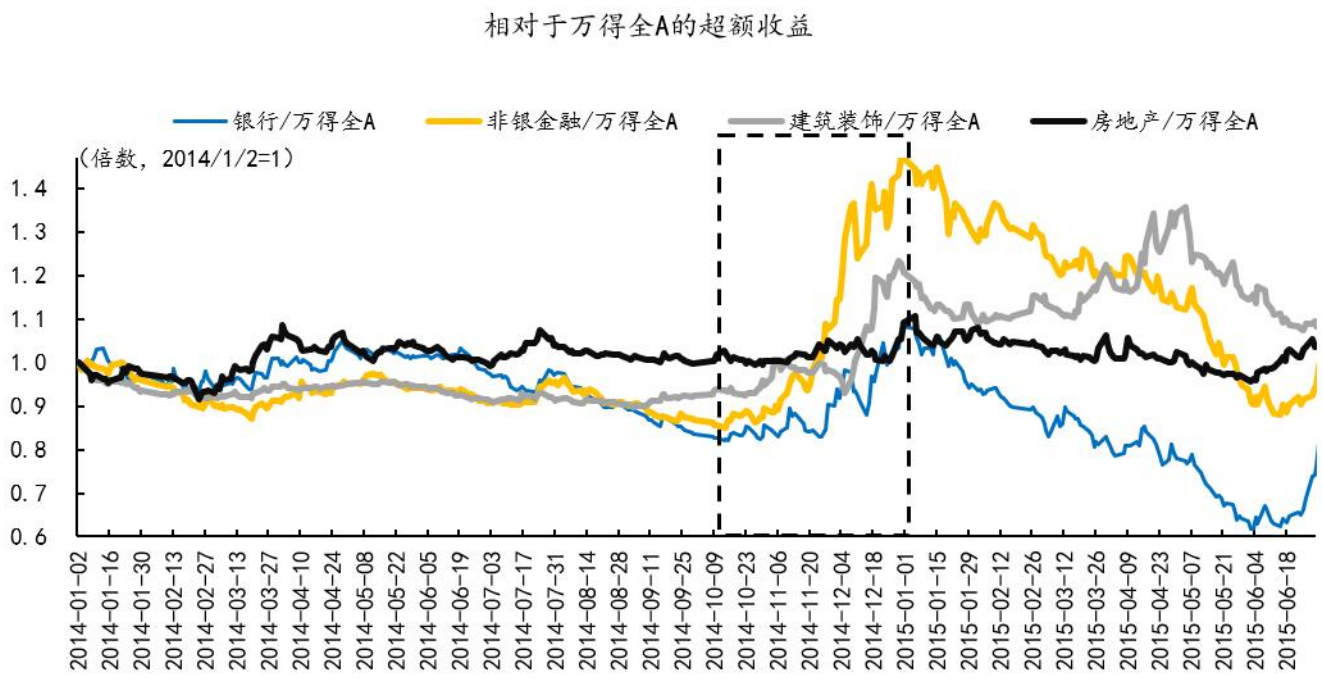
资料来源：Wind、国海证券研究所

2.2、2014 年：政策驱动的低估值反转

2014 年 1-10 月市场处于牛市中期，万得全 A 涨幅为 25.7%，军工、计算机、通信等成长风格板块领涨，美容护理、食品饮料、煤炭、银行、家电等超额收益居后 5 名。2014 年 11 月-12 月万得全 A 涨幅 21.3%，结构上价值风格走强。前期落后行业中，银行在 2014 年 11-12 月反转领先，此外非银金融、建筑、钢铁、房地产等金融、地产基建链行业表现也居前。2015 年 1 月后，随着大盘价值估值修复、两融监管收紧、增量资金入市重新聚焦成长，低估值反转行情告一段落。只有建筑因“一带一路”政策持续深化超额收益持续到 2015 年 4 月。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：银行、非银、建筑、地产在 2014 年 Q4 超额收益上行



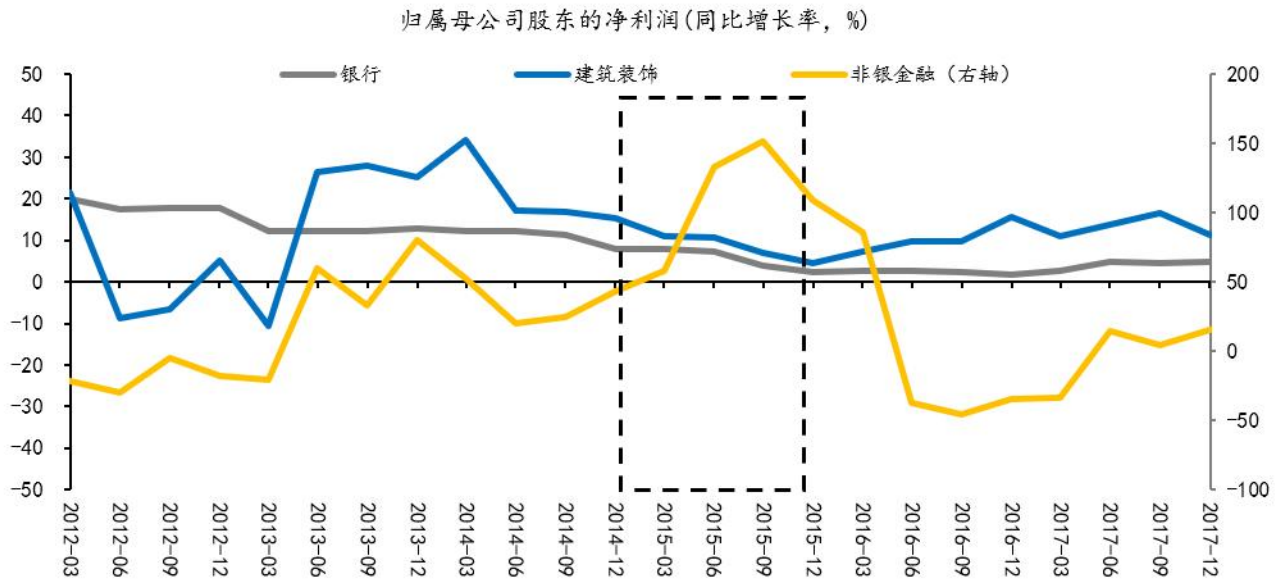
资料来源：Wind、国海证券研究所

2014 年 11 月开始以价值主题为代表的反转行情，驱动因素有以下几点：第一，11 月 21 日央行非对称降息（1 年期存款-25bp、贷款-40bp），是 2012 年以来首次降息，点燃金融板块行情；第二，2014 年 11 月 17 日沪港通正式启动，开启资本市场双向开放，为 A 股引入海外资金预期。第三，两融余额从 2014 年中约 4000 亿元开始大幅上行，2014 年底达到 1.03 万亿元，沪深两市单日成交额一度突破万亿元。第四，“一带一路”主题升温：2014 年 11 月北京 APEC 峰会上宣布中国将出资 400 亿美元成立丝路基金，2014 年底中央经济工作会议，明确将“一带一路”作为对外开放重点任务。

非银是基本面相对特殊的案例，市场走强放大利润弹性，2015 年归母净利润增速持续上行，真正出现基本面反转。银行、建筑 2014 年末反转行情主要由预期与资金驱动，2015 年归母净利润增速继续回落，未获基本面承接。

