下载日志已记录，仅供内部参考

先守后攻，静待花开

——A 股 2026 年 11 月观点及配置建议

定期报告

展望 11 月，我们认为市场将在温和触底后迎来反弹，需要先守后攻，静待花开。当前市场的第一性原理是筹码压力，在筹码压力解决前，推荐通过红利、内需等方向进行防守。但市场快速调整之后，博弈反弹是高赔率交易，所以在筹码压力解决，右侧机会出现后，会出现明显的进攻机会。此外从重要事件来看，随着美国中选、APEC 会议等重大事件落地，宏观的企稳也会带来反弹的窗口。落地到配置思路，11 月不宜押注单一风格，推荐围绕超跌反弹、周期稳健、红利优选的思路均衡配置。

- **大势研判和核心逻辑：先守后攻，静待花开。**短期 A 股核心矛盾在于筹码压力，7 月是 TMT 交易拥挤，当前公募、固收 + 等资金形成负反馈，化解方式或依靠 ETF 资金破局，或等待抛压自然消化。市场急跌后博弈反弹赔率较高，优先关注跌幅较大、中长期盈利逻辑稳固的板块。海外端，美股龙头业绩不及预期源于产业趋势与估值定价错位，前期乐观预期充分定价，容错空间不足。美联储政策取决于通胀，美伊冲突演化将决定油价与加息路径。11 月外部重点跟踪 APEC 会晤、美国中期选举和美伊局势。A 股三季度盈利分化，信息技术、资源品领先，医药、部分消费及 TMT 细分边际改善。四季度盈利修复存在支撑，但海外约束仍存。配置上均衡布局，围绕超跌反弹、周期稳健、红利优选三条主线，关注电子、化学制药、工业金属、石油石化、食品饮料、银行。

- **风格与行业配置思路：风格层面，推荐均衡配置偏价值，推荐指数组合包括：沪深 300、科创 50、中证红利、价值 100、中证医疗。行业配置上**不宜押注单一风格，推荐围绕**“超跌反弹、周期稳健、红利优选”**的思路均衡配置，重点关注以下方向：一是超跌反弹方向，典型行业如半导体、工业金属、化学制药等；二是周期稳健方向，工业金属、石油石化等周期资源品仍有望供需持续受益；三是红利优选方向，重点关注盈利较为稳定或有改善、分红持续的银行、食品饮料等行业。11 月建议重点关注**电子（半导体、元件）、化学制药、工业金属、石油石化、食品饮料和银行**。

- **流动性与资金供需：11 月增量资金供需有望净流入，ETF 有望继续成为主力增量资金。**外部流动性方面，12 月美联储仍存在进一步加息的可能，后续政策路径将高度依赖通胀及就业数据验证，美债收益率或继续高位震荡。股票市场资金供需方面，10 月股票市场可跟踪资金转为净流入，ETF 净流入对冲融资净流出。资金供给端，新发偏股基金规模较 9 月回落；融资资金风险偏好回落，净流出加速；ETF 逆势净流入托底市场。资金需求端，重要股东近两年以来首次净增持；IPO 发行规模减少，再融资规模回落，资金需求规模回落。10 月主力增量资金方面，ETF 成为市场主力增量资金。

- **中观景气和行业推荐：A 股进入估值出清后的业绩验证期，行情由“杀估值”转向“重定价”。企业盈利方面，**三季度业绩在高基数、资本市场波动、价格上升等影响下增速放缓。信息技术与资源品仍保持领先增速，低基数的消费板块和医药业绩边际改善；金融地产、中游制造业业绩持续承压。**景气方面，**10 月份景气较高的领域主要集中在上游资源品和部分信息技术和消费板块。资源

相关报告

《拨云待晴，均衡配置——A 股 2026 年 10 月观点及配置建议》

《反弹未止，先攻后守——A 股 2026 年 9 月观点及配置建议》

《否极泰来，蓄势进攻——A 股 2026 年 8 月观点及配置建议》

《景气强化，震荡上行——A 股 2026 年 6 月观点及配置建议》

《盈利上行，突破在望——A 股 2026 年 5 月观点及配置建议》

《冲突未平，绝境逢生——A 股 2026 年 4 月观点及配置建议》

《地缘加剧，资源科技——A 股 2026 年 3 月观点及配置建议》

《指数震荡，涨价扩散——A 股 2026 年 2 月观点及配置建议》

《开年攻势，指数新高——A 股 2026 年 1 月观点及配置建议》

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

下载日志已记录，仅供内部参考

品板块水泥、原油及多数化工品价格上涨；信息技术领域存储器价格涨跌分化；中游制造板块新能源产业链价格大多下行，汽车产销同比降幅扩大；金融地产板块 A 股交投活跃度下行，地产成交仍偏弱；消费服务板块白酒、生鲜乳价格上行；公用事业燃气价格上行。综合来看，11 月建议围绕**“超跌反弹、周期稳健、红利优选”布局**，重点关注**电子（半导体、元件）、化学制药、工业金属、石油石化、食品饮料和银行等。**

- **赛道及产业趋势投资：海外科技龙头财报综述。**高估值与高增长预期降低了市场对业绩波动的容忍度，现金流与融资能力成为评估 AI 投入持续性的关键。尽管市场对自由现金流转负已有一定预期，但当资金压力实际兑现时，较高估值与拥挤交易仍可能放大局部指标不及预期带来的股价调整。同时，市场的检验标准已从营收和利润扩展至资本开支、自由现金流及未来指引，更加重视增长的资金成本与回报兑现节奏。市场既期待企业持续加大 AI 投入、实现超预期增长，也要求 AI 业务的商业化回报与成熟业务的现金创造能力为新增投入提供支撑。不过相比单季度部分个股业绩波动，更值得关注的是融资约束是否实质性影响资本开支：若内部现金流不足、外部融资又受限，导致 AI 基础设施投入放缓，那时可能才会是对产业趋势造成关键影响的节点。

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

下载日志已记录，仅供内部参考

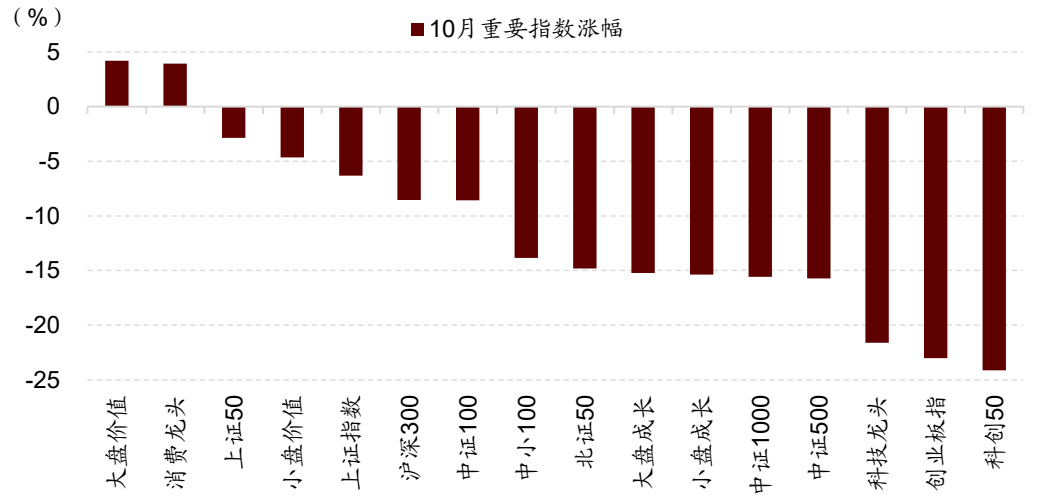
一、2026 年 10 月简明复盘与 2026 年 11 月核心观点

1、10 月简明复盘

在上个月的月度报告中，我们写道： **“展望 10 月，我们对 A 股保持谨慎乐观，预计市场表现有望较 9 月改善，节奏上先把握风险偏好修复，更加重视业绩兑现与攻守均衡。不过，长端美债利率仍高、国内总量需求修复偏弱，我们预计 10 月大概率为结构性修复窗口。风格上选择推荐均衡配置，成长阶段性活跃，行业配置建议聚焦景气与业绩，同时以部分内需方向均衡配置。”**

最终 10 月 A 股市场涨少跌多，大盘价值与消费龙头逆势上涨，而科创 50、创业板指与科技龙头领跌市场。10 月流动性冲击是市场的主旋律，海外美债利率高位徘徊，对全球权益资产产生虹吸效应，国内微观流动性面临赎回等资金负反馈，整体而言市场偏弱运行。

图 1：10 月主要指数涨跌幅

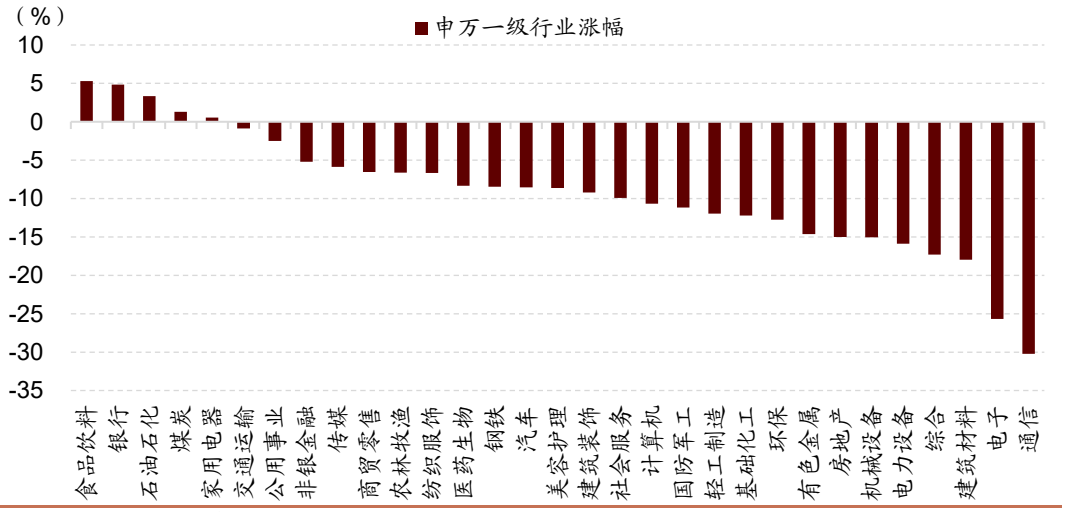


资料来源：Wind、招商证券

行业层面，在上个月的月度观点报告中，我们写道： “行业配置上建议聚焦景气与业绩，同时以部分内需方向均衡配置。围绕三条线索布局：一是 AI 算力链的业绩兑现方向（半导体、通信设备等），盈利确定性全市场最高；二是全球资本开支与资源品方向（电网设备、电池、工业金属与贵金属），景气持续性强；三是低估值与内需均衡方向（医药生物、农林牧渔、银行），兼具景气拐点与平滑波动功能。”

最终，10 月申万一级行业整体涨少跌多，食品饮料、银行等红利方向涨幅领先，电子、通信等科技板块领跌市场。

图 2：10 月行业指数涨跌幅



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

2、11 月核心观点——先守后攻，静待花开

展望 11 月，我们认为市场将在温和触底后迎来反弹，需要先守后攻，静待花开。当前市场的第一性原理是筹码压力，在筹码压力解决前，推荐通过红利、内需等方向进行防守。但市场快速调整之后，博弈反弹是高赔率交易，所以在筹码压力解决，右侧机会出现后，会出现明显的进攻机会。此外从重要事件来看，随着美国中选、APEC 会议等重大事件落地，宏观的企稳也会带来反弹的窗口。落地到配置思路，11 月不宜押注单一风格，推荐围绕超跌反弹、周期稳健、红利优选的思路均衡配置。

从第一性原理分析，当前筹码问题是影响短期 A 股运行的最主要变量。在 7 月我们面临的问题是极度的拥挤，当所有的乐观者都用仓位表达了态度，TMT 持仓与成交额占比来到历史新高，缺乏边际增量资金的净买入成为制约行情进一步向上的核心因素。而当前我们面临的问题是负反馈与潜在抛压，若主动公募、固收+、保险和融资盘等各类微观资金都陷入负反馈，市场运行便存在较大压力。解铃还须系铃人，产业、财报与宏观固然重要，但筹码的问题需要筹码自身来化解，从 7 月的经验来看，当“抱团”瓦解，科技拥挤度快速下降之后，伴随着产业趋势市场迎来了一波快速反弹。回到当前市场，走出资金负循环有两种途径，一是等待“白衣骑士”，通过 ETF 放量的手段打破市场内在螺旋，二是等待筹码压力温和化解，再做右侧布局反弹。

但市场快速调整后，从估值、政策、基本面等各角度来看，博弈反弹是高赔率交易。通过复盘历史上大跌后的修复经验，可以发现：1）前期跌幅越大，后续反弹幅度大概率越高，2024 年短期反弹中的关系尤其显著；2）中长期逻辑没有破坏的行业，换言之盈利高增或后续有望进一步改善的行业上涨的概率更大； 3）公募基金静态持仓比例与后续修复弹性相关性并不明显。参考 2022 年初和 2024 年初的行业修复经验，前期跌幅较大且业绩增速仍有持续性的方向有望出现超跌反弹，典型行业如半导体、通信设备、能源金属、小金属、工业金属、自动化设备、化学纤维等。

当市场因为流动性冲击持续承压，投资者自然将希望寄托在财报之上，希望海外头部科技公司如二季度一样交出完美财报，但本周后半周的财报成为造成市场下行的最后一根稻草。本轮美股龙头因业绩不及预期出现回调，本质是产业基本面与资本市场定价之间的错位。我们认为产业长期发展主线并未发生改变，增长本身天然带有波动，在长期向好的大趋势中，阶段性走弱、短暂偏离一致预期本属常态。但前期市场已经充分 price in 乐观假设，估值几乎没有容错空间，难以承接任何业绩不及预期的信号，波动因此被显著放大。**回到本轮财报，自由现金流以及未来指引，成为了市场下跌的主因。**

展望海外流动性，我们认为决定美联储加息节奏的核心变量仍是通胀，尤其需要关注能源价格上涨带来的二次通胀风险。若冲突一次性彻底解决，能源价格有望快速回落，通胀压力缓解，2026 年 12 月及 2027 年加息预期可能下修。若仅实现阶段性停火，油价或有所回落但地缘政治风险仍存，美联储加息紧迫性可能下降。若维持低烈度冲突，能源价格持续高位运行，通胀粘性难以消退，12 月加息 25 个基点仍可能是基准情形。若冲突进一步升级并长期持续，美联储将面临双重使命间的矛盾：一方面，高油价推动通胀上行，要求维持高利率甚至进一步加息；另一方面，能源成本上升抑制经济增长，可能推动失业率攀升，要求避免过度紧缩，在滞胀风险加剧的情况下，美联储政策空间将受到双向约束，后续加息节奏及利率终点的不确定性显著上升。

展望 11 月至年底，外部环境进入重要的政策与地缘风险观察窗口。一是关注 APEC 期间中美元首会晤，重点观察前期经贸共识的落实及新增合作空间；二是关注美国中期选举后的政策调整，重点评估国会格局变化对财政、贸易和外交政策的影响；三是关注美伊冲突再次升级的风险，重点跟踪军事行动、外交斡旋及国际油价变化。三项事件在时间上相互交织，中美关系可能提供风险偏好修复的契机，美伊局势及美国国内政治变化则可能继续扰动全球流动性与资产定价。

从盈利视角来看，三季度 A 股盈利增幅收窄，信息技术与资源品保持领先，医药盈利明显改善。结构上，信息技术与资源品保持领先，医药盈利明显改善，消费服务盈利修复，金融地产和公用事业盈利承压。2026Q3 相比 2026Q2 业绩改善的行业集中在：低基数改善的消费板块（专业连锁、一般零售、白酒、酒店餐饮、服装家纺、休闲食品），创新药投融资回暖驱动医药生物，AI 算力建设拉动的 TMT 细分领域（元件、通信设备、非金属材料、电子化学品），以及玻璃玻纤、航运港口等。展望四季度，低基数、出口韧性及 AI 相关需求有望支持盈利边际改善，但需关注海外资本开支和现金回报约束。

下载日志已记录，仅供内部参考

落地到配置思路，11 月不宜押注单一风格，推荐围绕**“超跌反弹、周期稳健、红利优选”**的思路均衡配置，重点关注以下方向：一是超跌反弹方向，前期跌幅最深、三季报兑现度最高，是分母端缓和后弹性最大的品种，典型行业如半导体、工业金属、化学制药等；二是周期稳健方向，地缘冲突叠加全球资本开支扩大，工业金属、石油石化等周期资源品仍有望供需持续受益；三是红利优选方向，在美债 5%上方、加息未终结的环境下，提供波动平滑与股息底仓重点关注盈利较为稳定或有改善、分红持续的银行、食品饮料等行业。综合景气、盈利、估值和资金面，11 月建议重点关注**电子（半导体、元件）、化学制药、工业金属、石油石化、食品饮料和银行等。**

3、11 月核心关注点

（1）美国中选与美伊局势

一方面，需要跟踪美国中期选举结果：国会控制权归属，将决定两党在财政扩张、科技监管与产业补贴上的博弈力度，约束后续政策落地空间。另一方面需紧盯选举落定后，特朗普是否推进对伊朗军事打击。若动武，中东供给风险抬升，油价与全球风险资产波动放大；若维持缓和，则地缘扰动收敛，二者是影响全球资产定价的核心变量。

（2）APEC 会议

11 月需重点关注 APEC 会议及领导人会晤进展，市场博弈经贸沟通、产业链与科技合作的边际缓和预期。若会晤释放积极信号，有助于降低区域贸易摩擦担忧，提振风险偏好。

（3）资金负反馈何时结束

当前市场面临的问题是负反馈与潜在抛压，若主动公募、固收+、保险和融资盘等各类微观资金都陷入负反馈，市场运行便存在较大压力。需要关注资金面何时走出负反馈。

下载日志已记录，仅供内部参考

二、大势研判核心逻辑

展望 11 月，我们认为市场将在温和触底后迎来反弹，需要先守后攻，静待花开。当前市场的第一性原理是筹码压力，在筹码压力解决前，推荐通过红利、内需等方向进行防守。但市场快速调整之后，博弈反弹是高赔率交易，所以在筹码压力解决，右侧机会出现后，会出现明显的进攻机会。此外从重要事件来看，随着美国中选、APEC 会议等重大事件落地，宏观的企稳也会带来反弹的窗口。落地到配置思路，11 月不宜押注单一风格，推荐围绕"超跌反弹、周期稳健、红利优选"的思路均衡配置。

1、A 股当前最大的流动性压力是资金负反馈与潜在抛压

从第一性原理分析，当前筹码问题是影响短期 A 股运行的最主要变量。在 7 月我们面临的问题是极度的拥挤，当所有的乐观者都用仓位表达了态度，TMT 持仓与成交额占比来到历史新高，缺乏边际增量资金的净买入成为制约行情进一步向上的核心因素。而当前我们面临的问题是负反馈与潜在抛压，若主动公募、固收+、保险和融资盘等各类微观资金都陷入负反馈，市场运行便存在较大压力。解铃还须系铃人，产业、财报与宏观固然重要，但筹码的问题需要筹码自身来化解，从 7 月的经验来看，当"抱团"瓦解，科技拥挤度快速下降之后，伴随着产业趋势市场迎来了一波快速反弹。回到当前市场，走出资金负循环有两种途径，一是等待"白衣骑士"，通过 ETF 放量的手段打破市场内在螺旋，二是等待筹码压力温和化解，再做右侧布局。