下载日志已记录，仅供内部参考

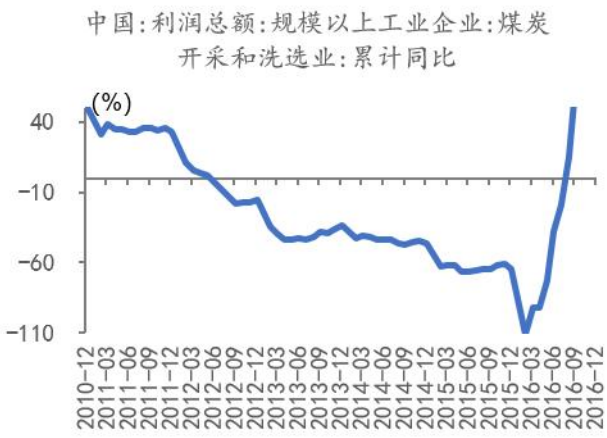
图 6：2015 年非银归母净利增速提升，银行、建筑归母净利增速继续回落



资料来源：Wind、国海证券研究所

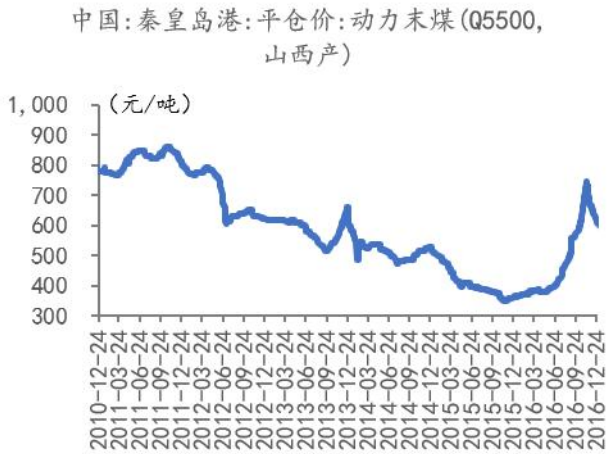
动力煤在 2014 年年末也出现了困境反转行情，但 2015 年未出现基本面复苏的承接。2014 年前 10 个月规模以上煤炭企业利润同比-45%，动力煤价格从年初到 8 月低点跌幅达到 21%。2014 年 10 月 15 日恢复煤炭进口关税，神华、同煤、中煤纷纷上调煤价提升涨幅预期。供给收缩加冬储补库启动改善供需预期。Q4 煤价从 10 月初 488 元/吨反弹至年底 528 元/吨左右。但政策托底并未给 2015 年煤炭基本面带来持续反转，2015 年煤价持续下跌至 367 元/吨。

图 7：2014-2015 年规模以上煤炭企业利润同比增速持续下滑



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 8：2015 年煤价持续下跌



资料来源：Wind、国海证券研究所

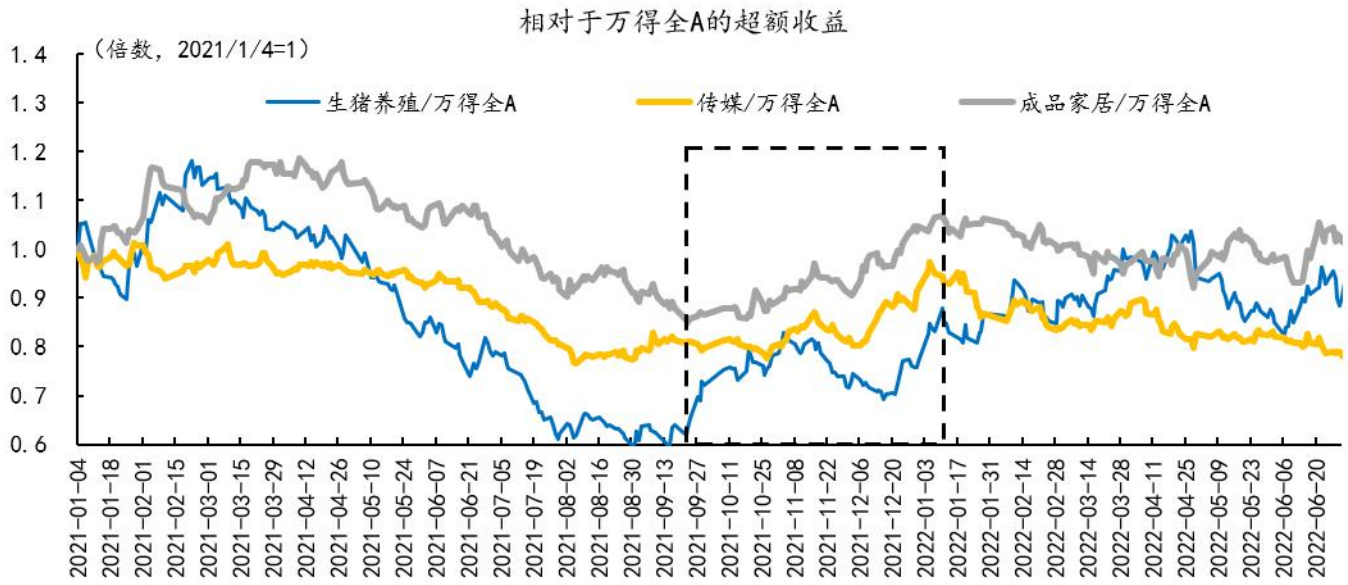
下载日志已记录，仅供内部参考

2.3、2021 年：产业新线索驱动的反转

2021 年 1-10 月市场处于结构性牛市中后期，万得全 A 上涨 4.8%，双碳目标下能耗双控推升周期品价格，新能源产业趋势加速兑现，电力设备、基础化工、有色金属、煤炭、钢铁领涨，家电、非银金融、房地产、传媒、农林牧渔超额收益居后 5 名。四季度后主线动能衰减，11-12 月万得全 A 续涨 4.2%，前期落后行业中，传媒在 11-12 月反转领先。另外，地产链（轻工家居、建材），猪周期（养殖 10 月涨幅高，饲料 11-12 月涨幅高）等主题在四季度也有较好表现。

其中，传媒的超额收益行情于 2021 年 11 月启动、12 月加速，2022 年 1 月初见顶结束。家居超额收益行情于 2021 年 10 月底启动，延续至 2022 年 1 月。生猪养殖超额收益行情于 2021 年 9 月启动，延续至 2022 年 4 月。本轮反转行情的结束主要源于 2022 年 1 月美联储紧缩预期升温、美债利率快速上行，主题行情随风险偏好回落而退潮。由于猪价上行支撑猪周期基本面表现，相关行业超额收益见顶时间相对较晚。