（1）基金三季报的核心问题在于抛压与负反馈

公募基金二季报的核心词是拥挤，TMT 占比超 60%、中际旭创、新易盛平均持仓高于 7%。而公募基金三季报的核心担忧变成了赎回与负反馈。

➢ **对 TMT 减仓较少，比例下降主要靠股价下跌**

三季度主动偏股公募基金对电子板块持仓占比下降 6.85%，但调仓仅贡献 2.83%，主要靠股价下跌，通信板块占比下降 1.92%，去除价格效应后甚至增持 0.14%。

图 3：三季度主动偏股基金对一级行业配置情况

序号	一级行业配比	2026-09	2026-06	环比变化(↓)	估算调仓贡献	历史分位(近十年)	近三年配比走势
1	医药生物	9.4%	5.5%	3.83%	1.09%	8.2%	
2	银行	2.2%	1.1%	1.08%	0.46%	16.3%	
3	汽车	2.8%	1.9%	0.89%	0.45%	36.7%	
4	食品饮料	2.3%	1.5%	0.77%	0.17%	2.0%	
5	煤炭	1.0%	0.4%	0.64%	0.46%	89.8%	
6	家用电器	1.7%	1.1%	0.53%	0.13%	4.1%	
7	计算机	1.6%	1.1%	0.47%	0.33%	4.1%	
8	石油石化	0.9%	0.5%	0.46%	0.19%	67.3%	
9	有色金属	4.0%	3.6%	0.44%	0.13%	67.3%	
10	国防军工	1.9%	1.5%	0.39%	0.48%	24.5%	
11	公用事业	0.6%	0.2%	0.37%	0.28%	22.4%	
12	农林牧渔	0.8%	0.5%	0.35%	0.13%	2.0%	
13	交通运输	1.0%	0.7%	0.32%	0.03%	6.1%	
14	房地产	0.6%	0.2%	0.31%	0.17%	6.1%	
15	基础化工	2.4%	2.2%	0.17%	-0.09%	26.5%	
16	轻工制造	0.4%	0.3%	0.13%	0.02%	2.0%	
17	传媒	0.4%	0.3%	0.13%	0.04%	2.0%	
18	综合	0.1%	0.0%	0.09%	0.09%	75.5%	
19	商贸零售	0.2%	0.1%	0.08%	0.05%	2.0%	
20	纺织服饰	0.2%	0.1%	0.08%	0.01%	16.3%	
21	社会服务	0.2%	0.1%	0.04%	0.00%	2.0%	
22	建筑装饰	0.2%	0.2%	0.04%	0.01%	2.0%	
23	环保	0.1%	0.1%	0.03%	0.00%	12.2%	
24	美容护理	0.0%	0.0%	-0.02%	-0.04%	0.0%	
25	钢铁	0.1%	0.1%	-0.03%	-0.05%	8.2%	
26	非银金融	0.9%	0.9%	-0.08%	-0.39%	6.1%	
27	机械设备	5.7%	6.2%	-0.44%	0.09%	98.0%	
28	建筑材料	0.8%	1.8%	-1.01%	-0.63%	36.7%	
29	电力设备	6.1%	7.4%	-1.29%	-0.92%	49.0%	
30	通信	14.8%	16.7%	-1.92%	0.14%	98.0%	
31	电子	36.5%	43.3%	-6.85%	-2.83%	98.0%	

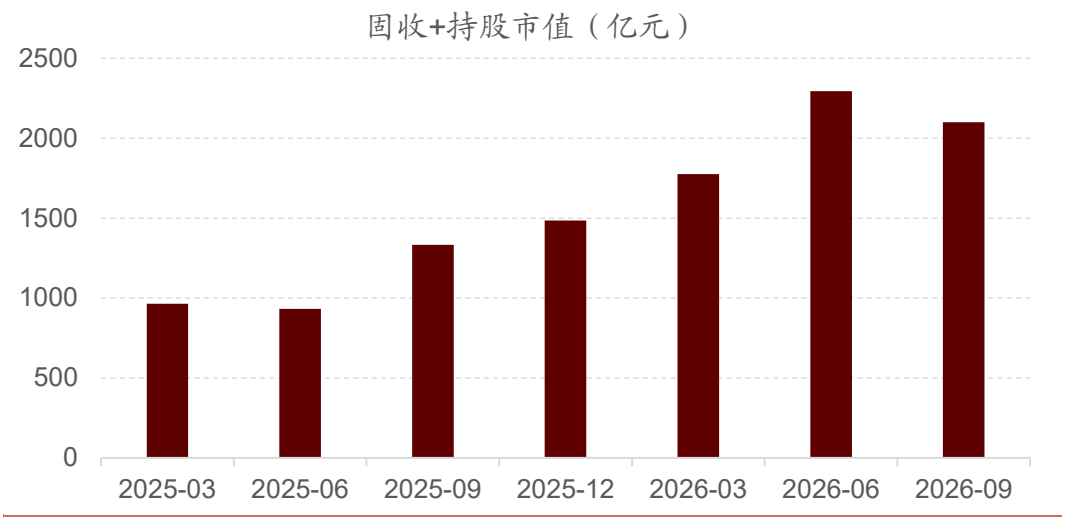
资料来源：Wind，招商证券

➢ **固收+潜在赎回压力更大**

下载日志已记录，仅供内部参考

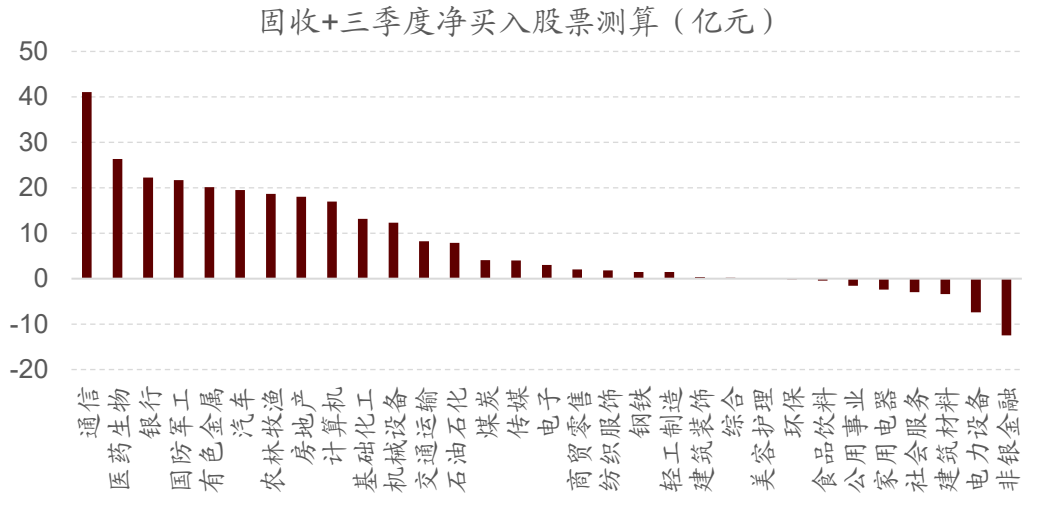
Q3 债基持股规模小幅下滑，主要因为股价下跌，拆分后发现固收+三季度逆势净买入超 200 亿，其中通信（41 亿）买入最多。负债端低风偏的固收+，在三季度逆势做出了高风偏的加仓，叠加年内二级债基 YTD 转负，负债端的压力或许会逐渐凸显。

图 4：三季度债基重仓持股规模小幅下降至 2100 亿



资料来源：Wind，招商证券

图 5：固收+基金三季度逆势加仓



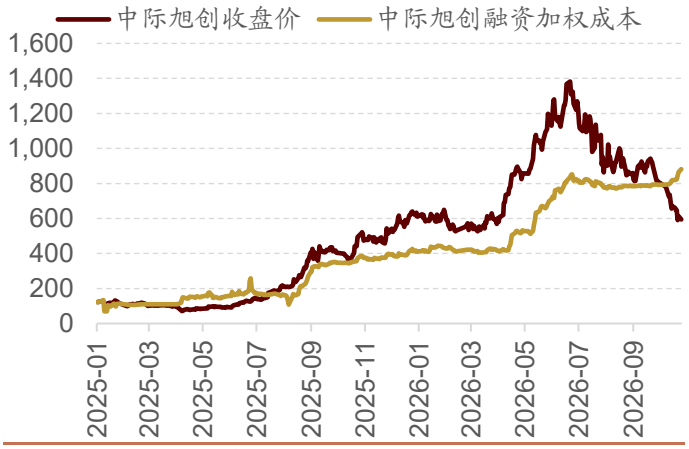
资料来源：Wind，招商证券
注：使用持股变动×区间成交均价估算净买入金额

（2）部分融资盘出现负反馈

融资盘快速流出，成为市场流动性压力的重要来源，截至 10 月底融资资金年度流入已经转负，净流出 1674 亿。**近期融资加速流出，重要原因之一是股价跌破融资成本线：使用 2025 年以来融资净流入与收盘价估算个股融资盘成本，近期部分头部科技公司跌破了融资成本线，资金出现进一步负反馈。**

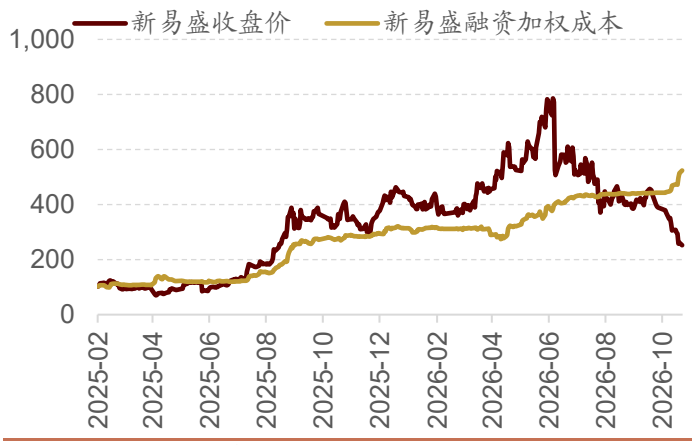
下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：中际旭创收盘价与估算融资成本



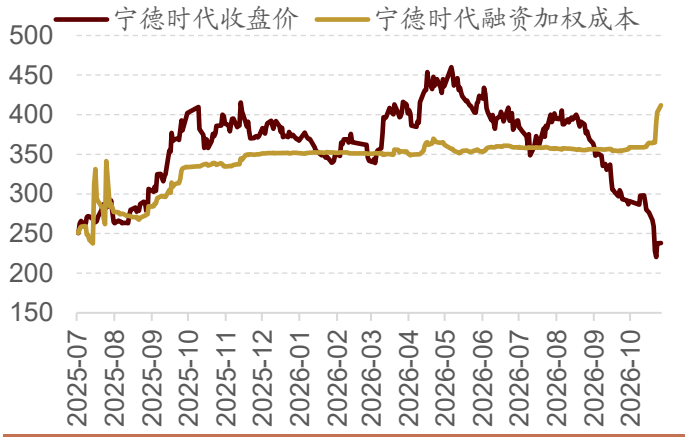
资料来源：Wind，招商证券

图 7：新易盛收盘价与估算融资成本



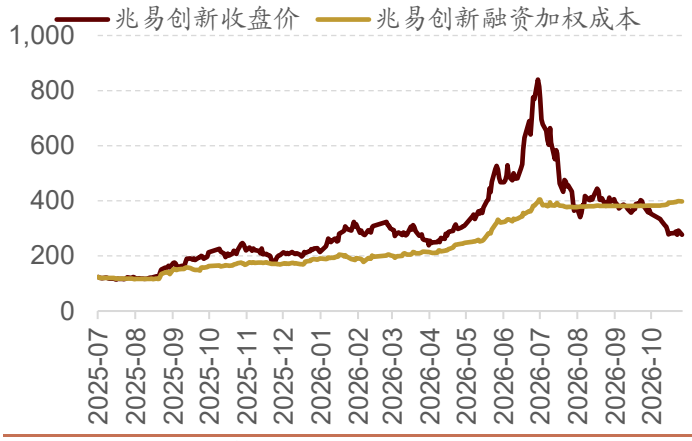
资料来源：Wind，招商证券

图 8：宁德时代收盘价与估算融资成本



资料来源：Wind，招商证券

图 9：兆易创新收盘价与估算融资成本

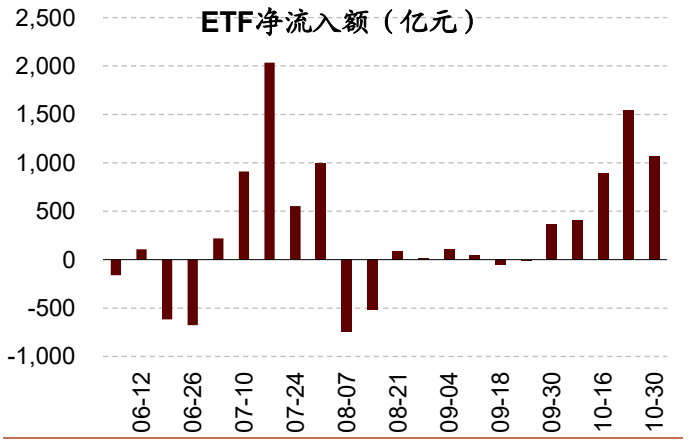


资料来源：Wind，招商证券

2、市场震荡下跌过程中 ETF 放量托底

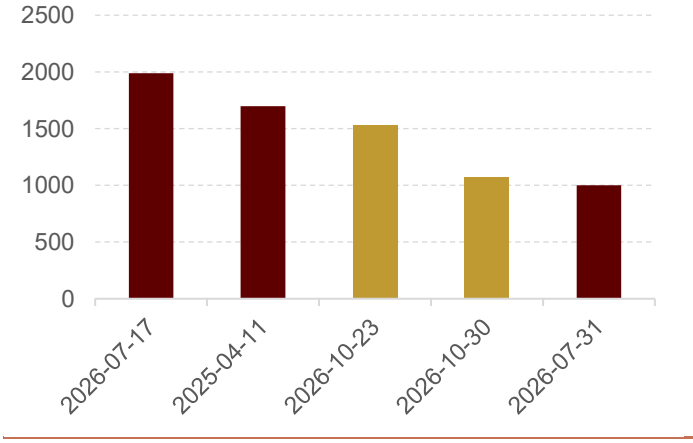
从总规模来看，ETF 放量净流入。近期市场震荡下行过程中，ETF 资金持续净流入，为市场注入增量资金。近两周股票型 ETF 累计净流入 1529、1071 亿元，并且是 2025 年以来第三、第四大单周净流入额。

图 10：近期 ETF 流入持续加速



资料来源：Wind，招商证券

图 11：2025 年以来前五大单周 ETF 净流入

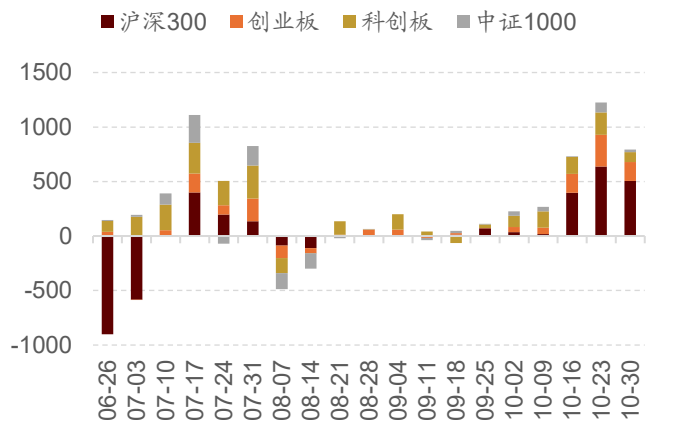


资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

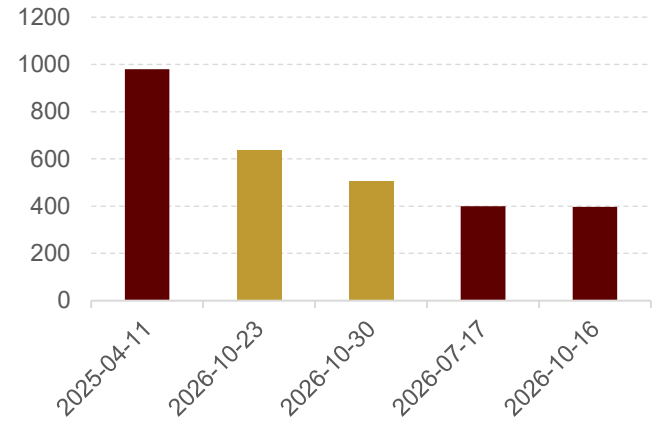
从细分品种来看，沪深 300ETF 是本轮资金流入的主要方向。7 月以来宽基指数 ETF 流入方向呈现三个阶段：第一阶段（7.1-7.30）：沪深 300 与双创同向流入，宽基 ETF 流入对冲了融资资金的净流入；第二阶段（8.1-10.9）：在科技板块震荡下行的背景下，双创 ETF 逆势净流入，为市场带来增量资金；第三阶段（10.12 至今）：指数承压，沪深 300 为主的宽基 ETF 大幅净流入。**近两周沪深 300ETF 净流入 637、504 亿元，为 2025 年以来第二、第三高，仅次于 2025 年 4 月贸易冲击时的稳市力度。**

图 12：沪深 300ETF 是本轮资金流入的主要方向



资料来源：Wind，招商证券

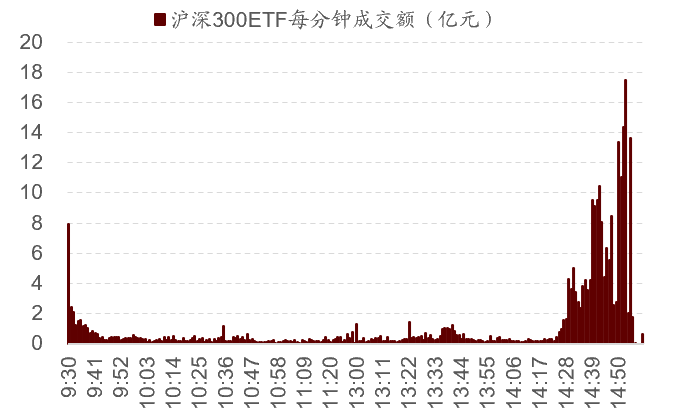
图 13：2025 年以来前五大单周 ETF 净流入



资料来源：Wind，招商证券

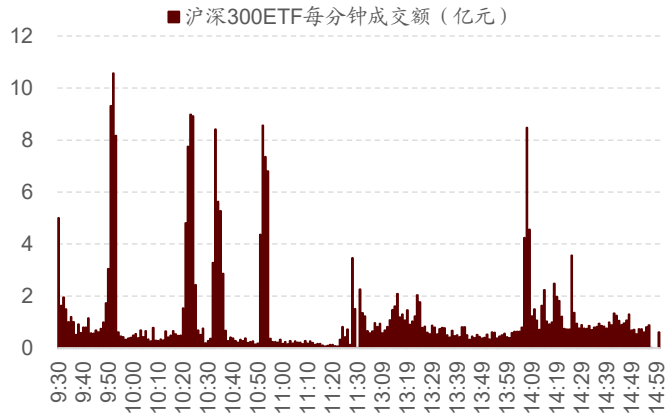
从分时成交额来看，近期稳市力度有所加大。在市场波动加大时，重要机构投资者重仓的 ETF 出现脉冲式成交，往往意味着稳市操作的实行。此前多以尾盘放量净流入的形式稳市，例如沪深 300ETF 在 10 月 15 日尾盘大幅放量，最终全天净流入 237 亿元。但近几个交易日，稳市力度有所加大，10 月 23 日沪深 300 ETF 在上午盘中便多次出现放量，最终单日净流入 245 亿元。

图 14：10 月 15 日沪深 300 ETF 尾盘出现放量



资料来源：Wind，招商证券

图 15：10 月 23 日沪深 300 ETF 盘中多次出现放量



资料来源：Wind，招商证券

3、海外科技龙头的财报冲击

当市场因为流动性冲击持续承压，投资者自然将希望寄托在财报之上，希望海外头部科技公司如二季度一样交出完美财报，但本周后半周的财报成为造成市场下行的最后一根稻草。本轮美股龙头因业绩不及预期出现回调，本质是产业基本面与资本市场定价之间的错位。我们认为产业长期发展主线并未发生改变，增长本身天然带有波动，在长期向好的大趋势中，阶段性走弱、短暂偏离一致预期本属常态。但前期市场已经充分 price in 乐观假设，估值几乎没有容错空间，难以承接任何业绩不及预期的信号，波动因此被显著放大。回到本轮财报，自由现金流以及未来指引，成为了市场下跌的主因。

高估值与高增长预期降低了市场对业绩波动的容忍度，现金流与融资能力成为评估 AI 投入持续性的关键。尽管市场

下载日志已记录，仅供内部参考

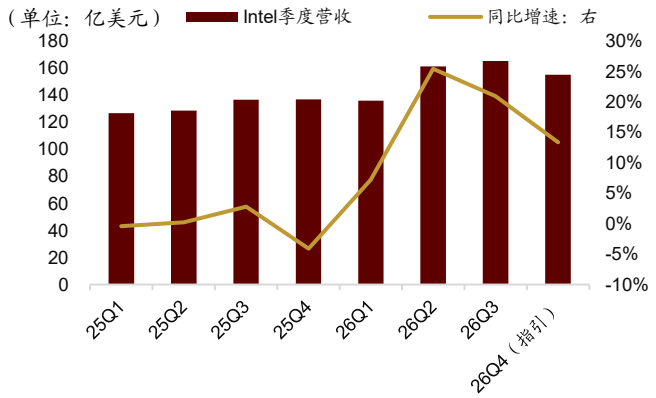
对自由现金流转负已有一定预期，但当资金压力实际兑现时，较高估值与拥挤交易仍可能放大局部指标不及预期带来的股价调整。同时，市场的检验标准已从营收和利润扩展至资本开支、自由现金流及未来指引，更加重视增长的资金成本与回报兑现节奏。市场既期待企业持续加大 AI 投入、实现超预期增长，也要求 AI 业务的商业化回报与成熟业务的现金创造能力为新增投入提供支撑。不过相比单季度部分个股业绩波动，更值得关注的是融资约束是否实质性影响资本开支：若内部现金流不足、外部融资又受限，导致 AI 基础设施投入放缓，那时可能才会是对产业趋势造成关键影响的节点。

➢ 英特尔：三季度业绩超预期，但四季度指引与资本开支压力引发市场担忧

英特尔三季度业绩超预期，AI 服务器 CPU 需求推动数据中心业务快速增长，但四季度业绩指引低于市场预期，叠加 PC 需求疲软、产能受限及资本开支压力，股价盘后大跌 23%。 10 月 29 日，英特尔公布 2026 年第三季度财报，数据中心与人工智能（DCAI）业务营收同比增长 78%，创 15 年来最强劲增速。然而公司对四季度营收和盈利的展望均低于市场预期，同时预计 2027 年资本开支将大幅增加，可能无法实现正自由现金流。

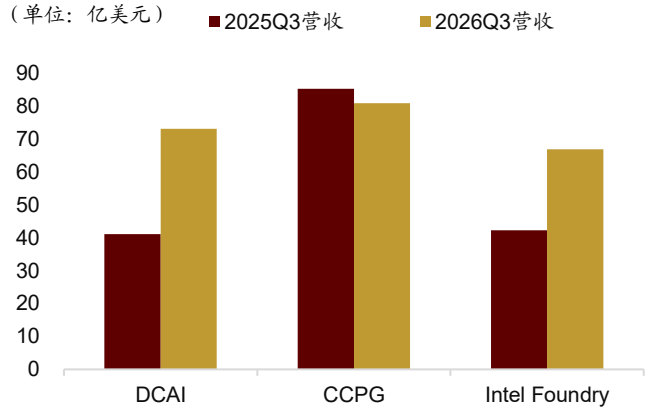
三季度营收及盈利表现超预期，DCAI 业务成为主要增长动力。公司 Q3 实现营收 165.13 亿美元，同比增长 21%，环比增长约 2.6%；归母净利润 33 亿美元，同比下降 18%，非 GAAP 净利润约 28 亿美元，同比增长 169%，调整后 EPS 为 0.52 美元，高于市场预期。其中，DCAI 业务营收 73.18 亿美元，同比增长 78%、环比增长 17%，营业利润约 30 亿美元，主要受 AI 基础设施建设带动的服务器 CPU 需求增长推动。相比之下，客户端计算与物理 AI 业务营收 80.97 亿美元，同比下降 5%，PC 市场需求仍然疲软。**盈利能力方面，**受 Intel 3 和 Intel 18A 制程成本下降、产品组合优化等因素推动，非 GAAP 毛利率达到 44.1%，同比提升 4.1 个百分点，经营现金流达到 51 亿美元。

图 16：英特尔 Q4 业绩指引明显低于市场预期



资料来源：Intel，招商证券

图 17：英特尔 DCAI 业务同比增长 78%，PC 业务持续承压

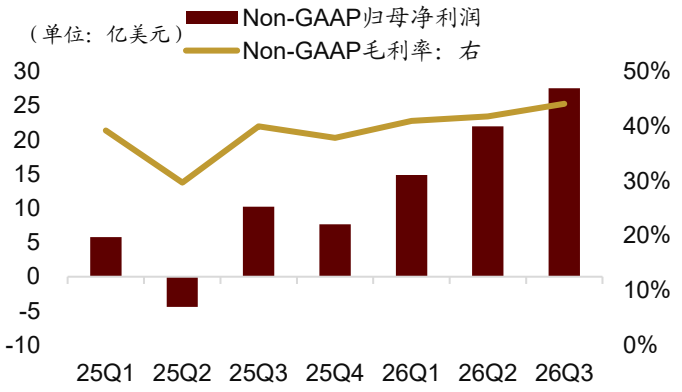


资料来源：Intel，招商证券

四季度指引不及预期，产能约束与资本开支压力引发市场担忧。 英特尔预计 Q4 营收为 150 亿—160 亿美元，低于市场预期的 170.7 亿美元；调整后 EPS 预计为 0.25 美元，同样低于市场预期的 0.43 美元。公司表示，以色列工厂事故预计拖累 Q4 营收约 3 亿美元，并使毛利率下降约 2 个百分点；同时受内存价格上涨及需求放缓影响，Q4 客户端业务营收预计环比下降超过 20%。尽管 AI 服务器 CPU 需求保持强劲，但先进制程产能及封装材料供应不足限制了短期交付能力。此外，公司预计 2026 年资本开支约 200 亿美元，2027 年将进一步扩大投入，可能无法实现正自由现金流。市场对短期盈利增长、产能兑现及未来现金流的担忧升温，推动股价在财报发布后盘后交易中下跌约 23%。

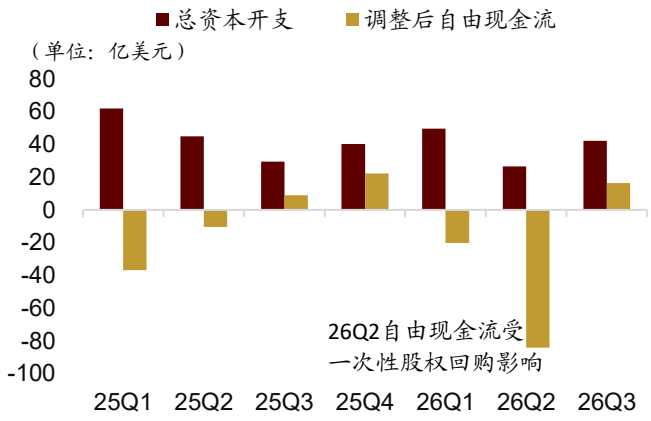
下载日志已记录，仅供内部参考

图 18：英特尔调整后净利润持续增长，毛利率改善



资料来源：Intel，招商证券

图 19：英特尔未来自由现金流面临压力



资料来源：Intel，招商证券

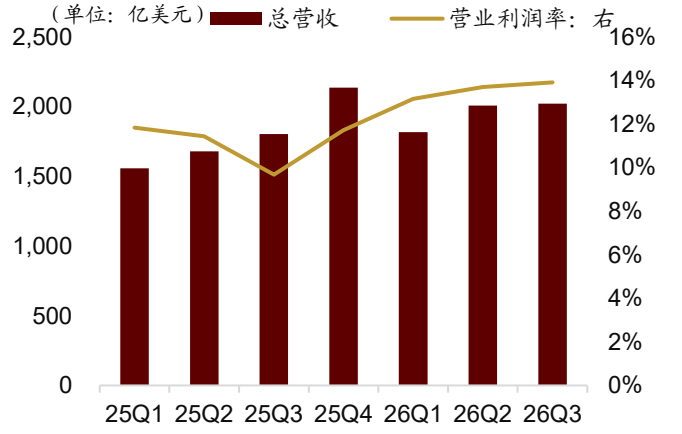
➢ **亚马逊：AWS 营收增长创近五年新高，但巨额资本开支及现金流压力引发市场担忧**

亚马逊三季度 AWS 业务增长强劲，营收同比增长 39.3%，创近五年来最快增速，但公司整体营收及每股收益均略低于市场预期，叠加 AI 资本开支持续扩张、自由现金流大幅转负，股价在财报发布后盘后交易中下跌约 7%。 10 月 29 日，亚马逊公布 2026 年第三季度财报，AWS 积压订单达到 5780 亿美元，云计算及 AI 算力需求保持旺盛。不过，公司维持 2026 年全年 2200 亿美元的资本开支计划，并预计 2027 年投入将进一步增加，市场对 AI 投资回报周期及未来现金流的担忧升温。

三季度营收稳步增长，AWS 业务表现强劲，但整体业绩略低于市场预期。 公司 Q3 实现营收 2019.44 亿美元，同比增长 12.1%，略低于市场预期的 2022 亿美元；净利润 206.85 亿美元，同比下降 2.4%、环比下降 67.0%，主要受到上季度 Anthropic 股权投资收益抬高基数影响。摊薄 EPS 为 1.89 美元，低于市场预期的 1.97 美元。**盈利能力方面，**营业利润达到 280.76 亿美元，同比增长 61.2%，营业利润率达到 13.9%，创历史新高。

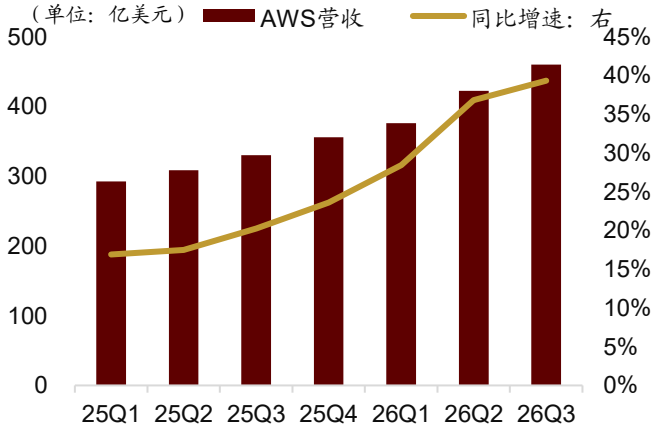
分业务来看，AWS 营收 459.84 亿美元，同比增长 39.3%、高于市场预期的约 452.9 亿美元；AWS 营业利润 177.73 亿美元，同比增长 55.4%，营业利润率 38.7%，环比小幅下降 0.7 个百分点。此外，北美及国际业务营收分别为 1128.52 亿美元和 431.08 亿美元，同比增长 6%和 5%，零售业务增长相对温和。由于今年 Prime Day 活动提前至二季度，三季度整体营收同比增速受到约 4 个百分点的影响。

图 20：亚马逊营收稳步增长，营业利润率升至历史新高



资料来源：亚马逊，招商证券

图 21：AWS 营收增速持续提升，2026Q3 同比增长 39.3%



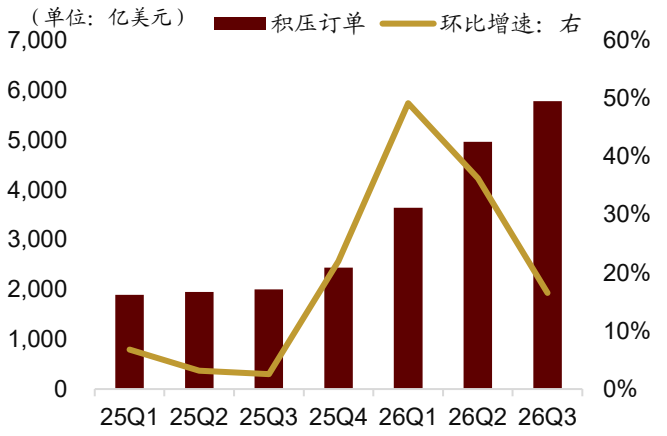
资料来源：亚马逊，招商证券

AI 基础设施投入持续增加，资本开支及自由现金流成为市场核心担忧。 亚马逊 Q3 购置物业及设备的现金支出达到 772.59 亿美元，较去年同期的 350.95 亿美元增长约 120%；公司预计 2026 年全年现金资本开支约 2200 亿美元，2027 年将进一步增加，主要投向数据中心、AI 芯片及云计算基础设施。尽管截至三季度末的过去 12 个月经营现金流同比增长 29%至 1683 亿美元，但受资本开支大幅增加影响，自由现金流由上年同期的 148 亿美元降至-424 亿美元。

下载日志已记录，仅供内部参考

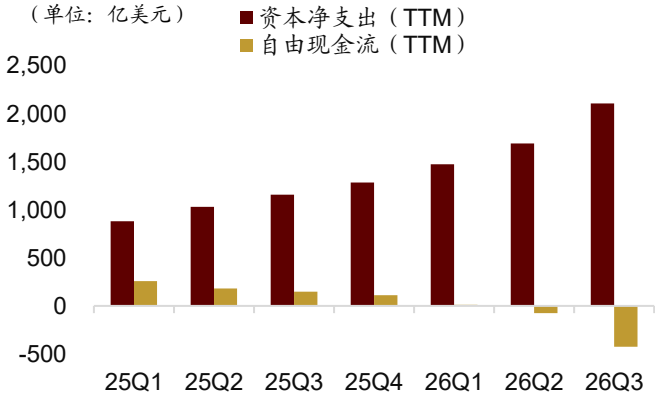
同时，公司预计 Q4 营收为 2400 亿—2470 亿美元，指引中值 2435 亿美元，略低于市场预期的约 2445 亿美元。尽管 AWS 积压订单达到 5780 亿美元，且公司预计 2027—2028 年 AWS 收入增速均超过 40%，但大规模算力投入仍需要较长时间转化为收入和现金回报。市场担忧 AI 资本开支增速持续超过经营现金流增长，叠加短期业绩指引偏弱，推动股价盘后下跌约 7%。

图 22：AWS 积压订单快速增长



资料来源：亚马逊，招商证券

图 23：AI 资本开支持续增长，亚马逊自由现金流大幅转负



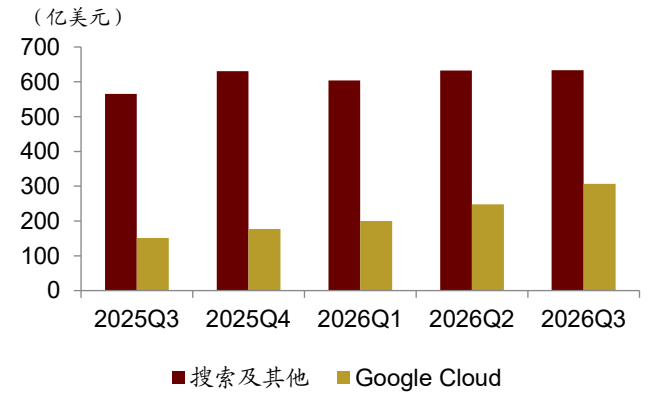
资料来源：亚马逊，招商证券

➢ **谷歌：云业务翻倍增长难抵现金流压力，市场更关注搜索变现与资金缺口**

Google Cloud 高速增长，但核心搜索业务仍决定市场对业绩的评价。Alphabet 三季度 Google Cloud 收入 307.09 亿美元，同比增长 103%；搜索及其他收入 633.50 亿美元，同比增长 12%。云业务增量显著，但仍不足以消除市场对整体业绩与搜索增长的担忧。**AI 投入持续扩大，AI 搜索变现率有待提升。**三季度搜索及其他收入同比增长 12%，但较市场预期低约 2.5%。尽管 AI 应用带动搜索查询增长，其变现能力仍然有限。

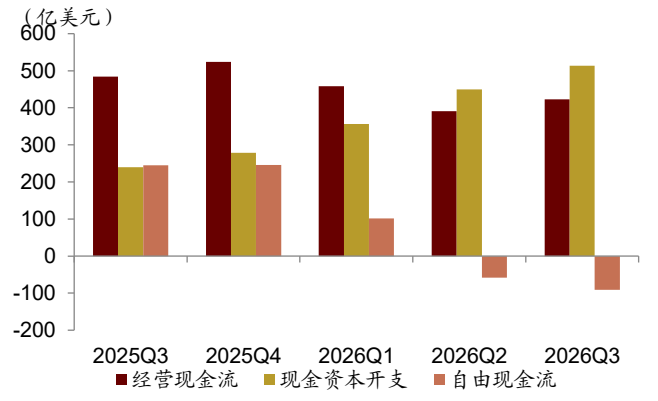
资本开支超过经营现金流，资金压力比收入增速更受关注。谷歌三季度经营现金流 422.90 亿美元，现金资本开支 513.55 亿美元，自由现金流为-90.65 亿美元，较二季度-58.55 亿美元进一步下降。其余业务新增收入尚不足以覆盖基础设施投入，市场对投资回收周期和外部融资依赖的关注上升。

图 24：谷歌云收入翻倍增长，搜索增长相对温和



资料来源：Alphabet，招商证券

图 25：谷歌资本开支持续攀升，自由现金流转负



资料来源：Alphabet，招商证券

4、历次较大幅回调的对比与超跌反弹布局

➢ **本次回调后多数行业估值处于近十年低位**

7 月以来 A 股出现明显回调，成长和中小盘指数跌幅显著大于大盘价值。截至 10 月 30 日，以各指数 2026 年 7 月 1

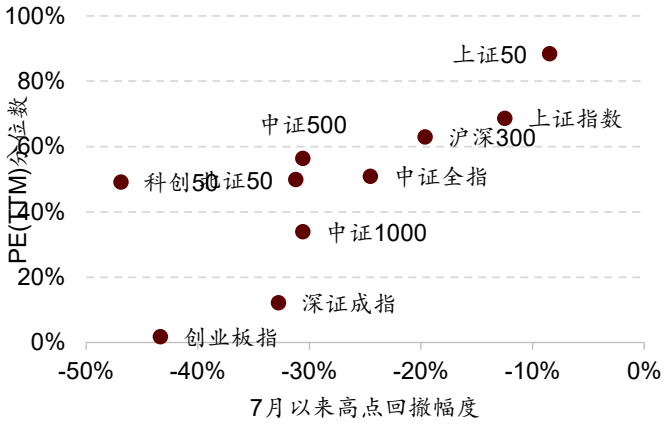
下载日志已记录，仅供内部参考

日以来的区间最高收盘价为基准，科创 50、创业板指分别回撤 46.9%、43.4%；深证成指、北证 50、中证 500、中证 1000 回撤均超过 30%，分别为 32.8%、31.2%、30.6%、30.6%；中证全指回撤 24.5%；沪深 300、上证指数、上证 50 相对抗跌，回撤分别为 19.6%、12.5%、8.5%。