图 9：生猪养殖、传媒、家居在 2021 年 Q4 超额收益上行



资料来源：Wind、国海证券研究所

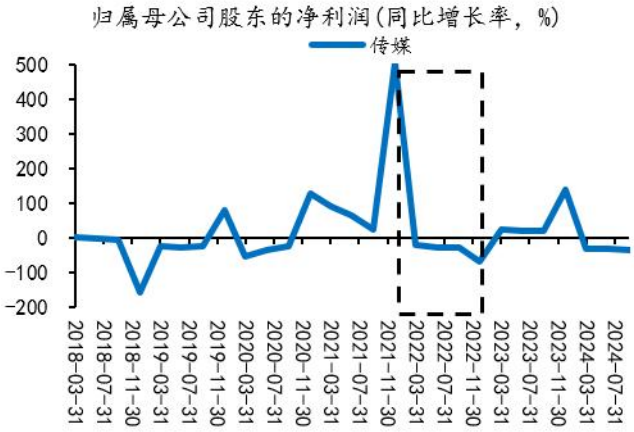
2021 年 11-12 月以产业主题为代表的反转行情，驱动因素有以下几点：第一，2021 年 10 月 28 日 Facebook 更名 Meta 并宣布全力投入元宇宙，游戏、影视、出版等低位传媒资产集中反弹；第二，2021 年 9 月底央行货币政策委员会例会首提房地产“两个维护”，11 月按揭投放加快，地产链悲观预期有所修复；第三，10 月上旬生猪价格见底回升，猪周期反转预期驱动养殖链抢跑。

2021 年 11-12 月领涨板块以主题行情为主：元宇宙是 10 月底海外产业事件的全新映射，地产链则主要由政策驱动，均非前三季度新能源、周期主线的延伸，仅汽车零部件等少数方向延续年内产业趋势。

下载日志已记录，仅供内部参考

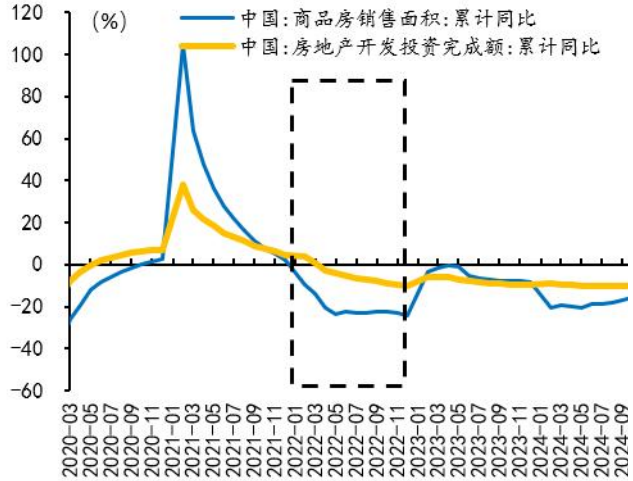
从基本面来看，反转方向次年兑现度分化明显：传媒 2022 年盈利继续走弱，行情未获基本面承接。2022 年房地产销售和投资同比增速转负。而生猪价格在 2022 年 3 月-10 月涨幅达到 133%，养殖、饲料行业的归母净利润增速 2022 年下半年回升。

图 10：传媒 2022 年归母净利润增速走弱



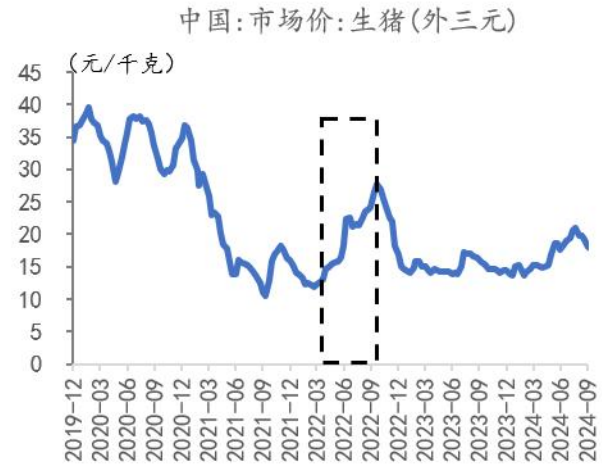
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 11：2022 年房地产销售和投资同比增速转负



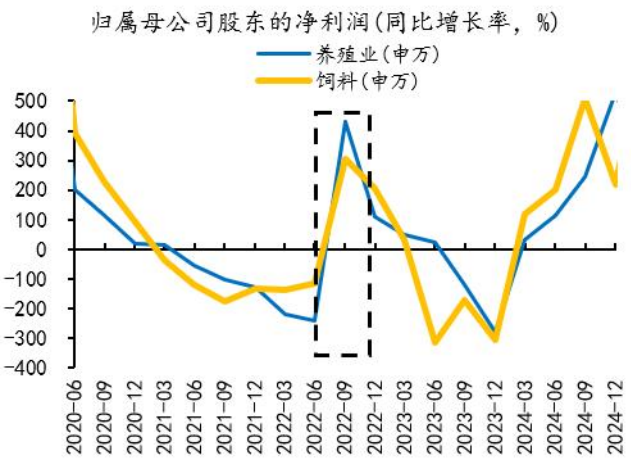
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 12：生猪价格 2022 年 3 月-10 月上涨



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 13：养殖和饲料行业 2022 年下半年归母净利润增速回升



资料来源：Wind、国海证券研究所

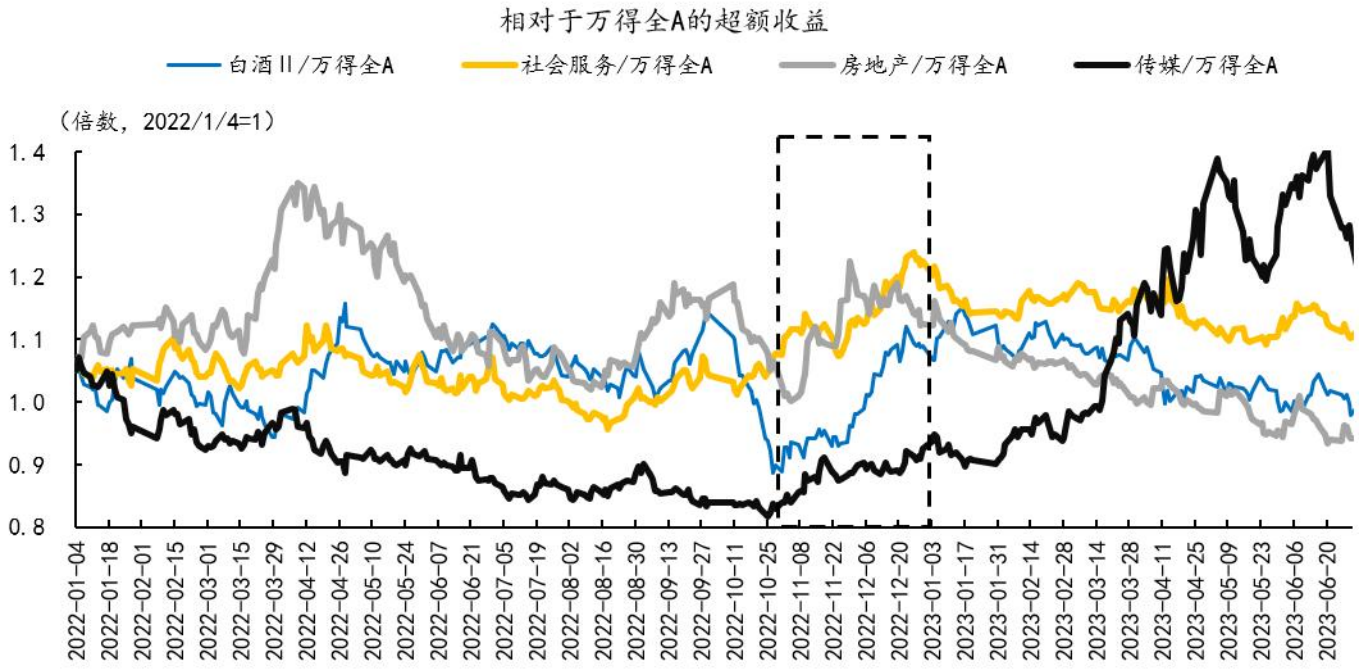
下载日志已记录，仅供内部参考

2.4、2022 年：政策拐点驱动的全面反转

2022 年 1-10 月市场处于熊市主跌段，万得全 A 下跌 23.0%，俄乌冲突推升能源价格，煤炭逆势上涨 16.0%，近乎成为唯一正收益行业，传媒、建筑材料、电子、食品饮料、非银金融超额收益居后 5 名。10 月 31 日上证指数二次探底后，11-12 月万得全 A 反弹 5.6%，前期困境消费行业全面反转走强，食品饮料、社会服务、商贸零售、美容护理、传媒超额收益居前。此外，建材、房地产、银行、非银等低估价值行业超额收益也居前。