估值层面，多数宽基指数估值降至历史低位。从 PE（TTM，剔除负值）在 2016 年 10 月以来的分位数看，创业板指、深证成指目前分别处于 1.7%、12.1%分位，已接近近十年低位；中证 1000、科创 50、北证 50、中证全指分别处于 33.9%、49.0%、49.8%、50.8%分位，回到历史中枢附近；跌幅较小的上证 50、上证指数、沪深 300 估值分位仍在 60%以上，分别为 88.4%、68.6%、62.9%。

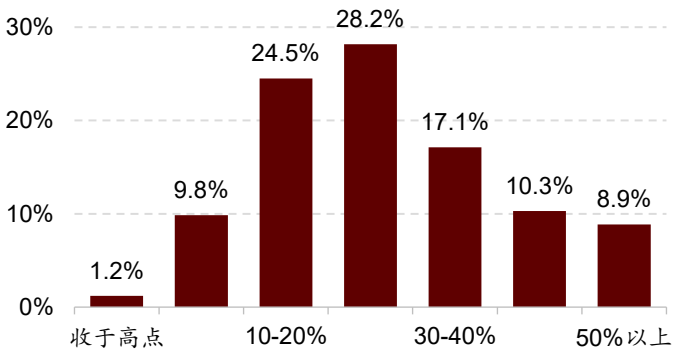
个股层面，回撤中位数接近 25%，超六成个股回撤超过 20%。剔除 7 月以来上市的次新股后，A 股成分股较 7 月以来高点的回撤中位数为 24.8%、均值为 27.0%。分区间看，回撤 20%-30%的个股最多，占比约 28.2%，其次是回撤 10%-20%（占比 24.5%）和 30%-40%（占比 17.1%）；回撤超过 40%的个股占比约 19.2%，其中超过 50%的占比约 8.9%；回撤在 10%以内的个股约 11.1%。整体看，回撤超过 20%和 30%的个股占比分别为 64.4%和 36.3%。

图 26：7 月以来主要宽基指数回撤幅度与估值分位



资料来源：同花顺 iFinD，招商证券；注：估值分位为 PE（TTM）近十年分位

图 27：全部 A 股 7 月以来回撤幅度分布（个股占比）

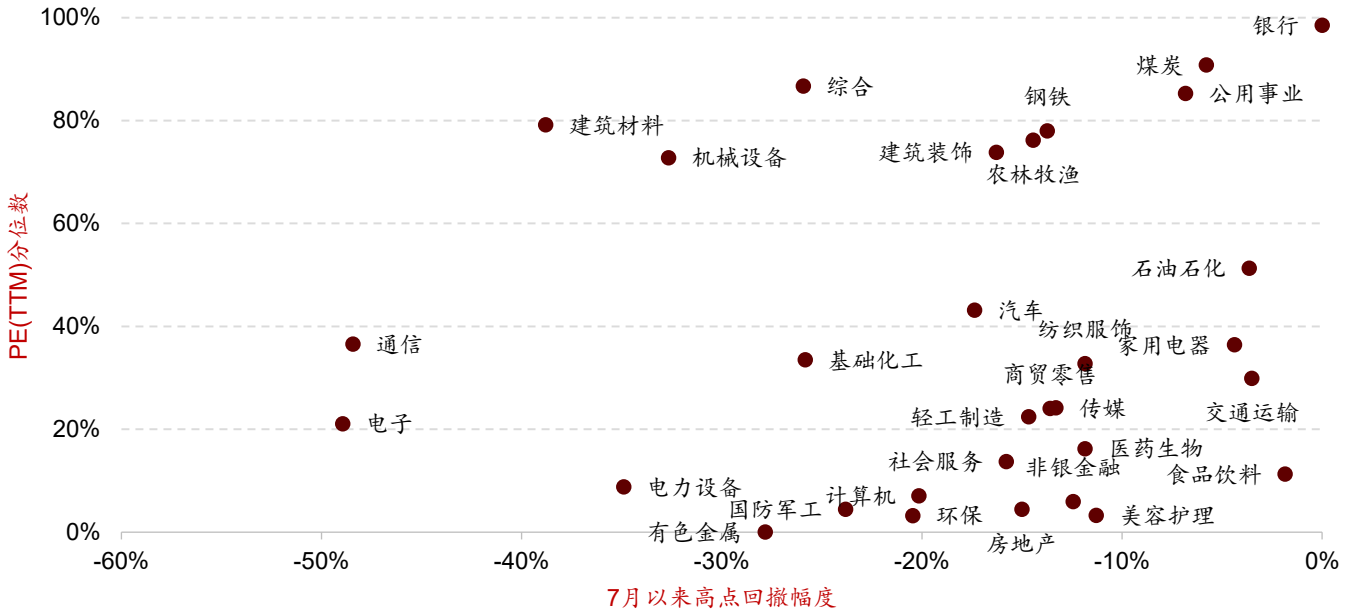


资料来源：同花顺 iFinD，招商证券

行业层面，TMT 与高端制造领跌，金融和红利类板块抗跌。31 个申万一级行业中，有 11 个行业较 7 月以来高点回撤超过 20%：电子（48.9%）、通信（48.4%）、建筑材料（38.8%）、电力设备（34.9%）、机械设备（32.7%）跌幅居前，有色金属、基础化工、国防军工、环保、计算机回撤在 20%-28%之间。银行于 10 月 30 日收于区间新高，食品饮料、交通运输、石油石化、家用电器、煤炭、公用事业回撤均不足 7%。本轮回调之后多数行业估值性价比凸显，电力设备、国防军工、计算机、环保、有色金属在回调后 PE 分位均已降至 10%以下；建筑材料、机械设备回撤超过 30%，但估值分位仍分别处于 79.2%、72.8%；银行、煤炭、公用事业等抗跌板块估值分位在 85%以上。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 28：申万一级行业 7 月以来回撤幅度与估值分位



资料来源：同花顺 iFinD，招商证券；注：估值分位为 PE（TTM）近十年分位

➢ **对比历史，部分底部信号显现**

流动性层面，成交缩量、换手率下降是历史市场底部的重要特征。上周我们周报统计显示，历史 8 次 A 股大底出现日平均换手率为 1.56%，较过去一年平均缩量 50%；本轮换手率降至 2.48%，成交额降至 1.44 万亿元，缩量约 40%，已接近历史底部区间；融资资金持续净流出，短期杠杆和交易拥挤度有所下降。需要注意，缩量反映抛压减弱和交易活跃度回落，但并不意味着市场已确认见底。

资金层面，中长期资金入市为市场提供支撑。截至上周，股票型 ETF 净流入 1529 亿元，为 2025 年以来第三大单周净流入，其中沪深 300ETF 净流入 637 亿元。资金流向由此前偏重双创 ETF 转向沪深 300 等宽基 ETF，盘中脉冲式买入增多，体现稳市力量增强。复盘的历史上 13 次类似稳市情形中，后 1、2、5 个交易日指数平均上涨 0.31%、0.47%、0.86%，但历史统计不代表未来必然反弹。

政策层面，稳市措施正从短期支持向常态化、制度化安排延伸。7 月以来国新、诚通相继增持，10 月 19 日金融街论坛提出完善稳市机制；政策支持、中长期资金入市和交易机制完善共同有助于稳定市场预期，后续仍需观察增量政策落地及资金持续性。

基本面层面，市场底通常领先盈利底，不能仅以经济数据是否完全企稳判断市场拐点。历史上 2008 年、2016 年市场底均领先盈利底约 5 个月；当前工业企业盈利、A 股净利润增速及 PPI 仍处改善趋势，对市场形成正向支撑。不过内需修复仍偏弱，美债利率高位及海外科技股调整也可能扰动盈利预期。

表 1：历史底部的换手率与成交额缩量统计

日期	大底出现日换手率	大底出现日缩量率	大底出现日前 20 日平均换手率	大底出现日前 20 日缩量率
2005-07-18	0.91	-42%	1.08	-22%
2008-10-31	1.17	-69%	1.53	-56%
2010-07-05	1.19	-62%	1.6	-43%
2012-10-31	1.03	-38%	1.25	-22%
2015-09-15	3.05	-49%	4.39	-14%
2016-01-28	2.19	-61%	2.68	-47%
2019-01-02	1.15	-39%	1.34	-32%
2024-09-18	1.80	-39%	1.92	-30%

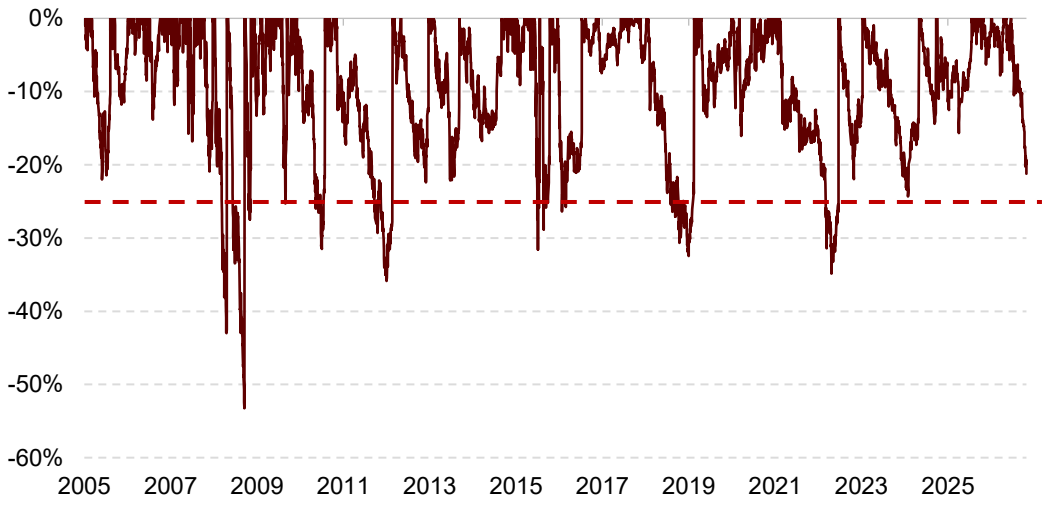
下载日志已记录，仅供内部参考

平均	1.56	-50%	1.97	-33%
2026-10-21	2.48	-40%	2.93	-30%

资料来源：Wind、招商证券；注：2026 年数据截至 10 月 21 日

调整幅度来看，本轮调整的幅度和时长均处在历次中等回撤的范围之内。以沪深 300 为样本，按“自阶段高点下跌超过 15%确认高点、自阶段低点反弹超过 15%确认低点”的波段法划分，2005 年以来沪深 300 共出现 22 轮已结束的 15%以上回撤，平均跌幅 26.6%，平均持续 97 个交易日。按该方法计算，本轮高点为 6 月 22 日的 5059.66 点，截至 10 月 30 日回撤 21.2%（若以 7 月以来区间高点计为 19.6%），已持续 88 个交易日。**综合判断，本轮从缩量、ETF 流入、政策支持和调整幅度及时长来看，均接近历史底部水平。**

图 29：2005 年以来沪深 300 距最近波段高点的回撤



资料来源：同花顺 iFinD，招商证券；注：波段阈值为 15%

➢ 布局业绩稳健、超跌反弹领域

历史上来看，科创综指、创业板指自区间高点回撤超过 25%的阶段分别有 5 次、10 次，回撤中位数分别为-31.1%和-34.2%，从后续来看均实现较大强度的反弹，反弹中位数约 30%和 20%。剔除 8 月初的反弹，本轮科创综指和创业板指自 8 月高点至今分别下跌了-32.5%和-35.5%，幅度上基本接近底部区域。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：科创综指与创业板指历次跌超 25%及后续反弹统计

板块	起点时间	底部时间	下跌持续时长	最大跌幅	反弹起点	反弹高点	反弹持续时长	反弹幅度
科创综指	2020-02-18	2020-03-23	34	-27.11%	2020-03-23	2020-07-13	112	70.90%
	2021-11-30	2022-04-26	147	-41.38%	2022-04-26	2022-08-11	107	44.43%
	2023-04-07	2023-10-23	199	-25.95%	2023-10-23	2023-11-15	23	12.05%
	2023-11-15	2024-02-05	82	-31.88%	2024-02-05	2024-03-18	42	30.15%
	2026-06-30	2026-07-30	30	-30.36%	2026-07-30	2026-08-18	19	19.91%
	2026-08-18	2026/10/30	73	-32.47%	-	-	-	-
	中位数		**77.5**	**-31.12%**			**42.0**	**30.15%**
	均值		**94.2**	**-31.53%**			**60.6**	**35.49%**
创业板指	2011-02-21	2011-06-22	121	-29.18%	2011-06-22	2011-08-29	68	20.53%
	2011-11-15	2012-01-18	64	-32.15%	2012-01-18	2012-03-13	55	26.80%
	2015-06-03	2015-07-07	34	-40.94%	2015-07-07	2015-07-23	16	26.19%
	2015-08-10	2015-08-26	16	-30.17%	2015-08-26	2015-08-28	2	10.16%
	2015-11-25	2016-01-28	64	-34.20%	2016-01-28	2016-02-22	25	17.79%
	2016-07-14	2017-07-17	368	-27.76%	2017-07-17	2017-10-13	88	16.28%
	2018-03-30	2018-10-18	202	-36.59%	2018-10-18	2018-11-15	28	16.62%
	2021-11-22	2022-04-26	155	-38.66%	2022-04-26	2022-07-07	72	32.51%
	2023-01-30	2024-02-02	368	-40.69%	2024-02-02	2024-03-18	45	24.25%
	2026-06-25	2026-07-30	35	-25.79%	2026-07-30	2026-08-17	18	15.27%
	2026-08-17	2026/10/30	74	-35.47%	-	-	-	-
	中位数		**74.0**	**-34.20%**			**36.5**	**19.16%**
	均值		**136.5**	**-33.78%**			**41.7**	**20.64%**

资料来源：同花顺 iFinD，招商证券；注：波段阈值为 15%

行业层面，2022 年初与 2024 年初 A 股市场均出现较快速下跌。2022 年初受到美联储加息、国内疫情反复、地产信用风险以及平台经济监管不确定性影响市场持续阴跌，年初至 4 月 26 日万得全 A 下跌 27.03%，上证指数和沪深 300 分别下跌 20.70%和 23.40%，**仅煤炭行业上涨，电子、军工、电力设备等跌幅居前**。随后 4 月底稳增长力度提升，房地产政策开始因城施策，平台经济监管预期趋于缓和，政策信号成为修复的关键转折，叠加此前部分成长行业估值与基本面出现明显背离，A 股在 4 月末至 6 月持续反弹，**期间通信、电子、机械、有色等涨幅居前**。2024 年初小微盘拥挤交易、量化策略去杠杆、雪球及两融风险与赎回压力相互强化，市场震荡下行，年初至 2 月 5 日万得全 A 下行 17.44%，上证指数下行 9.17%，**仅银行、煤炭行业上涨，计算机、电子、军工等跌幅居前。**2 月 6 日，中央汇金明确扩大 ETF 增持规模和力度，证监会同时表示将引导公募、保险、社保等中长期资金入市，打破了此前流动性负反馈循环，市场开始企稳修复，2024 年 2 月 6 日至 3 月 20 日万得全 A 上涨 20.87%，**TMT 和军工、汽车等涨幅居前。**

图 30：2022 年年初与 2024 年年初 A 股市场均出现快速下跌



资料来源：Wind，招商证券

复盘后续行业修复的经验，可以发现：

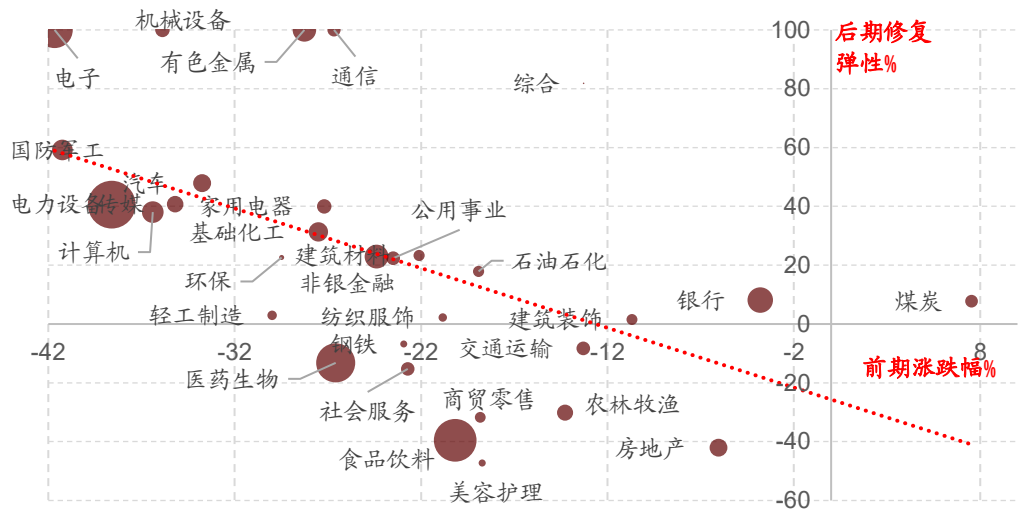
下载日志已记录，仅供内部参考

1）**前期跌幅越大，后续反弹幅度大概率越高，**2024 年短期反弹中的关系尤其显著；

2）**中长期逻辑没有破坏的行业，换言之盈利高增或后续有望进一步改善的行业上涨的概率更大；**典型的如 2022 年尽管新能源受产业供需格局影响，盈利预期下调；但部分龙头企业如宁德时代盈利并未出现恶化，因此走出了独立修复行情；

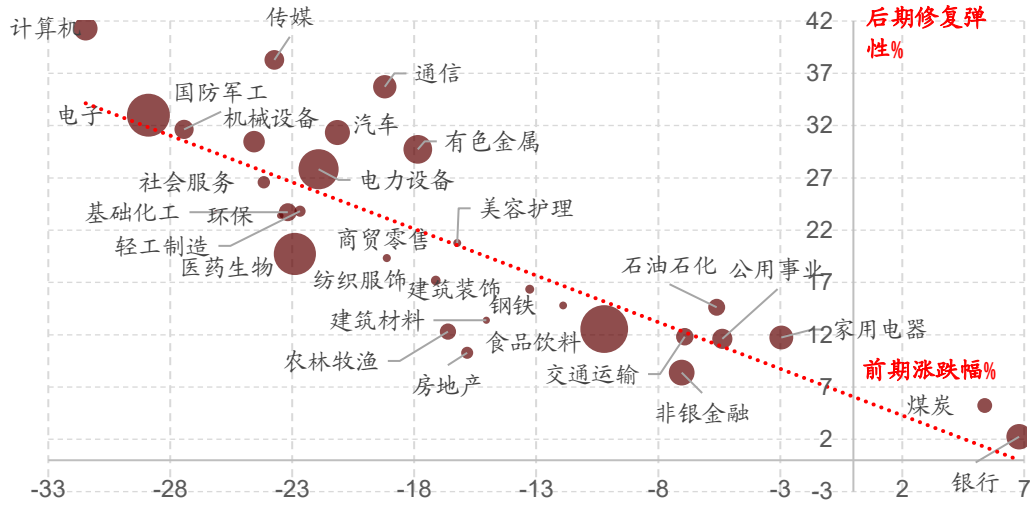
3）**公募基金静态持仓比例与后续修复弹性相关性并不明显。**

图 31：2022 年超跌与后续修复时期行业表现呈现负相关



资料来源：Wind，招商证券；涨幅超过 100%取 100%；气泡大小表示公募基金持仓占比

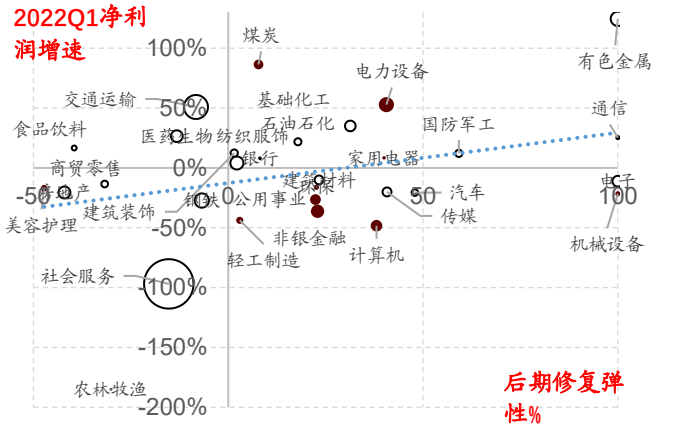
图 32：2024 年超跌与后续修复时期行业表现呈现负相关



资料来源：Wind，招商证券；气泡大小表示公募基金持仓占比

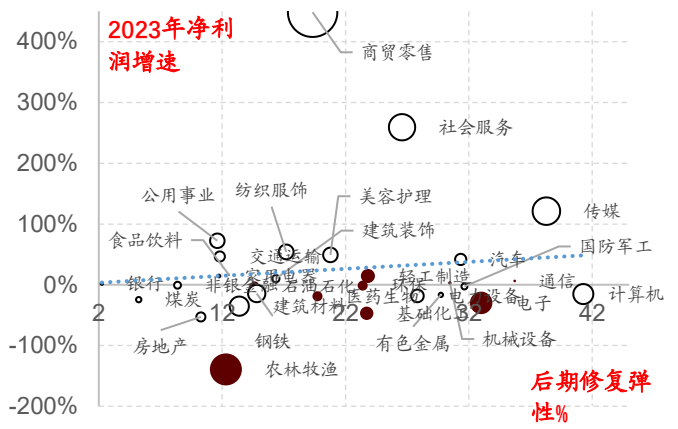
下载日志已记录，仅供内部参考

图 33：2022Q1 一级行业净利润增速与后续修复时期行业涨跌幅



资料来源：Wind，招商证券；气泡大小表示盈利增速边际变化，空心越大表示 2022Q2 净利润增速较 2022Q1 下行幅度越大，实心越大表示边际改善幅度越大

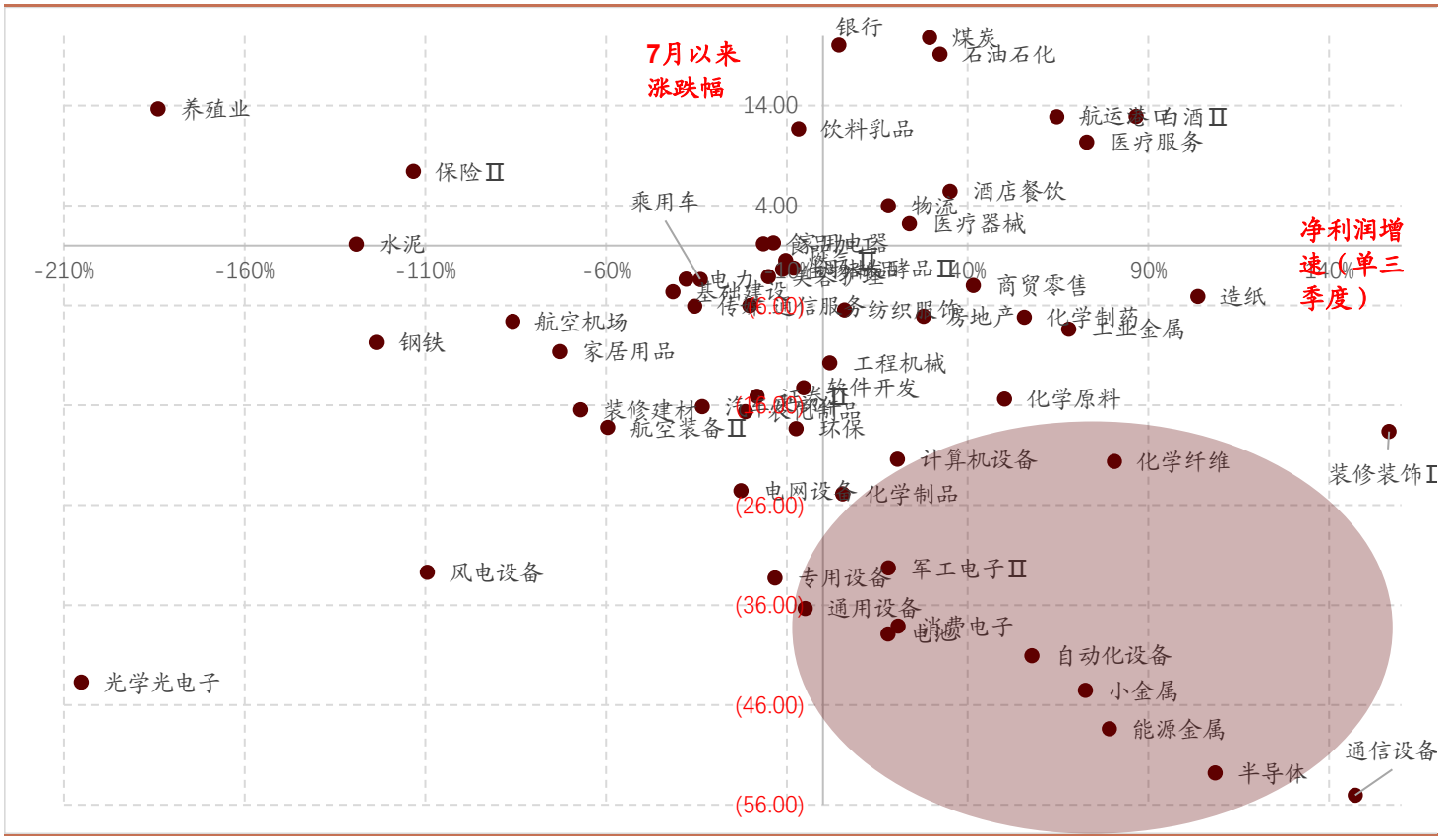
图 34：2023 年一级行业净利润增速与后续修复时期行业涨跌幅



资料来源：Wind，招商证券；气泡大小表示盈利增速边际变化，空心越大表示 2024Q1 净利润增速较 2023Y 下行幅度越大，实心越大表示边际改善幅度越大

本轮市场自 7 月初下跌以来，万得全 A 下行 24.11%，沪深 300 下行 19.96%，通信、电子、建材、电力设备、机械设备、基础化工、有色金属、军工等行业跌幅居前。**参考 2022 年初和 2024 年初的行业修复经验，前期跌幅较大且业绩增速仍有持续性的方向有望出现超跌反弹，典型行业如半导体、通信设备、能源金属、小金属、工业金属、自动化设备、化学纤维等。**但也需警惕未来海外资本开支放缓、FCC 等不确定性因素对 AI 硬件业绩带来的扰动。

图 35：关注前期跌幅较大、业绩增长仍强劲领域超跌反弹的机会



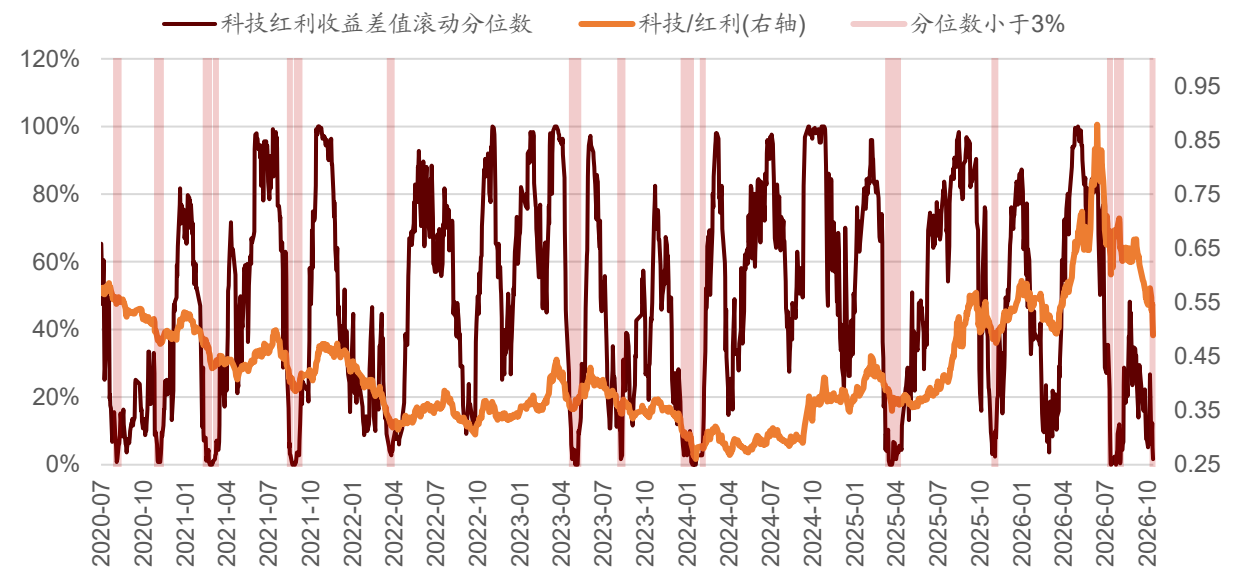
资料来源：Wind，招商证券；

此外，近期随着科技板块持续下跌，科技与红利的短期收益率差值已经来到近一年极低水平，处于近一年的 1.5%分位。从历史来看，2020 年以来，历次该分位数低于 3%后，在未来一段时间，科技和红利相对表现往往出现阶段性逆转，意味着这个位置科技相对红利的短期性价比有所提升。不过也需要注意的是，阶段性逆转的起始时间较出现信号

下载日志已记录，仅供内部参考

的滞后时间长度不一定，不过基本在 1 个月内。

图 36：科技红利阶段性收益差值已经处于近一年极值水平



资料来源：Wind，招商证券

5、12 月加息概率抬升，需警惕紧缩节奏加快风险

10 月 FOMC 维持利率不变，决议符合市场预期，但委员会内部加息分歧显现。本次决议以 10:2 投票通过，美联储理事丽莎·库克、克利夫兰联储主席贝丝·哈马克投反对票，二人主张本次加息 25bp。

对比 9 月决议，本次会议表述在经济评估与政策指引两处核心表述做出调整：一是将经济活动扩张描述由“稳健(solid)”调整为“强劲（strong）”，上调对经济韧性的判断；二是修改通胀相关指引，删去 9 月“本次政策行动将支持通胀更及时地回归 2%目标”，替换为“积累更多信息将帮助委员会判断何种政策立场能够确保通胀及时回归 2%目标”。

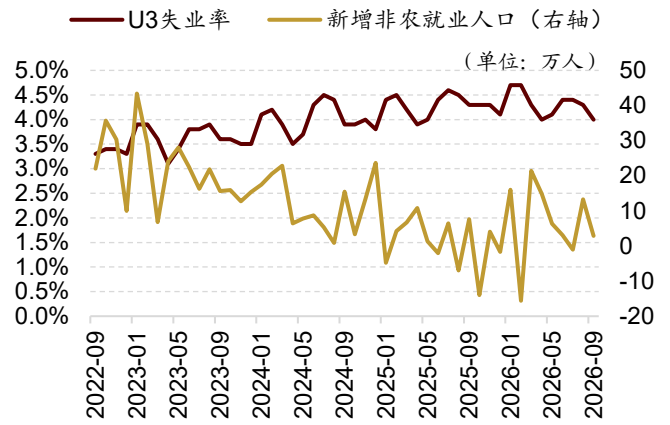
美联储主席沃什本次讲话整体偏向中性。他重申遏制通胀的政策立场。提出当前美国金融条件收紧力度仍不充分，后续存在加息可能性，同时保持审慎态度，等待更多信息再评估政策。

第一，**FOMC 会议中，沃什表示当前美联储双重使命中的就业与通胀表现有所分化，政策重心进一步聚焦物价稳定。**就业方面，美国失业率低于去年同期，非农就业增长明显加快，初请失业金人数四周均值维持历史低位，劳动力市场整体保持稳健；但通胀已连续多年高于 2%的长期目标，近期能源价格上涨进一步增加通胀扩散风险。经济增长方面，美国 2026 年上半年 GDP 增速由此前估计的 1.8%上修至 2.4%，预计三季度经济活动进一步加速，消费支出增速有望超过 3%，企业投资增速可能达到两位数。当前资本开支占 GDP 的比重处于历史高位，高科技投资仍是重要驱动力，同时投资增长逐步扩展至其他行业。



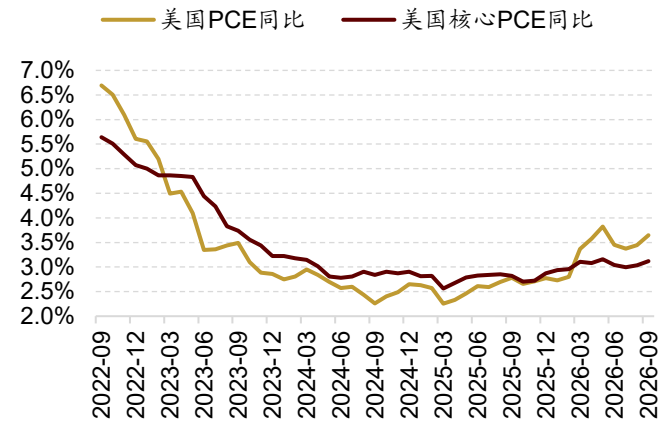
下载日志已记录，仅供内部参考

图 37：当前美国劳动力市场整体保持稳健



资料来源：iFind，招商证券

图 38：通胀已连续多年高于 2%的长期目标



资料来源：iFind，招商证券

第二，AI 方面，沃什表示 AI 投资同样受到利率政策影响，无法完全脱离宏观经济环境，整体融资条件出现边际收紧。自 9 月以来，利率变化已经对科技及其他行业产生影响，投资者开始更加审慎地配置资本，部分资产信用利差明显扩大，金融条件有所收紧。同时，沃什认为 AI 带来的生产率提升可能支持经济保持较快增长，当前多数委员尚未认为美国经济过热，因此美联储仍有机会通过适度收紧金融条件实现物价稳定，同时维持经济增长。

第三，**美联储加息决策不会被固定时间节点或者单一项数据束缚，秉持持续跟踪现实经济变化的思路，选择在当前阶段收集更多信号，**目前处在重要的观察窗口期，需要等待更多经济信息，再判断合适的政策立场，同时强调本次决议没有受到中期选举等政治因素干扰。

第四，沃什表示美联储将调整未来 FOMC 会议安排，强化长期货币政策战略研究。自 2027 年秋季起调整 FOMC 会议安排，全年仍维持八次例会，但其中一次将专门用于讨论长期货币政策战略，预计不进行联邦基金利率投票，也不发布常规政策声明，其余七次继续负责利率决策；2028 年预计常规利率决策会议进一步减少至六次。

美联储主席沃什表示，9 月加息已开始影响金融条件，部分企业和居民信贷环境趋紧，但整体金融条件尚未达到严格紧缩水平。当前美联储仍将控制通胀作为首要任务，强调严格坚持 2%的通胀目标，对持续接近六年的通胀超标保持警惕。**而对于 12 月是否继续加息，沃什拒绝提供明确指引，认为应结合后续经济数据判断政策立场。**

10 月以来多位美联储官员表示进一步加息的可能性，整体维持偏鹰派立场，但对未来加息幅度和节奏存在较大分歧。卡什卡利预计 2026 年和 2027 年各加息 25 BP，洛根预计至少再加息 50 BP，穆萨莱姆认为未来 6-9 个月仍需进一步收紧；沃勒、柯林斯及哈马克同样支持加息，重点警惕能源、关税及 AI 投资推动通胀扩散；相较之下，威廉姆斯预计年内再加息一次，杰斐逊和戴利则倾向于观察更多数据。**整体而言，美联储内部对于进一步加息具有较强的预期基础，但何时加息、是否加速加息，核心仍取决于能源价格冲击能否扩散至更广泛的商品和服务价格，并推动长期通胀预期上升。**

表 3：美联储官员近期对于货币政策的表态

官员	时间	未来加息路径	核心讲话内容
克利夫兰联储主席哈马克	2026/10/13	倾向及时、小幅的政策调整	美国通胀压力已涉及多个领域，除能源和关税外，AI 基础设施投资推高计算机、电子设备及零部件价格，服务价格也上涨。尤其值得警惕的是，一些企业计划提价幅度超过成本涨幅，表明高通胀正在影响企业定价行为，存在预期自我强化的风险。就业和消费仍有韧性，金融条件尚未显著抑制需求，因此倾向较早实施小幅政策调整，以降低未来被迫大幅收紧的可能性。
纽约联储主席威廉姆斯	2026/10/14	2026 年可能再加息一次，2027 年暂不需要	2026 年可能适合再加息一次。但对于 2027 年，目前没有理由认为还需要进一步加息，具体仍要根据经济表现判断。当前经济受到关税、能源价格及人工智能投资等多重因素影响，但整体并未出现过热。基础通胀指标实际上有所回落，预计明年总体通胀将明显下降，接近 2%的目标。

下载日志已记录，仅供内部参考

美联储监管副主席鲍曼	2026/10/14	暂无立即加息的紧迫性，倾向观察	在决定是否采取更多行动之前，有时间观察金融条件和经济将如何发展。现阶段，并不认为进一步采取行动具有紧迫性。我们确实需要花一些时间，更充分地了解经济未来的变化。对于后续利率调整，应在掌握更多经济信息后作出判断。
旧金山联储主席戴利	2026/10/15	可能继续加息，但无需急于行动	美联储可能仍需进一步提高政策利率来应对高通胀，但当前无需急于行动。基础通胀虽有黏性，却尚未出现大幅恶化迹象；与此同时，长期融资成本上升，抵押贷款利率较高，已开始对房地产等利率敏感领域形成约束，而劳动力市场仍然稳定。通胀风险上升并不意味着风险已全部兑现，应继续观察能源冲击能否向更广泛的价格和预期传导，再决定下一次加息的时机与力度。
美联储前副主席罗杰·弗格森	2026/10/30	12 月继续加息，2027 年加息 1-2 次	预计美联储 12 月将加息，并且 2027 年可能还会再加息一至两次；若 12 月不加息，美联储或将面临信誉受损的风险。

资料来源：FED，路透社，彭博社，招商证券

目前 12 月加息 25 BP 仍是当前美联储未来利率路径的基准情形。根据 CME FedWatch，截至 10 月 30 日，市场对 12 月加息 25 个基点的押注超 70%，并预计加息周期将延续至 2027 年，明年底前将加息 50 BP 至 4.25%-4.50%。

展望后续，决定美联储加息节奏的核心变量仍是通胀，尤其需要关注能源价格上涨带来的二次通胀风险。当前能源价格已成为推动通胀反弹的重要因素，原油价格自 7 月以来重新逐步走高，目前布伦特原油现货价格已重新升温至 110 美元/桶上方区间。而 **11 月 3 日美国中期选举后的美伊冲突走向可能进一步放大这一风险，据报道，美国已提醒中东盟友为选举后可能再次对伊朗发动军事打击及伊朗报复做好准备，但美国尚未作出最终决定。**