疫后复苏链于 11 月 11 日防疫优化“二十条”落地后启动，12 月中旬中央经济工作会议后进入兑现期，白酒等消费方向行情延续至 2023 年 1 月春节动销验证平淡后结束，房地产的超额收益主要集中在政策密集落地的 11 月，传媒则因 2023 年初 ChatGPT 概念接力，超额收益行情延续至 2023 年 5 月初。

图 14：白酒、社会服务、房地产、传媒 2022 年 Q4 超额收益上行



资料来源：Wind、国海证券研究所

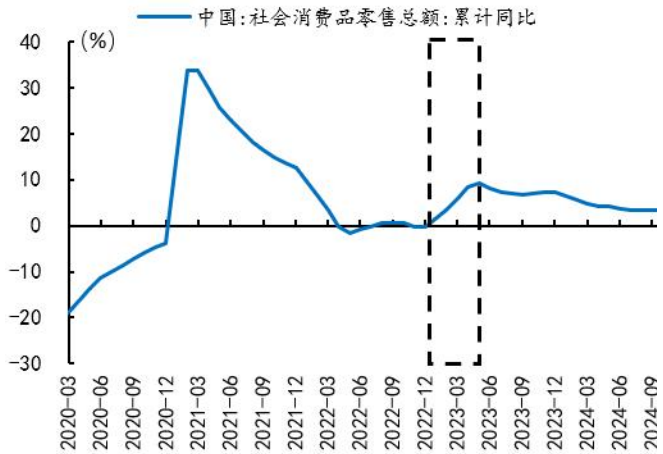
2022 年 11-12 月以疫后复苏为代表的反转行情，驱动因素有以下几点：第一，2022 年 11 月 11 日防疫优化“二十条”、12 月 7 日“新十条”先后发布，防疫政策转向确定，疫后消费复苏预期提升；第二，2022 年 11 月地产信贷、债券、股权融资“三支箭”与“金融 16 条”陆续落地，地产链悲观预期修复；第三，2022 年 11 月 21 日监管层首提“中国特色估值体系”，央国企重估预期升温；第四，12 月中央经济工作会议对平台经济表态转向积极，2022 年 11-12 月游戏版号常态化验证叠加进口游戏版号重启发放，行业监管政策边际放宽。

2022 年 11-12 月领涨方向全部为年内新线索：防疫优化、地产纾困、“中特估”均与前三季度煤炭、旧能源主线相关性较弱。

下载日志已记录，仅供内部参考

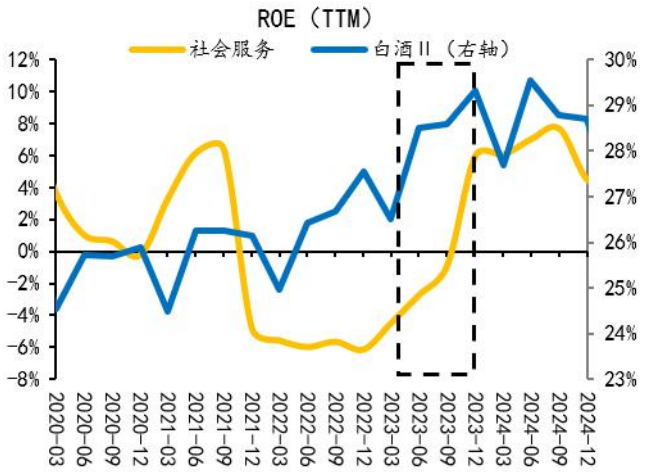
从基本面来看，2022 年四季度出现的传媒政策边际放宽的线索，在 2023 年一季度分别被 AI 产业趋势接力，成为“新线索到次年主线”的成功案例。对于疫后复苏板块来说，2023 年基本面的确有所修复，但社零增速在 2023 年上半年修复后下半年走弱，复苏基础仍不牢固，疫后修复并未成为 2023 年的主线。房地产市场仍在下行通道。建筑材料的 ROE 在 2023 年继续下行，房地产行业 ROE 虽然有所回升，但仍处于亏损状态。

图 15：社零增速 2023 年上半年修复，下半年走弱



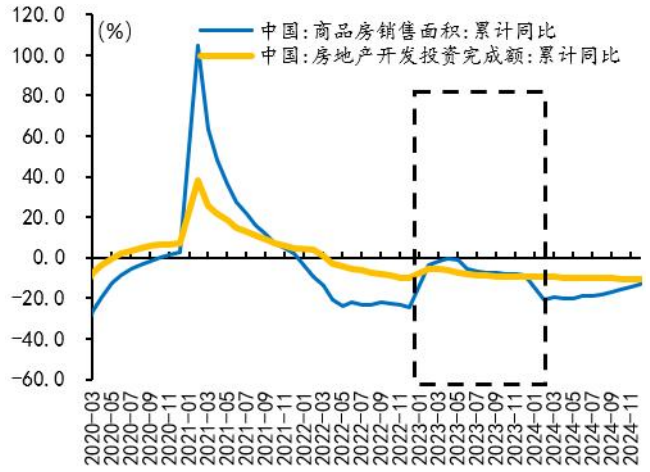
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 16：部分消费行业在 2023 年 ROE 有所回升



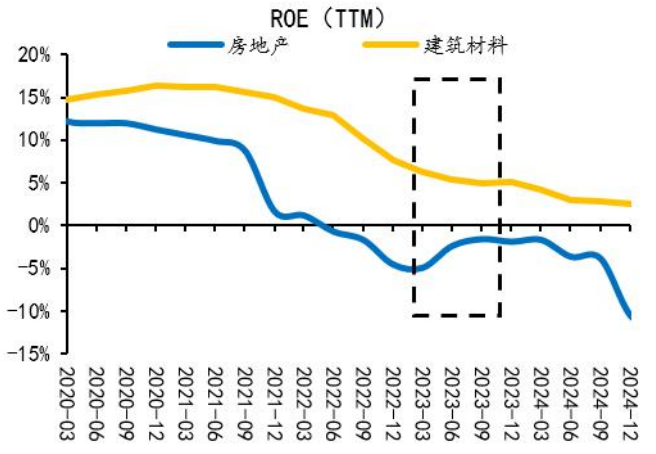
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 17：2023 年房地产市场仍在下行通道