图 39：12 月加息 25 BP 是基准情形

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2026/12/9	0.0%	27.9%	72.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2027/1/27	0.0%	19.5%	58.9%	21.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	8.9%	37.5%	41.8%	11.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	6.6%	30.2%	40.7%	19.4%	3.0%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.0%	4.3%	21.9%	37.0%	27.0%	8.8%	1.1%	0.0%
2027/7/28	0.0%	4.0%	20.7%	36.0%	27.6%	10.0%	1.6%	0.1%
2027/9/15	0.0%	3.6%	19.0%	34.4%	28.5%	11.8%	2.4%	0.2%
2027/10/27	0.0%	3.8%	19.2%	34.4%	28.3%	11.7%	2.4%	0.2%
2027/12/8	0.4%	5.4%	20.8%	33.7%	26.5%	10.7%	2.2%	0.2%

资料来源：CME，招商证券

图 40：布伦特原油价格已重新升温至 110 美元/桶上方



资料来源：iFind，招商证券

若冲突一次性彻底解决，能源价格有望快速回落，通胀压力缓解，2026 年 12 月及 2027 年加息预期可能下修。若仅实现阶段性停火，油价或有所回落但地缘政治风险仍存，美联储加息紧迫性可能下降。若维持低烈度冲突，能源价格持续高位运行，通胀粘性难以消退，12 月加息 25 个基点仍可能是基准情形。若冲突进一步升级并长期持续，美联储将面临双重使命间的矛盾：一方面，高油价推动通胀上行，要求维持高利率甚至进一步加息；另一方面，能源成本上升抑制经济增长，可能推动失业率攀升，要求避免过度紧缩，在滞胀风险加剧的情况下，美联储政策空间将受到双向约束，后续加息节奏及利率终点的不确定性显著上升。

表 4：美伊冲突对于后续美联储货币政策的情形推演

美伊冲突情景	可能性判断	对通胀的影响	对美联储加息路径的影响	对美债利率及股市影响
一次性彻底解决	较低概率	油价快速回落，总体通胀较快改善，核心通胀随后缓和	今年 12 月和 2027 年加息预期下修	趋势性下行，股市受益于分母端改善而明显反弹
阶段性停火或局部缓和	中低概率	油价阶段性震荡，但地缘政治风险溢价仍在	12 月加息 25 BP 仍是基准情景，但后续加息概率将明显下降	美债利率短期回落但中期仍高位震荡；股市阶段性修复，但反弹空间有点

下载日志已记录，仅供内部参考

维持低烈度冲突	高概率	油价维持高位，能源成本持续影响商品和服务价格	12 月加息 25 BP 仍是基准情景，2027 年可能延续货币政策紧缩	美债利率持续高位震荡，股票市场继续承压
冲突进一步长时间升级	不可忽视的尾部风险	油价长期高企，通胀与经济下行风险同时增加	美联储将面临双重使命之间的矛盾：高通胀进一步推动加息预期，但过高利率将抑制经济增长、推动失业率上升	美债利率进一步冲高，股票市场回撤空间进一步扩大

资料来源：招商证券

6、外部环境展望：关注 APEC 会晤、美国中期选举及美伊冲突演变

展望 11 月至年底，外部环境进入重要的政策与地缘风险观察窗口。**一是关注 APEC 期间中美元首会晤，重点观察前期经贸共识的落实及新增合作空间；二是关注美国中期选举后的政策调整，重点评估国会格局变化对财政、贸易和外交政策的影响；三是关注美伊冲突再次升级的风险，重点跟踪军事行动、外交斡旋及国际油价变化。**三项事件在时间上相互交织，中美关系可能提供风险偏好修复的契机，美伊局势及美国国内政治变化则可能继续扰动全球流动性与资产定价。

（1）APEC：关注中美元首会晤及经贸成果落实

11 月 APEC 会议有望成为中美关系的又一重要观察窗口，重点关注经贸协议落实及双边沟通机制推进。第 33 次 APEC 领导人非正式会议将于 11 月 18 日至 19 日在深圳举行。9 月中美元首华盛顿会晤已就战略稳定、经贸磋商机制、对等降税、人工智能对话等达成八点成果共识，并表达相互出席 APEC 和 G20 会议的意向。考虑到 9 月会晤已形成阶段性成果，11 月会议可重点关注既有安排的具体执行，包括 300 亿美元对等降税安排的产品范围、经贸延期安排的后续衔接，以及人工智能、军事危机沟通等合作机制能否取得实质进展。

从市场影响看，APEC 的关键在于中美经贸关系稳定性及后续政策可预期性。若双方进一步明确降税清单、执行时间及磋商机制，有望改善出口企业经营预期，并对市场风险偏好形成支撑。若会晤主要延续原则性共识、具体措施仍待后续磋商，则市场关注点可能转向 2027 年初经贸安排到期前的谈判进展。

表 5：APEC 期间中美关系潜在成果及市场影响

重点领域	前期已有基础	后续关注方向
对等降税	双方达成各约 300 亿美元商品对等降税安排，其中约 90%的商品关税拟降至最惠国税率	具体商品清单、国内实施程序及生效时间；是否进一步扩大降税范围
经贸延期	吉隆坡经贸磋商联合安排已延期至 2027 年 1 月 10 日	是否提前明确 2027 年后的延期安排及谈判路线
经贸合作机制	同意建立贸易理事会、投资理事会及农业工作组	理事会运行细则、农业市场准入、双向投资合作
人工智能	已建立中美人工智能对话，同意 11 月底前举行下一次对话	技术交流、AI 风险治理、沟通机制落实
军事与地缘安全	双方同意加强军事危机沟通，并就伊朗核问题及国际水道通行形成共识	危机沟通备忘录能否签署，伊朗问题是否进一步协调
多边合作	两国元首表达相互出席 APEC 及 G20 会议意向	APEC 后能否延续高层互动，扩大至区域经贸与国际安全合作

资料来源：中国驻美国大使馆、商务部、招商证券

（2）美国中期选举：关注国会格局变化及对外政策调整

11 月 3 日美国中期选举将决定未来两年国会格局，重点关注国内立法受阻后，美国对外贸易与地缘政策的调整空间。本次选举将改选众议院全部 435 个席位及参议院 35 个席位，新一届国会将于 2027 年 1 月 3 日履职。若共和党继续控制两院，特朗普政府推动财政及国内立法议程的政治条件相对有利；若民主党取得一院或两院控制权，税收、财政

下载日志已记录，仅供内部参考

拨款等立法协调难度可能上升，行政部门可能更多运用现有贸易、制裁及外交工具推进政策。

中选后的重要风险在于财政谈判、对华贸易政策及军事行动可能同步进入调整阶段。时间上，12 月 11 日美国临时拨款法案将到期，可能形成新一轮政府停摆与财政谈判压力；2027 年 1 月 3 日新国会履职后，对战争授权、对外制裁及行政政策的监督可能发生变化；1 月 10 日中美经贸延期安排到期，也将进入新的谈判窗口。需要注意，中选结果并不立即改变国会控制权，11 月至年底仍由现届国会处理预算及相关立法事项。

表 6：美国中期选举不同情景下的政策演绎

选举情景	国会格局	政策变化	外交及对华政策演绎
共和党保住两院	共和党继续控制众参两院	财政、税收及预算政策的党内协调空间较大，仍受参议院程序规则约束	对外政策延续性较强，关税、制裁、军事行动等仍取决于行政决策和法律约束
民主党获得众院、共和党保住参院	两党分治	财政及税收立法协调难度上升，众议院调查与监督力度可能变化	行政部门可能增加对贸易、制裁、外交和军事工具的使用；国会可通过拨款、监督及立法施加约束
民主党获得两院	民主党控制国会、共和党控制白宫	财政立法及拨款博弈可能更加复杂，国会监督能力增强	两院可推动制裁及战争权力相关法案，但总统仍有否决权，政策调整取决于两院票数及跨党派协调

资料来源：Bipartisan、新浪财经、招商证券

从政策影响看，还需要区分三个层面。第一，预算方面，国会可以通过拨款限制政策实施，但年底预算谈判仍由现届国会主导。第二，贸易方面，现有法定授权下的行政措施仍有运用空间，但关税、出口限制及制裁均需遵循各自法律程序。第三，军事方面，《战争权力决议》规定的 60 天期限及有条件的 30 天撤军延长期仍是法律约束，但具体适用存在行政与立法分歧；国会限制军事行动的实际效果还取决于立法、总统否决权及拨款安排。

（3）美伊冲突：关注中选后军事行动再次升级风险

美伊冲突在 11 月初面临新的升级窗口，短期重点关注美国是否恢复较大规模军事打击，以及冲突是否进一步波及海湾能源设施。 10 月 28 日，据美联社报道，美方已提示部分中东盟友为中选后可能出现的新一轮对伊军事行动及报复做好准备，但特朗普尚未作出最终决定。10 月 30 日，霍尔木兹海峡发生油轮遇袭事件，胡塞武装近期亦宣称袭击沙特能源设施。受供给担忧影响，10 月 30 日布伦特原油 12 月期货收于 117.64 美元/桶，10 月累计上涨 13.6%。相关迹象表明，军事冲突及能源供应扰动仍是全球资产的重要风险变量。

后续来看，军事升级与外交斡旋可能继续并行，关键分歧集中于核问题、港口封锁及石油出口制裁。 10 月 30 日，卡塔尔斡旋代表再次赴伊朗推动停火安排，但双方在谈判顺序方面仍存在分歧：美方希望首先讨论核问题，伊方则要求先解除港口封锁与石油出口制裁。特朗普同日表示希望尽快结束冲突，但尚未给出明确解决方案。预计 11 月需重点观察外交谈判能否形成可执行的阶段性安排，以及美以军事行动是否从局部打击进一步扩大。

表 7：美伊冲突后续情景推演

情景	可能触发条件	后续演绎	对国际油价的影响
外交取得阶段性进展	美伊就停火步骤、港口封锁、石油出口限制取得部分共识	军事行动减少，霍尔木兹海峡航运逐步改善，后续继续讨论核问题	供应风险溢价回落
冲突延续、局部升级	谈判僵持，海湾航运或军事目标持续受到局部袭击	美伊维持有限军事行动，区域代理武装冲突反复	油价维持高波动，风险溢价难以充分消退
冲突明显升级	美国恢复较大规模空袭，伊朗扩大报复，海湾重要能源设施受损	冲突向沙特等地区国家外溢，霍尔木兹海峡航运受阻加剧	原油价格可能进一步上行

资料来源：Reuters、新浪财经、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

（4）未来关键时间窗口

综合来看，11 月外部环境的核心变量在于中美关系稳定性与地缘冲突风险的交互影响。 APEC 有望为中美经贸沟通及外部预期稳定提供契机，但中选后美国政策调整及美伊冲突演变仍可能带来扰动。对 A 股而言，建议重点观察中美降税安排的实际落地、美国对外政策变化以及油价对全球通胀和流动性预期的传导。若经贸合作取得进一步进展，同时美伊冲突趋于缓和，市场风险偏好有望改善；若贸易摩擦与地缘冲突同步升温，外部不确定性可能继续制约市场估值修复。

表 8：11 月外部风险与政策观察日历

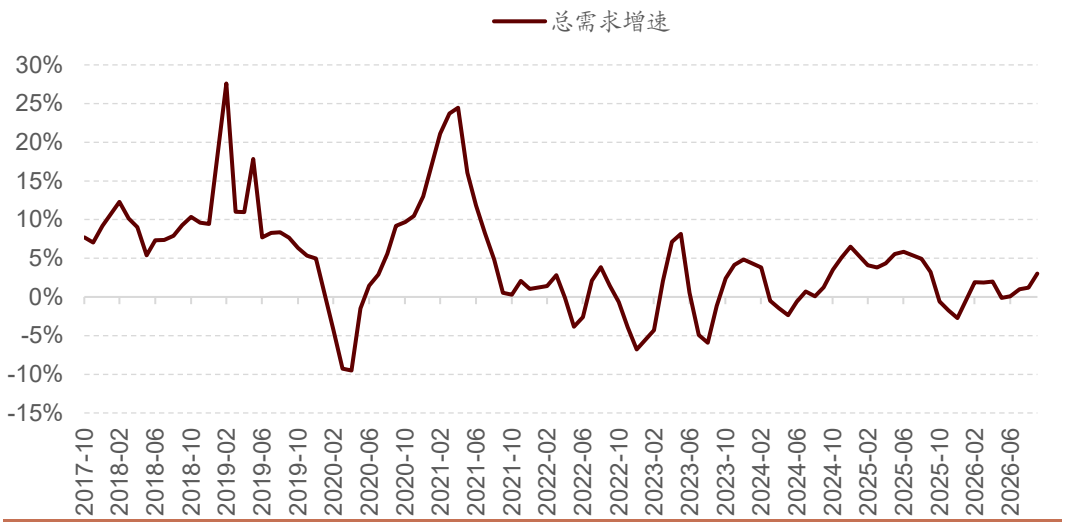
时间	重要事件	重点关注
11-03	美国中期选举	国会归属、财政与外交政策预期变化
11 月上中旬	美伊冲突观察窗口	中选后美方是否扩大军事行动、外交谈判能否突破
11-17 至 11-18	APEC 工商领导人峰会	区域经贸合作、AI 和产业链合作
11-18 至 11-19	APEC 领导人非正式会议	中美元首互动及经贸成果落实
11 月底前	中美下一轮人工智能对话	风险治理及双边沟通机制

资料来源：中国政府网、商务部、美国国会、Bipartisan Policy Center、招商证券

7、总需求边际改善，出口和 TMT 仍是主要支撑

9 月总需求边际改善，驱动主要来自出口、企业资本开支和政府支出降幅收窄。9 月总需求同比增速由 8 月的 1.2%提高至 3.0%。其中，出口延续强势，企业资本开支稳健增长，是支撑经济需求改善的核心力量；广义政府支出三个月滚动同比降幅收窄，实物工作量有望进一步改善；社会消费品零售额三个月滚动增速小幅提高，而商品房销售额三个月滚动降幅进一步扩大。这意味着当前经济改善仍具有明显的“外需强、生产强、内需弱”特征，出口和产业升级是主要支撑，消费修复斜率较缓，房地产仍是最大拖累。

图 41：9 月总需求增速回升至 3.0%



资料来源：Wind，招商证券

表 9：外需延续强势支撑总需求

	广义政府支出增速（MA3）	商品房销售额增速（MA3）	社会商品零售额增速（MA3）	出口金额增速 MA3	企业资本开支	总需求增速
2026/9/30	-4.74%	-15.66%	0.71%	22.02%	8.55%	3.04%
2026/8/31	-8.32%	-13.48%	0.66%	18.99%	7.48%	1.21%
2026/7/31	-7.60%	-12.49%	0.33%	17.40%	5.60%	0.92%
2026/6/30	-8.44%	-11.78%	0.20%	14.75%	5.60%	0.05%
2026/5/31	-4.39%	-11.13%	0.43%	7.60%	3.19%	-0.13%

下载日志已记录，仅供内部参考

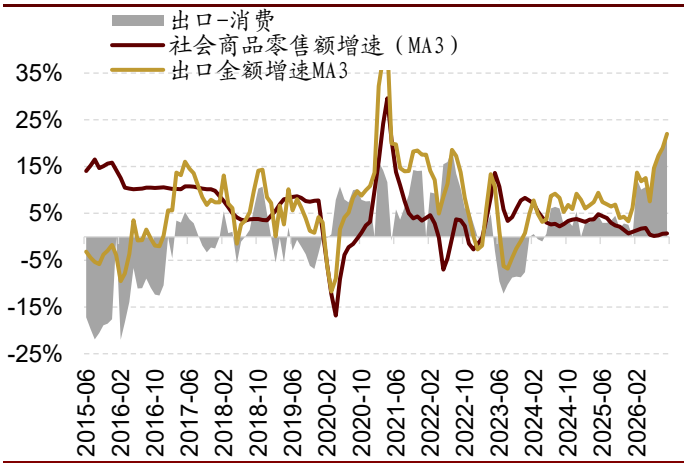
2026/4/30	0.40%	-14.90%	1.90%	12.60%	3.20%	2.00%
2026/3/31	2.70%	-19.60%	1.80%	11.90%	3.20%	1.90%
2026/2/28	2.60%	-23.40%	1.40%	13.70%	3.40%	1.90%
2025/12/31	-5.30%	-25.00%	0.70%	3.30%	3.40%	-2.70%
2025/11/30	-5.10%	-20.80%	1.40%	4.30%	0.60%	-1.70%
2025/10/31	-3.40%	-17.30%	2.20%	4.00%	0.60%	-1.00%
2025/9/30	6.00%	-13.60%	2.40%	6.90%	0.60%	2.70%
2025/8/31	12.60%	-13.00%	3.00%	6.50%	-5.60%	4.90%
2025/7/31	12.10%	-10.80%	4.00%	7.00%	-5.60%	5.30%
2025/6/30	12.40%	-9.10%	4.40%	7.40%	-5.60%	5.80%
2025/5/31	9.10%	-5.00%	4.80%	9.40%	-12.10%	5.50%
2025/4/30	7.20%	-3.70%	3.70%	7.40%	-12.10%	4.50%
2025/3/31	5.60%	-0.70%	3.60%	7.90%	-12.10%	4.10%
2025/2/28	6.70%	0.40%	3.20%	6.00%	-4.90%	4.10%

资料来源：Wind，招商证券

外强内弱格局延续，出口与社零增速差（MA3）进一步扩大至 21.3 个百分点。受北美 AI 高景气持续拉动，叠加海外补库、部分优势产业竞争力持续提升，我国出口持续景气，出口结构进一步优化。截至 9 月，我国 TMT 产业链主要出口产品（电子元件、平板显示模组、自动数据处理设备）占比已经达到 24.7%，电子元件、乘用车、电动载人汽车、船舶、电工器材、蓄电池等出口份额明显提升。单 9 月看，玩具、服装、箱包、家具等传统消费品出口均有明显回暖。尽管外部环境仍存在不确定性，但出口链相关行业整体景气度仍高于国内需求相关行业，成为当前经济增长的重要支撑力量。

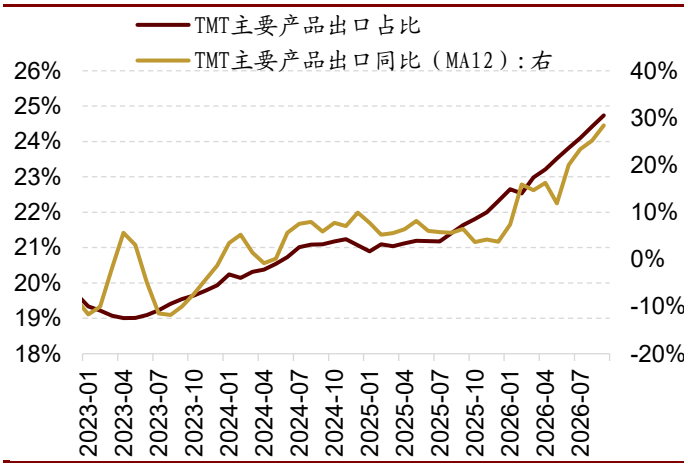
相比之下，内需修复力度仍显不足。9 月社零当月同比增幅扩大至 1.1%（前值 0.4%），其中除汽车以外的消费品零售同比增长 3.9%，必选消费增速普遍回升，可选消费改善范围扩大，**但地产销售需求仍在底部，汽车、金银珠宝和建筑装潢材料等大额消费仍处于负增长区间，说明居民收入和就业预期偏弱、资产负债表修复缓慢等约束尚未根本缓解。**