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 18：2023 年地产链相关行业的 ROE 仍然偏弱



资料来源：Wind、国海证券研究所

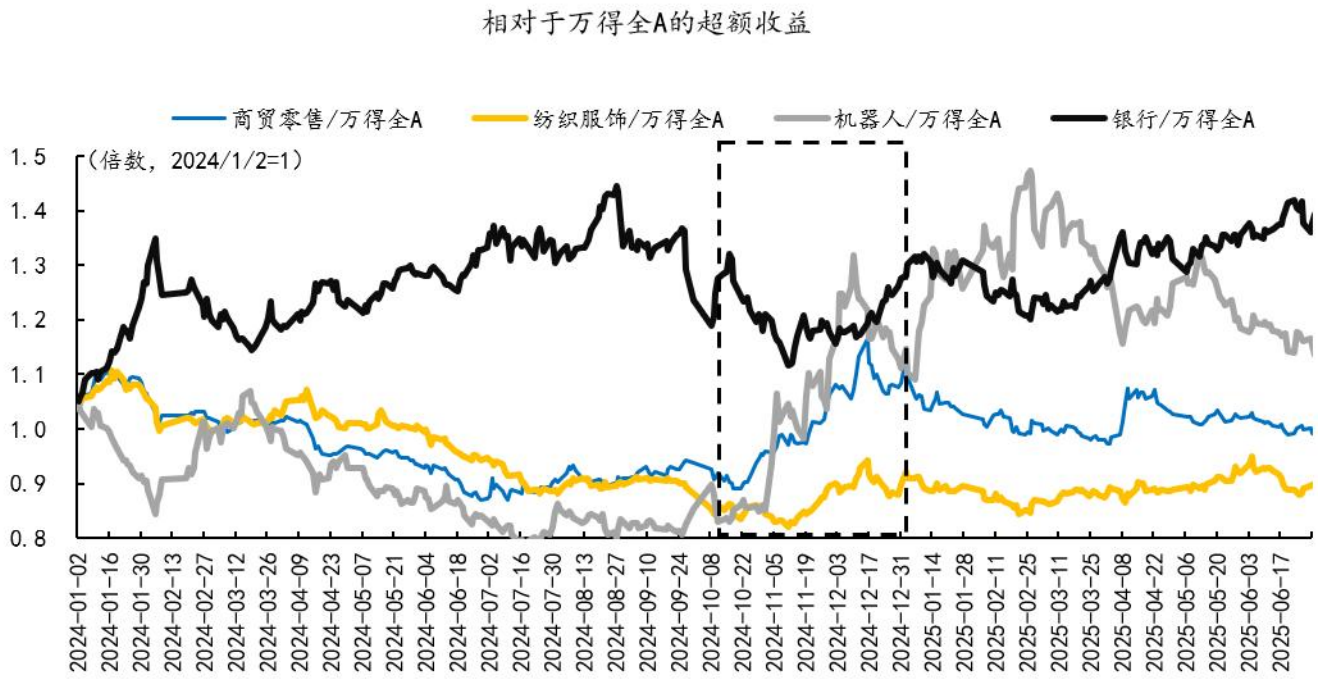
下载日志已记录，仅供内部参考

2.5、2024 年：政策与产业催化共振的反转

2024 年 1-10 月万得全 A 上涨 10.7%，9 月 24 日政策组合拳驱动市场由熊转牛，非银金融、通信、家用电器、银行、电子行业领涨，医药生物、纺织服饰、食品饮料、农林牧渔、轻工制造超额收益居后 5 名。11-12 月万得全 A 小幅回调 0.6%，指数高位震荡中主题行情活跃，前期落后行业中，商贸零售、纺织服饰等消费行业反转领先，此外银行、石油石化等高股息方向也涨幅居前。

商贸零售、纺织服饰的超额收益行情于 2024 年 11 月启动，2024 年 12 月中旬结束；银行超额收益行情于 2024 年 11 月启动，2025 年 1 月开始出现回撤；机器人等科技主题于 2024 年 11 月启动，2025 年初 DeepSeek 关注提升催化科技主题行情延续至 2025 年 2 月。

图 19：商贸零售、纺织服饰、银行、机器人 2022 年 Q4 超额收益上行



资料来源：Wind、国海证券研究所

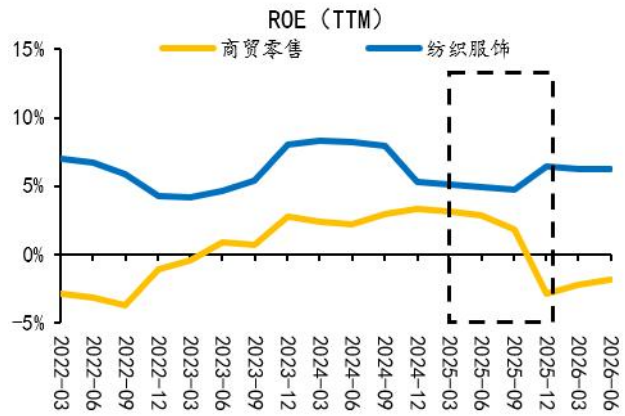
2024 年 11-12 月以消费和科技主题为代表的反转行情，驱动因素有以下几点：第一，12 月 9 日政治局会议将货币政策基调调整为“适度宽松”，为时隔 10 余年以来首次，12 月中央经济工作会议将“大力提振消费”列为重点任务首位，消费政策预期转向；第二，9 月 24 日“并购六条”松绑并购重组，充裕流动性下小微盘与主题股持续活跃；第三，AI 产业趋势由算力硬件向应用与终端扩散，AI 眼镜、人形机器人等方向获得密集催化。例如机器人在 11-12 月上涨的驱动是特斯拉 Optimus 新动态与华为入局人形机器人等产业催化。

下载日志已记录，仅供内部参考

2024 年 11-12 月领涨方向呈“主线延续+新线索”结构：商贸零售是消费政策转向催生的全新线索；机器人、AI 应用是前三季度 AI 算力主线向终端与应用侧的延伸扩散。高股息也是前三季度市场主线的延续。

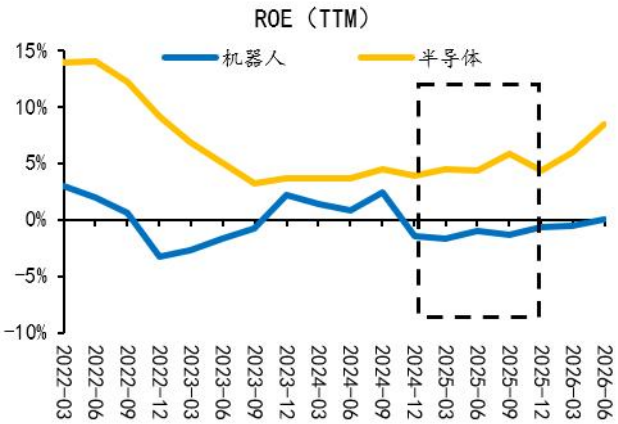
从基本面来看，2024 年反转方向次年业绩兑现偏弱：消费政策预期未转化为盈利，2025 年商贸零售、纺织服饰 ROE 未见趋势性回升。2025 年 AI 硬件业绩兑现偏强，机器人等主题业绩兑现偏弱。

图 20：2025 年消费相关板块业绩兑现不强



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 21：2024 年 11-12 月表现好的科技主题，2025 年 ROE 表现分化



资料来源：Wind、国海证券研究所

3、年末反转行情有哪些规律？

年末困境反转行情较强的年份中，反转方向主要集中在两类：一是政策敏感型，集中在消费、金融、地产链等相关行业。比如 2014 年的非银、银行、建筑、房地产，2022 年的食品饮料、社会服务、建材、房地产，2024 年的商贸零售等。**二是产业催化型，集中在科技相关行业。**比如 2007 年的计算机、通信、电子，2021 年的元宇宙主题，2024 年的机器人主题等。**三是价格拐点型，集中在周期相关行业。**比如 2014 年的动力煤，2021 年的养殖、饲料等。

行情节奏多呈现 11 月启动，11-12 月主升，次年 1 月通常成为分水岭。政策敏感型行业启动时间多由政策日期锚定，产业催化型行业启动时间多由价格或催化事件触发。单纯政策脉冲型或交易预期型行情时间约 2-3 个月，催化兑现或预期证伪可能触发行情结束。如果有新主线接力，行情可能跨年延续，例如 2022 年传媒行情因 2023 年 ChatGPT 催化延续至 2023 年 5 月初，2024 年科技主题行情因 DeepSeek 催化延续至 2025 年 2 月。

政策与流动性拐点是主要触发因素，产业信号可能放大弹性。市场关注的信号通常有：高规格政策文本（重要会议定调、专项政策落地等）、可验证的价格信号（猪价见底回升、龙头集体上调煤价等）、产业事件映射（Facebook 改名 Meta、特斯拉机器人新动态等），资金信号（两融余额与成交放量、资金高低切、

下载日志已记录，仅供内部参考

补涨）。总体看，行情普遍在信号落地后通常快速启动，领先于基本面数据验证，信号量级越大，行情的高度与持续性越强，这也是困境反转“预期抢跑”属性的体现。

次年能否兑现真实业绩反转分化显著，兑现的仍是少数。年末困境反转的行业中，“困境”可能来自于基本面走弱，也可能来自于前期滞涨。整体看，五轮行情中次年实现基本面真实反转的方向较少，四季度困境反转本质上以估值与预期的修复为主。

年末反转行情以政策催化或产业新线索为主，或可优先在四季度新出现的政策定调与产业催化中挖掘低位方向。内在逻辑有以下两点：第一，前三季度主线经历大幅上涨后四季度上涨动能衰减，高位板块兑现收益后，资金需要低位新方向承接；第二，四季度是政策密集落地窗口，12 月中央经济工作会议等重要会议的新提法往往催生新线索，年末海外产业事件也可能提供了新的映射方向。因此，布局年末困境反转行情，可以优先在四季度新出现的政策定调与产业催化中挖掘低位方向。

图 22：五轮年末强困境反转年份中，1-10 月和 11-12 月市场表现对比

	2007年1-10月	2007年11-12月	2014年1-10月	2014年11-12月	2021年1-10月	2021年11-12月	2022年1-10月	2022年11-12月	2024年1-10月	2024年11-12月
起始时间	2007/01	2007/11	2014/01	2014/11	2021/01	2021/11	2022/01	2022/11	2024/01	2024/11
结束时间	2007/10	2007/12	2014/10	2014/12	2021/10	2021/12	2022/10	2022/12	2024/10	2024/12
持续时间(月)	10	2	10	2	10	2	10	2	10	2
万得全A,%	171.18	-1.83	25.71	21.27	4.75	4.22	-22.95	5.58	10.71	-0.64
上证指数,%	122.57	-11.64	14.38	33.65	2.14	2.61	-20.50	6.77	10.25	2.19
沪深300,%	178.71	-6.16	7.65	40.88	-5.81	0.64	-28.98	10.34	13.40	1.13
创业板指,%			16.01	-2.74	12.96	-0.84	-31.83	3.61	14.44	-1.06
风格超额收益										
价值风格	25.70%	5.84%	6.74%	2.56%	2.05%	1.81%	6.94%	-0.02%	3.72%	1.03%
成长风格	12.54%	0.18%	0.62%	-18.34%	9.52%	1.01%	-2.15%	-5.04%	-7.57%	-3.00%
大盘风格	-5.52%	0.96%	-2.69%	3.35%	1.29%	-0.62%	-0.44%	0.88%	0.54%	0.39%
小盘风格	-61.10%	19.59%	28.43%	-40.15%	19.25%	7.48%	6.46%	-8.37%	-9.00%	-3.35%
板块超额收益										
金融板块	3.91%	-8.16%	8.77%	25.64%	-4.45%	0.04%	7.39%	4.32%	17.70%	0.59%
周期板块	37.85%	4.22%	22.95%	-31.60%	27.00%	2.65%	11.20%	-6.94%	-4.52%	-2.57%
消费板块	-43.34%	15.92%	10.44%	-35.36%	-4.09%	5.26%	2.09%	5.14%	-15.88%	-0.88%
成长板块	-48.74%	13.70%	24.35%	-39.48%	19.57%	3.49%	1.41%	-11.59%	-4.16%	-2.84%
行业超额收益										
涨幅排名靠前的申万一级行业	有色金属(162.15%)	农林牧渔(20.49%)	国防军工(18.97%)	非银金融(78.19%)	电力设备(51.75%)	传　媒(15.48%)	煤　炭(38.93%)	食品饮料(23.59%)	非银金融(21.88%)	商贸零售(14.32%)
	煤　炭(140.73%)	计算机　(19.78%)	综　合(18.52%)	建筑装饰(32.99%)	有色金属(32.86%)	轻工制造(10.90%)	综　合(21.39%)	社会服务(15.32%)	通　信(15.08%)	银　行(8.41%)
相对于万得全A的超额收益	非银金融(73.52%)	医药生物(19.70%)	计算机　(14.67%)	银　行(31.93%)	基础化工(32.85%)	通　信(9.06%)	交通运输(12.71%)	美容护理(12.82%)	家用电器(14.33%)	综　合(7.24%)
	美容护理(57.29%)	通　信(18.08%)	通　信(10.92%)	钢　铁(15.31%)	煤　炭(30.56%)	环　保(8.54%)	通　信(9.97%)	商贸零售(12.81%)	银　行(13.99%)	纺织服饰(5.62%)
	房地产　(50.57%)	电　子(15.40%)	社会服务(10.82%)	房地产　(10.87%)	钢　铁(25.95%)	建筑材料(8.19%)	建筑装饰(7.11%)	传　媒(11.58%)	电　子(8.24%)	石油石化(4.47%)
涨幅排名靠后的申万一级行业	计算机　(-63.87%)	石油石化(-9.87%)	家用电器(-18.55%)	电力设备(-21.44%)	农林牧渔(-16.28%)	基础化工(-4.51%)	非银金融(-8.17%)	计算机　(-7.17%)	轻工制造(-17.55%)	国防军工(-4.52%)
	食品饮料(-66.85%)	银　行(-9.89%)	银　行(-19.19%)	轻工制造(-24.45%)	传　媒(-21.61%)	银　行(-8.18%)	食品饮料(-11.33%)	电力设备(-8.29%)	农林牧渔(-18.27%)	有色金属(-5.30%)
相对于万得全A的超额收益	电　子(-67.51%)	有色金属(-14.50%)	煤　炭(-20.42%)	医药生物(-25.72%)	房地产　(-23.93%)	社会服务(-9.23%)	电　子(-12.69%)	通　信(-8.58%)	食品饮料(-19.80%)	建筑材料(-6.54%)
	传　媒(-79.44%)	房地产　(-15.72%)	食品饮料(-24.04%)	美容护理(-26.47%)	非银金融(-26.21%)	电力设备(-9.74%)	建筑材料(-13.60%)	煤　炭(-9.91%)	纺织服饰(-20.53%)	美容护理(-6.78%)
	通　信(-79.62%)	非银金融(-17.08%)	美容护理(-24.46%)	电　子(-30.31%)	家用电器(-29.42%)	美容护理(-11.55%)	传　媒(-13.94%)	国防军工(-15.25%)	医药生物(-21.91%)	房地产　(-9.66%)