图 42：出口与消费之间的增速差创新高



资料来源：Wind 、招商证券

图 43：TMT 产业链主要出口产品占比持续提升



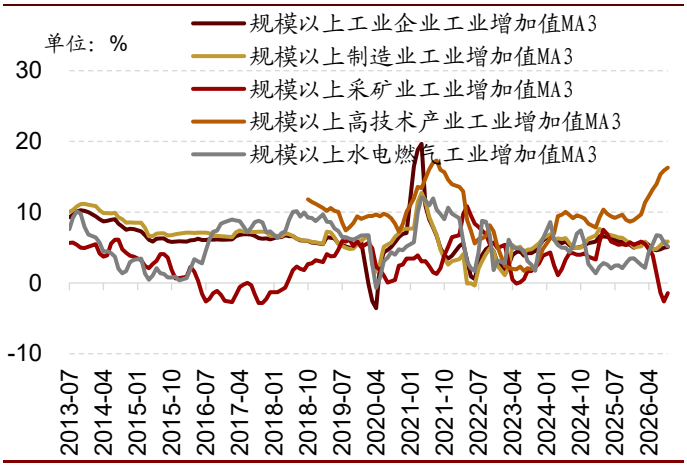
资料来源：Wind、招商证券

生产端保持较强，但增长动力进一步向科技制造和上游资源集中。9 月规模以上工业增加值同比增长 5.5%，较 8 月提高 0.3 个百分点。**科技和部分资源品托底经济增长。**9 月高技术制造业、TMT 制造业增加值分别增长 15.3%、16.4%，采矿业增加值同比转正至 1.3%，专用设备、通用设备、运输设备等稳健增长，“压舱石”作用明显。而传统动能尤其地产以及地产后周期持续承压，非金属矿物制品业、家具制造业增加值同比下降 2.4%、10.0%。

主要产品产量方面，工业机器人、集成电路等产量增速领先，化纤、水泥、空调、太阳能电池、动车组等产量同比明显修复。

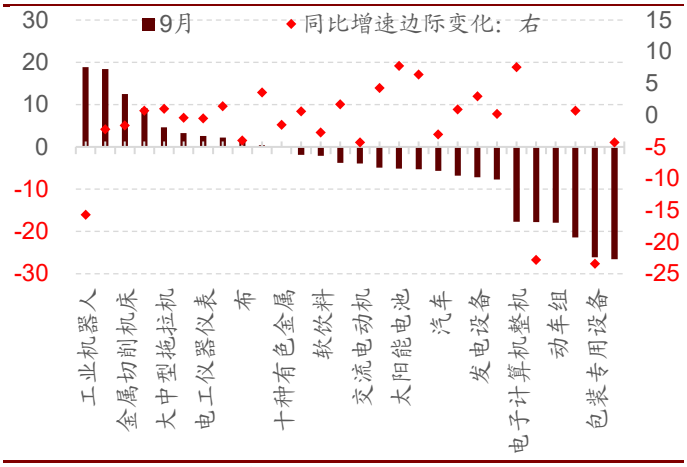
下载日志已记录，仅供内部参考

图 44：高技术产业工业增加值加速改善



资料来源：Wind 、招商证券

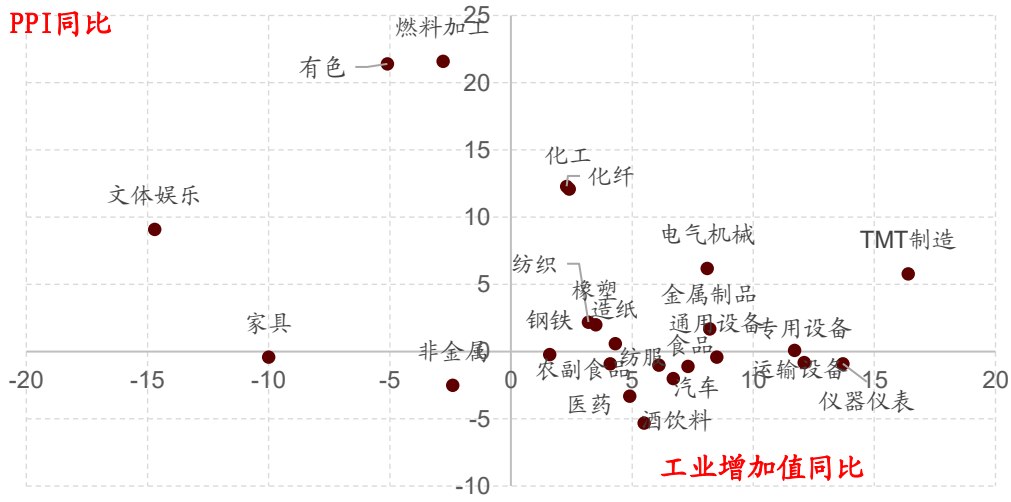
图 45：工业机器人、集成电路等产量增速领先



资料来源：Wind、招商证券

物价传导的结构性矛盾仍然突出，PPI 与 CPI 剪刀差进一步扩大。9 月 PPI 同比上涨 5.0%，驱动主要来自人工智能需求仍然景气、地缘局势扰动持续推升油价。9 月 CPI 同比仅上涨 0.9%，PPI 与 CPI 剪刀差扩大至 4.1 个百分点，折射出终端消费需求不足、涨价传导能力偏弱的现实。**行业方面，量价组合分化，上游涨价与先进制造扩张并存。**TMT 制造、电气机械、金属制品、纺织、通用设备、运输设备等量价共振回暖，煤炭开采、燃料加工、有色等行业价升量减。

图 46：TMT 制造、电气机械、金属制品、纺织等量价齐升



资料来源：Wind，招商证券

总体来看，当前经济的主要传导链条可概括为：出口与 AI、先进制造订单支撑工业生产；上游涨价推升 PPI；但消费、地产和民间投资偏弱，限制价格向终端和收入端传导；总量需求不足反过来抑制企业广泛扩产。行业层面，关注供给约束或价格趋势上涨的能源和关键矿产，出口型中高端装备，以及低估值边际改善领域，如化学制药、农林牧渔等。

8、三季度盈利增幅收窄，信息技术与资源品保持领先，医药盈利明显改善

截至 10 月 31 日上午，A 股上市公司业绩披露率 99.9%，根据一致可比口径和整体法测算，全 A 2026Q1/2026Q/2026Q3 单季度净利润增速依次为 7.5%/25.1%/-13.2%；非金融石油石化 2026Q1/2026Q2/2026Q3 单季度净利润增速为 12.3%/17.5%/4.4%。

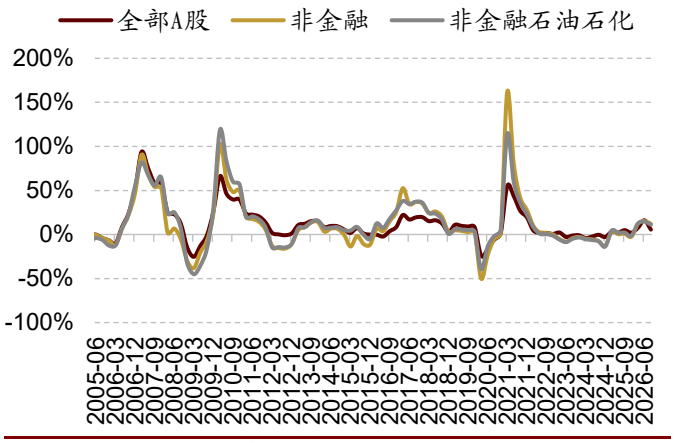
2026 年三季度 A 股盈利放缓主要受以下因素影响：1）二季度资本市场活跃带来的高基数消退，非银金融单季度净利润同比下降，拖累金融板块和全 A 盈利；2）资源品价格与供给约束仍支撑上游利润，但对整体盈利的拉动减弱，且上游成本压力向中游传导，而部分制造业终端需求和产品价格偏弱，压制盈利增长；3）地产和内生需求仍然偏弱，政府开支仍在底部，消费、公用事业等盈利较大负增，TMT 增速边际放缓，对整体驱动作用减弱。4）去年同期基数

下载日志已记录，仅供内部参考

抬升。

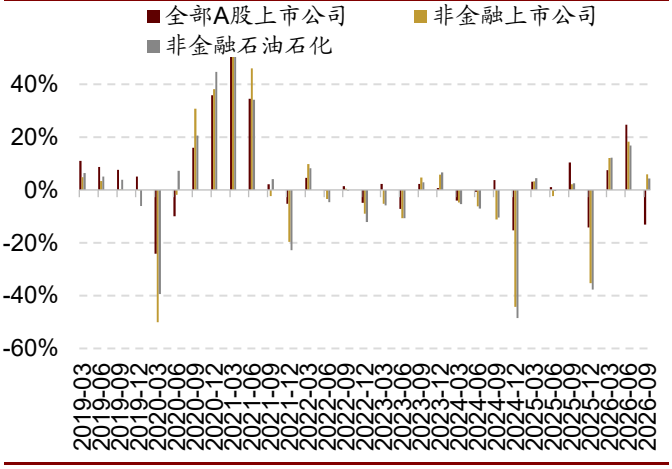
展望后续，AI 资本开支仍对相关产业链需求形成支撑，但后续扩张受到投资回报和现金流状况的约束，考虑到去年四季度基数较低和出口的拉动，四季度全 A 盈利有望边际改善。

图 47：不同板块累计净利润同比增速放缓



资料来源：Wind、招商证券

图 48：不同板块单季度净利润同比增速回落

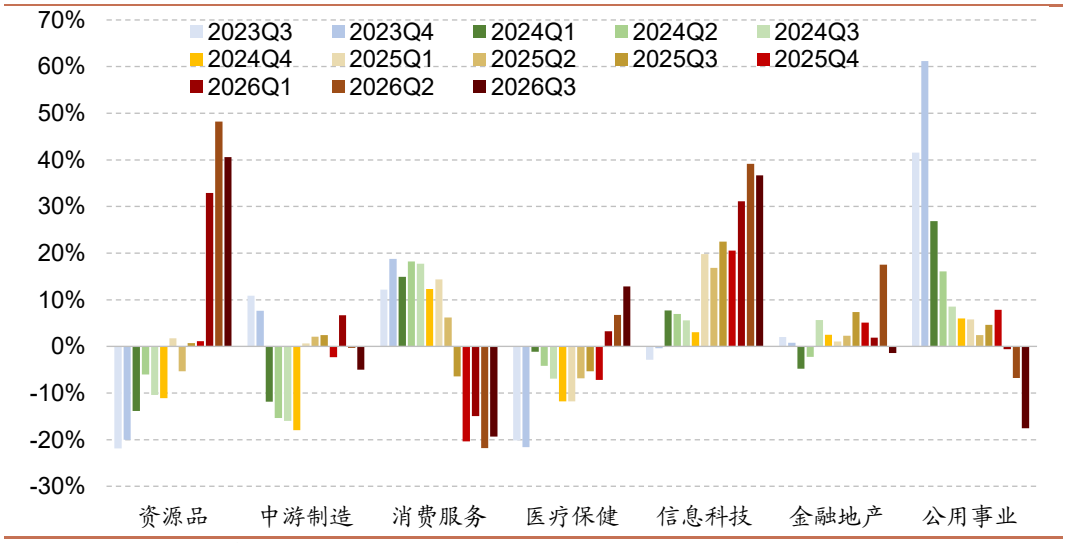


资料来源：Wind、招商证券

2026Q3 业绩强弱：信息科技>医疗保健>资源品>消费服务>中游制造>金融地产>公用事业，多数大类行业单季度盈利放缓。信息技术受 AI 算力、数字基础设施建设驱动维持高景气，2026Q3 利润同比增速收窄至 32.2%，仍保持领先水平；医疗保健行业受创新药、医疗服务等领域改善推动，2026Q3 利润同比增速改善至 27.7%；上游资源品行业盈利仍受价格和供给约束支撑，2026Q3 利润同比增速收窄至 26.3%；消费服务行业受益于低基数降幅有所收窄，国内居民消费需求恢复仍偏温和，2026Q3 利润同比降幅收窄至-11.7%。中游制造业单季利润降幅扩大至-13.6%，主要受下游需求偏弱叠加成本因素挤压利润率影响；金融地产盈利显著承压，资本市场交易活跃度边际减弱拖累非银板块表现，2026Q3 利润同比增速转负至-31.1%；公用事业因基建偏弱，成本上行压制板块利润，2026Q3 利润同比降幅扩大至-34.0%；

业绩保持较快增长的大类行业主要是信息科技、医疗保健和资源品，其中信息科技增速领先，医疗保健环比改善幅度最大。

图 49：大类行业净利润累计同比增速



资料来源：Wind，招商证券

细分行业中，2026Q3 净利润增速居前的行业大多集中在**科技、涨价资源品和部分消费服务业**，依次为电子、有色金属、商贸零售、食品饮料、石油石化、煤炭、房地产、医药生物、通信、计算机、基础化工。

2026Q3 相比 2026Q2 业绩改善的行业集中在：**低基数改善的消费板块**（专业连锁、一般零售、白酒、酒店餐饮、服装家纺、休闲食品），**创新药投融资回暖驱动医药生物**，**AI 算力建设拉动的 TMT 细分领域**（元件、通信设备、非金属

下载日志已记录，仅供内部参考

材料、电子化学品），**以及玻璃玻纤、航运港口等。**而农林牧渔、钢铁、光伏设备、公用事业等行业仍处于深度负增长。

表 10：一级行业：核心财务指标纵览（%）

一级行业	净利润同比增速							收入同比增速						
	增速差	当季同比			累计同比		单季度	增速差	当季同比			累计同比		单季度
	26Q3-26Q2	2026Q1	2026Q2	2026Q3	2026H1	2026Q3	增速趋势	26Q3-26Q2	2026Q1	2026Q2	2026Q3	2026H1	2026Q3	增速趋势
全A	-38.2%	7.5%	25.1%	-13.2%	16.3%	5.5%		-7.0%	4.9%	9.1%	2.1%	7.0%	5.3%	
非金融	-12.9%	12.2%	18.9%	5.9%	15.6%	12.1%		-0.4%	5.1%	6.8%	6.4%	6.0%	6.1%	
资源品	-37.5%	32.9%	63.8%	26.3%	48.2%	40.6%		-4.3%	6.8%	14.9%	10.5%	10.9%	10.8%	
中游制造	-7.2%	6.6%	-6.3%	-13.6%	-0.4%	-5.0%		-0.6%	3.8%	2.2%	1.6%	2.9%	2.5%	
消费服务	18.7%	-15.1%	-30.4%	-11.7%	-21.8%	-19.3%		3.0%	2.3%	-2.6%	0.4%	-0.1%	0.1%	
医疗保健	15.5%	6.5%	12.2%	27.7%	9.4%	12.9%		1.1%	2.0%	2.1%	3.2%	2.1%	2.2%	
信息科技	-14.5%	30.1%	46.7%	32.2%	40.1%	36.7%		4.7%	15.3%	19.4%	24.1%	17.4%	19.8%	
金融地产	-65.1%	1.9%	34.0%	-31.1%	17.5%	-1.4%		-41.7%	-0.1%	17.5%	-24.2%	9.0%	-2.9%	
公用事业	-21.0%	-0.6%	-13.0%	-34.0%	-6.8%	-17.6%		-0.8%	-0.2%	0.6%	-0.2%	0.2%	0.1%	
食品饮料	63.2%	-10.4%	-26.7%	36.5%	-16.3%	-6.7%		18.4%	-3.0%	-8.5%	9.8%	-5.4%	-1.3%	
农林牧渔	27.9%	-109.1%	-186.9%	-159.0%	-146.2%	-149.5%		6.5%	3.4%	-4.9%	1.6%	-0.9%	-0.1%	
房地产	27.5%	-15.2%	0.3%	27.8%	-3.7%	12.1%		-4.3%	-23.4%	-22.9%	-27.3%	-23.1%	-24.5%	
交通运输	16.1%	19.8%	-13.0%	3.1%	3.3%	3.2%		-1.8%	4.8%	7.9%	6.1%	6.5%	6.3%	
医药生物	15.5%	6.5%	12.2%	27.7%	9.4%	12.9%		1.1%	2.0%	2.1%	3.2%	2.1%	2.2%	
纺织服饰	12.2%	-1.3%	-6.2%	5.9%	-3.5%	-1.3%		3.8%	5.5%	-16.0%	-12.2%	-5.5%	-7.6%	
通信	8.5%	4.4%	4.7%	13.2%	4.6%	7.1%		2.8%	5.8%	5.7%	8.5%	5.7%	6.6%	
社会服务	4.3%	8.1%	-13.0%	-8.7%	-5.0%	-6.5%		1.1%	6.2%	1.9%	3.0%	3.9%	3.6%	
银行	0.7%	3.2%	3.6%	4.4%	3.4%	3.7%		1.4%	7.6%	7.2%	8.6%	7.4%	7.8%	
建筑装饰	-3.9%	-15.8%	-34.1%	-38.0%	-25.3%	-28.5%		0.8%	-6.1%	-12.2%	-11.3%	-9.2%	-9.9%	
家用电器	-7.6%	-8.2%	-6.2%	-13.8%	-7.1%	-9.4%		-2.2%	-0.1%	-0.1%	-2.3%	-0.1%	-0.7%	
机械设备	-8.1%	-6.7%	8.2%	0.1%	1.6%	1.1%		0.7%	7.8%	10.1%	10.8%	9.0%	9.6%	
商贸零售	-8.9%	46.7%	50.5%	41.6%	48.2%	46.7%		-2.5%	6.6%	0.8%	-1.7%	3.7%	1.9%	
汽车	-12.3%	-19.7%	-17.6%	-29.9%	-18.6%	-22.6%		-2.6%	2.7%	3.5%	0.9%	3.1%	2.3%	
建筑材料	-12.8%	-36.7%	-55.5%	-68.4%	-53.7%	-59.4%		6.0%	-2.4%	-9.1%	-3.2%	-6.3%	-5.2%	
公用事业	-20.4%	-3.2%	-16.3%	-36.7%	-9.8%	-20.5%		-0.2%	-2.0%	-1.2%	-1.3%	-1.6%	-1.5%	
环保	-23.3%	20.6%	15.9%	-7.4%	18.3%	9.1%		-3.2%	12.6%	10.8%	7.6%	11.7%	10.2%	
石油石化	-27.9%	17.7%	60.2%	32.3%	36.6%	35.2%		-2.8%	-2.9%	11.2%	8.4%	3.9%	5.4%	
计算机	-31.5%	158.3%	39.3%	7.8%	57.1%	35.7%		5.5%	4.1%	12.8%	18.2%	8.8%	12.0%	
美容护理	-31.7%	-11.5%	16.6%	-15.1%	2.7%	-2.4%		2.6%	5.3%	2.3%	4.9%	3.7%	4.1%	
煤炭	-35.3%	-1.1%	64.8%	29.5%	29.1%	29.2%		-14.3%	1.0%	33.1%	18.8%	16.7%	17.5%	
轻工制造	-40.6%	-12.1%	-6.5%	-47.1%	-9.2%	-22.1%		-1.9%	5.2%	5.6%	3.7%	5.4%	4.8%	
国防军工	-40.9%	83.9%	30.6%	-10.3%	48.7%	25.2%		-34.8%	44.6%	11.6%	-23.2%	23.9%	3.4%	
电力设备	-40.9%	57.7%	26.5%	-14.4%	39.5%	17.3%		3.8%	21.6%	19.0%	22.9%	20.2%	21.1%	
有色金属	-42.9%	113.2%	103.8%	60.9%	108.2%	90.8%		-7.7%	37.2%	27.4%	19.7%	31.9%	27.6%	
基础化工	-53.2%	18.5%	60.9%	7.7%	40.6%	29.6%		-5.2%	9.9%	16.0%	10.8%	13.1%	12.3%	
传媒	-58.1%	-0.2%	22.6%	-35.5%	11.0%	-4.1%		1.7%	3.4%	0.5%	2.1%	1.9%	2.0%	
电子	-69.0%	71.1%	134.8%	65.8%	106.9%	88.5%		3.8%	27.6%	33.4%	37.2%	30.7%	33.3%	
钢铁	-103.5%	-74.0%	-20.0%	-123.6%	-42.7%	-75.1%		-1.7%	-5.3%	0.7%	-1.0%	-2.2%	-1.8%	
非银金融	-217.6%	-1.8%	126.3%	-91.3%	63.4%	-15.5%		-112.5%	-4.7%	52.7%	-59.8%	25.3%	-11.0%	