资料来源：Wind、国海证券研究所

注：标红的行业为 1-10 月超额收益后 5，11-12 月超额收益反转至前 5 的行业。

下载日志已记录，仅供内部参考

4、策略观点：重点关注反弹之后

重要资金短期托底市场态度较为坚决。其中 2026 年 10 月 22 日股票 ETF、沪深 300、科创 50、创业板指均是历史上前 10 净流入。重要资金的托底，红利阶段性再度进入拥挤状态以及近期美债利率的回落，都指向短期反弹。但要注意反弹的时间和幅度决定操作上的选择。

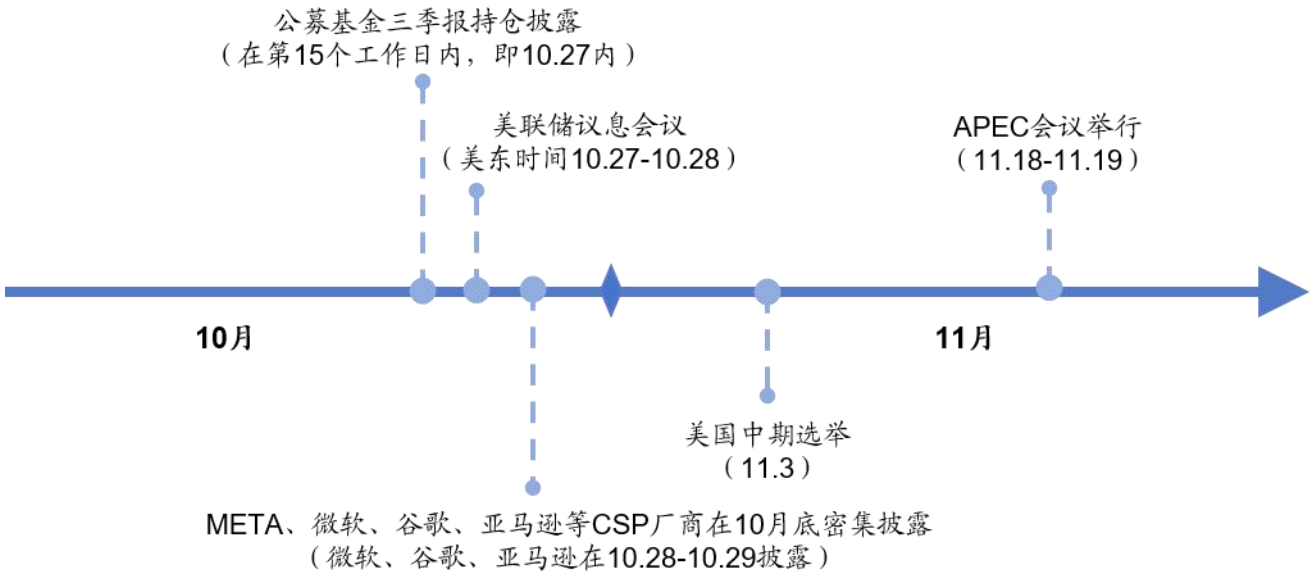
图 23：2026 年 10 月 22 日沪深 300、科创 50、创业板指均是历史上前 10 净流入

前十申赎净流入情况(亿元)	交易日期	股票ETF	交易日期	沪深300ETF	交易日期	科创50ETF	交易日期	创业板指ETF
1	2024-10-08	1061.26	2025-04-08	539.43	2026-07-20	158.25	2024-10-08	294.39
2	2025-04-08	1009.76	2025-04-07	401.36	2024-10-08	131.26	2024-10-09	101.03
3	2026-07-17	756.56	2024-01-22	320.85	2024-10-09	106.96	2026-07-20	97.50
4	2025-04-07	661.64	2024-02-07	315.80	2026-07-30	89.19	2026-07-17	89.20
5	2024-09-30	659.59	2024-07-19	244.47	2026-07-17	82.99	2026-07-28	87.54
6	2026-07-20	652.23	2026-10-15	237.11	**2026-10-22**	74.66	2026-07-30	83.40
7	2026-07-13	597.04	**2026-10-22**	237.01	2026-10-15	72.04	2026-10-15	70.21
8	2026-08-19	529.07	2024-07-17	191.94	2026-08-19	71.49	**2026-10-22**	68.80
9	2024-10-09	504.03	2025-04-16	190.44	2026-07-29	70.95	2025-04-07	63.03
10	**2026-10-22**	464.81	2024-01-18	190.01	2024-09-30	66.27	2026-10-21	59.34

资料来源：Wind、国海证券研究所

前期超跌方向有望修复，更重要的是反弹之后要关注的事情。10 月底 11 月初进入密集事件验证阶段（A 股三季报基金持仓、A 股/美股三季报、美联储议息会议、美国中选、美伊冲突进展等），随着不确定性事件落地，叠加 11 月 APEC 会议有望提振情绪与 ETF 资金显著流入，前期超跌方向有望迎来修复。

图 24：10 月底至 11 月关注的时间节点



资料来源：新华网、财联社、中国经济新闻网、中国证监会、META 投资者关系网、Federal Reserve Board、国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

通常 11 月开始表现的红利+困境反转+主题的行情已经在抢跑途中。进入四季度后景气因子与股价相关性再度走弱，市场进入到资金面驱动阶段，红利（白电、银行）+困境反转（地产、消费、恒生科技）+主题（AI 应用、军工）有望继续占优，但需要注意的是，在此阶段【拥挤度】有较高的指引意义，对于目前拥挤度已经偏高的方向，建议等待拥挤度消化充分后再度布局。

图 25：主要赛道拥挤度情况

板块 26/10/23	指数	市值占比	成交额占比 MA5	当前日期过去一年分位数	近一周分位数变化	2010年至今机构持仓超配比例分位数	板块	指数	市值占比	成交额占比MA5	当前日期过去一年分位数	近一周分位数变化	2010年至今机构持仓超配比例分位数	板块	指数	市值占比	成交额占比MA5	当前日期过去一年分位数	近一周分位数变化	2010年至今机构持仓超配比例分位数
TMT	TMT大类	23.68%	41.17%	67.20%	11.20%	100.00%	中游制造	国防军工（申万）	2.32%	2.88%	41.00%	14.50%	20.00%	新消费	黄金珠宝指数	1.13%	0.89%	36.50%	-12.40%	-
	科创芯片	4.66%	5.24%	61.80%	2.90%	-		航天装备（申万）	0.25%	0.17%	4.90%	-3.30%	0.00%		新兴奢侈收藏品H	0.19%	1.61%	40.90%	27.10%	-
	通信（申万）	3.40%	7.26%	46.40%	24.50%	100.00%		军工电子（申万）	0.60%	0.86%	13.20%	7.00%	70.70%		非白酒（申万）	0.14%	0.15%	92.90%	-2.90%	32.30%
	光模块指数	2.70%	6.86%	65.50%	2.50%	-		电网设备（申万）	1.20%	1.69%	15.30%	-5.80%	0.00%		量版零食A	0.04%	0.05%	91.20%	33.20%	-
	电子（申万）	15.78%	24.37%	62.20%	6.60%	100.00%		电池（申万）	2.06%	3.70%	64.70%	-10.40%	64.60%		美容护理（申万）	0.19%	0.26%	91.70%	-3.30%	16.90%
	消费电子（申万）	2.41%	2.94%	34.00%	29.90%	27.60%		光伏指数	1.35%	1.75%	4.50%	-14.10%	-	传统消费	种植业（申万）	0.12%	0.26%	62.20%	-23.60%	58.40%
	存储器指数	3.88%	4.92%	68.80%	13.20%	-		储能指数	2.51%	2.98%	58.50%	2.50%	-		白色家电（申万）	0.82%	0.44%	100.00%	16.20%	13.80%
	PCB（中信）	1.43%	3.99%	92.10%	-2.90%	-		电池材料（长江）	0.64%	1.10%	12.00%	-3.40%	-		食品（中信）	0.57%	0.50%	75.50%	18.70%	-
	半导体（申万）	9.34%	12.37%	64.70%	6.20%	100.00%		汽车（申万）	2.96%	3.65%	73.00%	33.20%	3.00%		白酒II（申万）	2.06%	0.84%	94.10%	5.80%	0.00%
	半导体设备（申万）	1.41%	1.97%	72.60%	-8.30%	100.00%		乘用车（申万）	0.72%	0.31%	34.80%	-24.90%	6.10%	医药	中证香港创新药	2.43%	9.90%	89.70%	-2.50%	-
	IT服务（申万）	1.00%	2.13%	40.60%	31.90%	13.80%		商用车（申万）	0.20%	0.28%	92.50%	-4.10%	36.90%		创新药指数	2.36%	2.05%	76.30%	-5.00%	-
	软件开发（申万）	1.33%	2.38%	67.60%	22.80%	4.60%		汽车零部件（申万）	1.84%	2.87%	74.20%	51.80%	3.00%	金融地产	银行（中信）	13.92%	2.17%	100.00%	0.00%	-
	运营商	2.45%	0.22%	98.30%	2.50%	-		机械设备（申万）	4.78%	7.76%	78.00%	63.90%	66.10%		保险（申万）	1.54%	0.42%	61.80%	-22.00%	55.30%
	传媒（申万）	1.22%	3.75%	85.00%	-8.30%	3.00%		通用设备（申万）	1.60%	3.17%	70.10%	47.30%	83.00%		证券（申万）	2.40%	1.36%	53.10%	1.70%	56.90%
	游戏（申万）	0.36%	0.69%	51.80%	-31.60%	0.00%		专用设备（申万）	1.17%	1.88%	50.20%	49.40%	70.70%		房地产（中信）	0.81%	0.80%	15.70%	-51.50%	-
	影视院线（申万）	0.16%	0.62%	92.10%	-4.50%	23.00%		工程机械（申万）	0.53%	0.37%	43.90%	13.20%	38.40%		装修建材（申万）	0.18%	0.23%	54.30%	-27.00%	27.60%
	出版（申万）	0.23%	0.89%	97.90%	-2.10%	83.00%		轨交设备（申万）	0.31%	0.19%	47.30%	-43.90%	61.50%	周期资源品	黄金（申万）	0.37%	0.50%	44.80%	-13.70%	43.00%
出行链	航空机场（申万）	0.36%	0.15%	35.20%	-4.60%	67.60%		轻工制造（申万）	0.73%	0.93%	41.90%	-13.70%	29.20%		有色金属（申万）	3.60%	3.94%	0.00%	-3.70%	41.50%
	酒店餐饮（申万）	0.04%	0.03%	17.00%	-8.70%	55.30%	稳定类	红利低波	19.82%	2.90%	100.00%	0.00%	-		煤炭（中信）	1.85%	0.63%	51.80%	-29.50%	-
	旅游及景区（申万）	0.10%	0.15%	44.80%	15.70%	20.00%		火力发电（申万）	0.70%	0.44%	24.80%	-13.70%	64.60%		两桶油	2.50%	0.19%	81.70%	-10.40%	-
主题类	商业航天	0.52%	0.69%	18.60%	11.20%	-		水力发电（申万）	1.08%	0.45%	94.60%	-5.40%	36.90%		钢铁（申万）	0.66%	0.32%	8.20%	-29.50%	89.20%
	机器人标的	1.43%	2.65%	75.10%	60.60%	-		价值100	-	3.42%	86.30%	-7.00%	-		基础化工（申万）	3.36%	4.51%	24.80%	-39.10%	3.00%
	固态电池指数	2.52%	3.43%	75.50%	-0.40%	-		交通运输（申万）	2.39%	1.26%	59.30%	-33.20%	61.50%	港股	恒生科技指数	9.73%	35.43%	27.80%	13.60%	-

资料来源：Wind、国海证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5、风险提示

历史比较法的局限性：历史环境与当前环境存在差异，过往经验对比可能存在局限性风险，历史情形仅供研究参考，不能代表未来。

全球经济波动超预期：全球经济超预期波动可能影响正常情况下的各类经济活动。

美国货币政策超预期紧缩：美国关税、货币等政策仍存在较大的不确定性，可能导致相关假设及结论存在偏差。

产业进展不及预期：若产业进展不及预期，相关公司投资计划可能发生改变带来风险。

地缘政治风险：地缘冲突升级可能带来全球风险偏好下行，通胀显著超预期可能对政策节奏以及经济活动等形成扰动。

历史数据难以反映最新现状：历史数据仅供参考，部分数据更新频率较低，早期历史数据存在个别缺失值等，可能较难反映最新现状；过往的资产价格走势不能代表未来方向。

AI 产业进展不及预期：若后续应用侧无法实现可持续的商业闭环，将导致资本开支意愿减弱，AI 产业链景气度存在回落风险。

行业/主题集中度风险：电子、通信板块基金配置集中度高，二季度主动权益基金配置比例较高，市场风格切换时板块回调压力较大。

短期博弈风险：博弈反弹为短期交易策略，创业板、科创板标的容易出现高波动，短期交易风险较高。

美国中期选举结果超预期：若实际选举结果与市场预期或本文情景假设存在较大偏差，可能导致政策路径及资产价格表现偏离本文推演。

下载日志已记录，仅供内部参考

【策略研究小组介绍】

赵阳，国海证券研究所策略组首席分析师，9 年策略研究经验，伯明翰大学货币银行金融硕士，南开大学金融学与行政管理双学士，2023-2024 年新财富最佳分析师第 1 名、2022 年新财富最佳分析师第 3 名、2021 年新财富最佳分析师第 2 名团队核心成员。先后在广发证券、天风证券研究所从事策略研究。擅长行业轮动与市场情绪研究，在大势研判、风格和行业比较、组合构建等方面有独创研究。
李畅，策略分析师，华东师范大学世界经济硕士，侧重 A 股策略、大类风格、行业比较等研究。
周佳慧，策略研究助理，上海财经大学硕士，侧重海外宏观、产业链映射研究。

【分析师承诺】

赵阳，李畅，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

下载日志已记录，仅供内部参考

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。