资料来源：Wind、招商证券

9、小结

展望 11 月，我们认为市场将在温和触底后迎来反弹，需要先守后攻，静待花开。当前市场的第一性原理是筹码压力，在筹码压力解决前，推荐通过红利、内需等方向进行防守。但市场快速调整之后，博弈反弹是高赔率交易，所以在筹码压力解决，右侧机会出现后，会出现明显的进攻机会。此外从重要事件来看，随着美国中选、APEC 会议等重大事件落地，宏观的企稳也会带来反弹的窗口。落地到配置思路，11 月不宜押注单一风格，推荐围绕超跌反弹、周期稳健、红利优选的思路均衡配置。

从第一性原理分析，当前筹码问题是影响短期 A 股运行的最主要变量。在 7 月我们面临的问题是极度的拥挤，当所有的乐观者都用仓位表达了态度，TMT 持仓与成交额占比来到历史新高，缺乏边际增量资金的净买入成为制约行情进一步向上的核心因素。而当前我们面临的问题是负反馈与潜在抛压，若主动公募、固收+、保险和融资盘等各类微观资金都陷入负反馈，市场运行便存在较大压力。解铃还须系铃人，产业、财报与宏观固然重要，但筹码的问题需要筹码自身来化解，从 7 月的经验来看，当“抱团”瓦解，科技拥挤度快速下降之后，伴随着产业趋势市场迎来了一波快速反弹。回到当前市场，走出资金负循环有两种途径，一是等待“白衣骑士”，通过 ETF 放量的手段打破市场内在螺旋，二是等待筹码压力温和化解，再做右侧布局反弹。

但市场快速调整后，从估值、政策、基本面等各角度来看，博弈反弹是高赔率交易。通过复盘历史上大跌后的修复经

下载日志已记录，仅供内部参考

验，可以发现：1）前期跌幅越大，后续反弹幅度大概率越高，2024 年短期反弹中的关系尤其显著；2）中长期逻辑没有破坏的行业，换言之盈利高增或后续有望进一步改善的行业上涨的概率更大； 3）公募基金静态持仓比例与后续修复弹性相关性并不明显。参考 2022 年初和 2024 年初的行业修复经验，前期跌幅较大且业绩增速仍有持续性的方向有望出现超跌反弹，典型行业如半导体、通信设备、能源金属、小金属、工业金属、自动化设备、化学纤维等。

当市场因为流动性冲击持续承压，投资者自然将希望寄托在财报之上，希望海外头部科技公司如二季度一样交出完美财报，但本周后半周的财报成为造成市场下行的最后一根稻草。本轮美股龙头因业绩不及预期出现回调，本质是产业基本面与资本市场定价之间的错位。我们认为产业长期发展主线并未发生改变，增长本身天然带有波动，在长期向好的大趋势中，阶段性走弱、短暂偏离一致预期本属常态。但前期市场已经充分 price in 乐观假设，估值几乎没有容错空间，难以承接任何业绩不及预期的信号，波动因此被显著放大。**回到本轮财报，自由现金流以及未来指引，成为了市场下跌的主因。**

展望海外流动性，我们认为决定美联储加息节奏的核心变量仍是通胀，尤其需要关注能源价格上涨带来的二次通胀风险。若冲突一次性彻底解决，能源价格有望快速回落，通胀压力缓解，2026 年 12 月及 2027 年加息预期可能下修。若仅实现阶段性停火，油价或有所回落但地缘政治风险仍存，美联储加息紧迫性可能下降。若维持低烈度冲突，能源价格持续高位运行，通胀粘性难以消退，12 月加息 25 个基点仍可能是基准情形。若冲突进一步升级并长期持续，美联储将面临双重使命间的矛盾：一方面，高油价推动通胀上行，要求维持高利率甚至进一步加息；另一方面，能源成本上升抑制经济增长，可能推动失业率攀升，要求避免过度紧缩，在滞胀风险加剧的情况下，美联储政策空间将受到双向约束，后续加息节奏及利率终点的不确定性显著上升。

展望 11 月至年底，外部环境进入重要的政策与地缘风险观察窗口。一是关注 APEC 期间中美元首会晤，重点观察前期经贸共识的落实及新增合作空间；二是关注美国中期选举后的政策调整，重点评估国会格局变化对财政、贸易和外交政策的影响；三是关注美伊冲突再次升级的风险，重点跟踪军事行动、外交斡旋及国际油价变化。三项事件在时间上相互交织，中美关系可能提供风险偏好修复的契机，美伊局势及美国国内政治变化则可能继续扰动全球流动性与资产定价。

从盈利视角来看，三季度 A 股盈利增幅收窄，信息技术与资源品保持领先，医药盈利明显改善。结构上，信息技术与资源品保持领先，医药盈利明显改善，消费服务盈利修复，金融地产和公用事业盈利承压。2026Q3 相比 2026Q2 业绩改善的行业集中在：低基数改善的消费板块（专业连锁、一般零售、白酒、酒店餐饮、服装家纺、休闲食品），创新药投融资回暖驱动医药生物，AI 算力建设拉动的 TMT 细分领域（元件、通信设备、非金属材料、电子化学品），以及玻璃玻纤、航运港口等。展望四季度，低基数、出口韧性及 AI 相关需求有望支持盈利边际改善，但需关注海外资本开支和现金回报约束。

落地到配置思路，11 月不宜押注单一风格，推荐围绕**“超跌反弹、周期稳健、红利优选”**的思路均衡配置，重点关注以下方向：一是超跌反弹方向，前期跌幅最深、三季报兑现度最高，是分母端缓和后弹性最大的品种，典型行业如半导体、工业金属、化学制药等；二是周期稳健方向，地缘冲突叠加全球资本开支扩大，工业金属、石油石化等周期资源品仍有望供需持续受益；三是红利优选方向，在美债 5%上方、加息未终结的环境下，提供波动平滑与股息底仓重点关注盈利较为稳定或有改善、分红持续的银行、食品饮料等行业。综合景气、盈利、估值和资金面，11 月建议重点关注**电子（半导体、元件）、化学制药、工业金属、石油石化、食品饮料和银行等。**

下载日志已记录，仅供内部参考

三、风格与行业配置思路

1、风格策略选择：均衡配置偏价值，成长或有超跌反弹

进入 11 月，风格选择推荐均衡配置偏价值，成长或有超跌反弹。第一，短期维度上，成长/价值、科技/红利短期相对表现来到近一年极值，且成长/科技的性价比明显提升，且历史经验显示在此信号后的短期两者相对表现阶段性逆转概率较高。第二，科技板块的筹码结构问题仍在，这就意味着，即使短期有反弹，更可能是超跌反弹，而非趋势逆转，与此同时，红利的短期交易拥挤度来到近一年高位。第三，海外流动性方面，尽管美联储暂停加息，但 12 月加息仍是基准情形，加息幅度主要取决于未来阶段美伊局势进展，不排除加速加息的可能，持续高位的美债利率对反弹空间形成制约。第四，资金层面，ETF 连续大规模入市托底，重要股东二级市场转净增持，回购规模扩大，但这些正向驱动因素难以改变当前存量博弈的格局，融资资金为代表的高风偏资金是关键，融资余额占 A 股流通市值比例仍处高位，融资余额不具备持续抬升的基础，市场主要增量资金或继续以中长线的保险等资金为主。**综合以上因素，建议继续维持均衡配置且偏价值，成长或以超跌反弹下的短期交易机会为主。**

表 11：11 月市场风格指数推荐

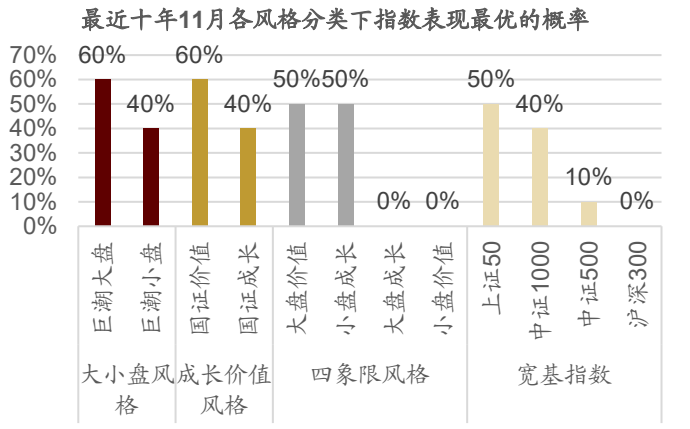
分类	推荐指数简称	指数代码
宽基指数	沪深 300	000300.SH
	科创 50	000688.SH
风格指数	中证红利	000922.CSI
	价值 100	980081.CNI
大类板块指数	中证医疗	399989.CSI

资料来源：Wind、招商证券

（1） 11 月的季节性效应

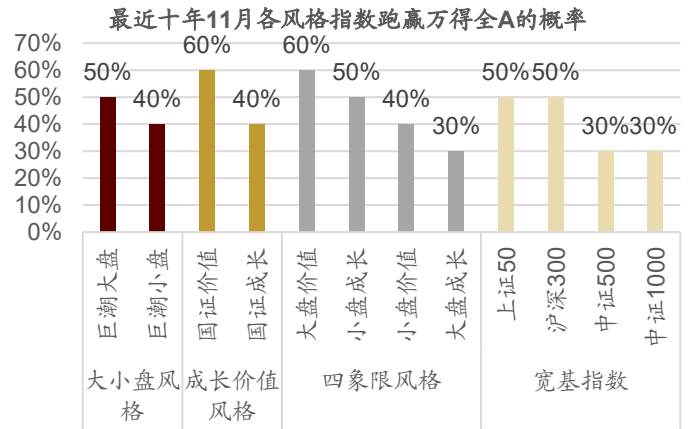
从历史来看，历年 11 月上证 50 为代表的大盘价值风格占优的概率相对高，且上证 50 跑赢万得全 A 的概率较高。具体来看，风格方面，巨潮大盘、国证价值占优概率高，均为 60%；在主要宽基指数中，上证 50 在 11 月占优的概率以及跑赢万得全 A 的概率最高，均为 50 %；且沪深 300 跑赢万得全 A 的概率也有 60%，但在历年均不是各宽基指数中表现最好的。

图 50：最近十年 11 月大盘、价值风格占优概率高



资料来源：Wind、招商证券

图 51：最近十年 11 月大盘风格跑赢万得全 A 概率高



资料来源：Wind、招商证券

（2）海外流动性：12 月加息仍是基准情形，需要警惕外部流动性风险

目前 12 月加息 25 BP 仍是当前美联储未来利率路径的基准情形。根据 CME FedWatch，截至 10 月 30 日，市场对 12 月加息 25 个基点的押注超 70%，并预计加息周期将延续至 2027 年，明年底前将加息 50 BP 至 4.25%-4.50%。

展望后续，决定美联储加息节奏的核心变量仍是通胀，尤其需要关注能源价格上涨带来的二次通胀风险。当前能源价

下载日志已记录，仅供内部参考

格已成为推动通胀反弹的重要因素，原油价格自 7 月以来重新逐步走高，目前布伦特原油现货价格已重新升温至 110 美元/桶上方区间。而 11 月 3 日美国中期选举后的美伊冲突走向可能进一步放大这一风险，据报道，美国已提醒中东盟友为选举后可能再次对伊朗发动军事打击及伊朗报复做好准备，但美国尚未作出最终决定。

若冲突一次性彻底解决，能源价格有望快速回落，通胀压力缓解，2026 年 12 月及 2027 年加息预期可能下修。若仅实现阶段性停火，油价或有所回落但地缘政治风险仍存，美联储加息紧迫性可能下降。若维持低烈度冲突，能源价格持续高位运行，通胀粘性难以消退，12 月加息 25 个基点仍可能是基准情形。若冲突进一步升级并长期持续，美联储将面临双重使命间的矛盾：一方面，高油价推动通胀上行，要求维持高利率甚至进一步加息；另一方面，能源成本上升抑制经济增长，可能推动失业率攀升，要求避免过度紧缩，在滞胀风险加剧的情况下，美联储政策空间将受到双向约束，后续加息节奏及利率终点的不确定性显著上升。

表 12：美伊冲突对于后续美联储货币政策的情形推演

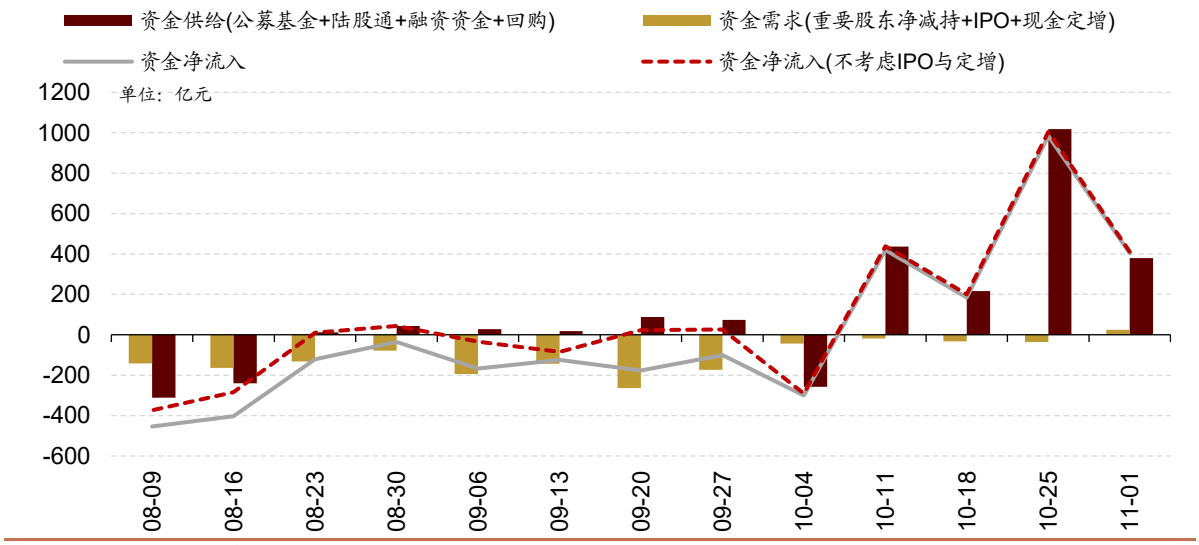
美伊冲突情景	可能性判断	对通胀的影响	对美联储加息路径的影响	对美债利率及股市影响
一次性彻底解决	较低概率	油价快速回落，总体通胀较快改善，核心通胀随后缓和	今年 12 月和 2027 年加息预期下修	趋势性下行，股市受益于分母端改善而明显反弹
阶段性停火或局部缓和	中低概率	油价阶段性震荡，但地缘政治风险溢价仍在	12 月加息 25 BP 仍是基准情景，但后续加息概率将明显下降	美债利率短期回落但中期仍高位震荡；股市阶段性修复，但反弹空间有点
维持低烈度冲突	高概率	油价维持高位，能源成本持续影响商品和服务价格	12 月加息 25 BP 仍是基准情景，2027 年可能延续货币政策紧缩	美债利率持续高位震荡，股票市场继续承压
冲突进一步长时间升级	不可忽视的尾部风险	油价长期高企，通胀与经济下行风险同时增加	美联储将面临双重使命之间的矛盾：高通胀进一步推动加息预期，但过高利率将抑制经济增长、推动失业率上升	美债利率进一步冲高，股票市场回撤空间进一步扩大

资料来源：招商证券

（3）资金面：资金托底但难改变存量博弈格局

资金面，股票市场资金供需方面，10 月股票市场可跟踪资金转为净流入，ETF 净流入对冲融资净流出。资金供给端，新发偏股基金规模较 9 月回落；融资资金风险偏好回落，净流出加速；ETF 逆势净流入托底市场。资金需求端，重要股东近两年以来首次净增持；IPO 发行规模减少，再融资规模回落，资金需求规模回落。10 月主力增量资金方面，ETF 成为市场主力增量资金。**预计市场将延续存量博弈的格局，融资资金可能在风偏修复后而阶段性活跃，但难以呈现趋势性流入。**

图 52：ETF 加速入市托底，但难改 A 股存量博弈格局



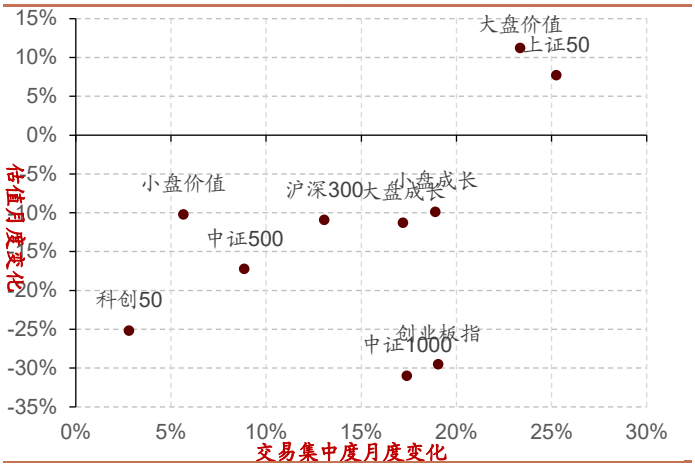
资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

（4）交易层面：短期红利交易拥挤度提升

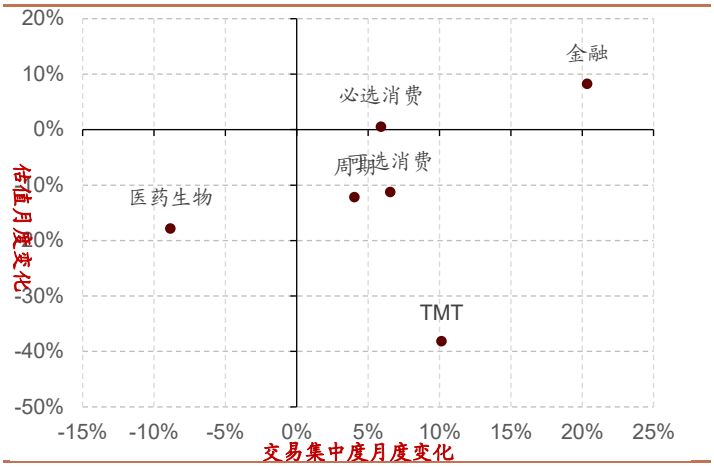
从市场交易和估值来看，多数指数的估值均在 10 月收缩。上证指数和大盘价值的估值和交易集中度均有所抬升。行业层面，金融交易集中度和估值分位均有所抬升，增幅最明显。

图 53：主要宽基指数交易集中度和估值月度变化



资料来源：Wind、招商证券

图 54：大类行业指数交易热度和估值月度变化



资料来源：Wind、招商证券

2、2026 年 11 月行业和赛道选择方向

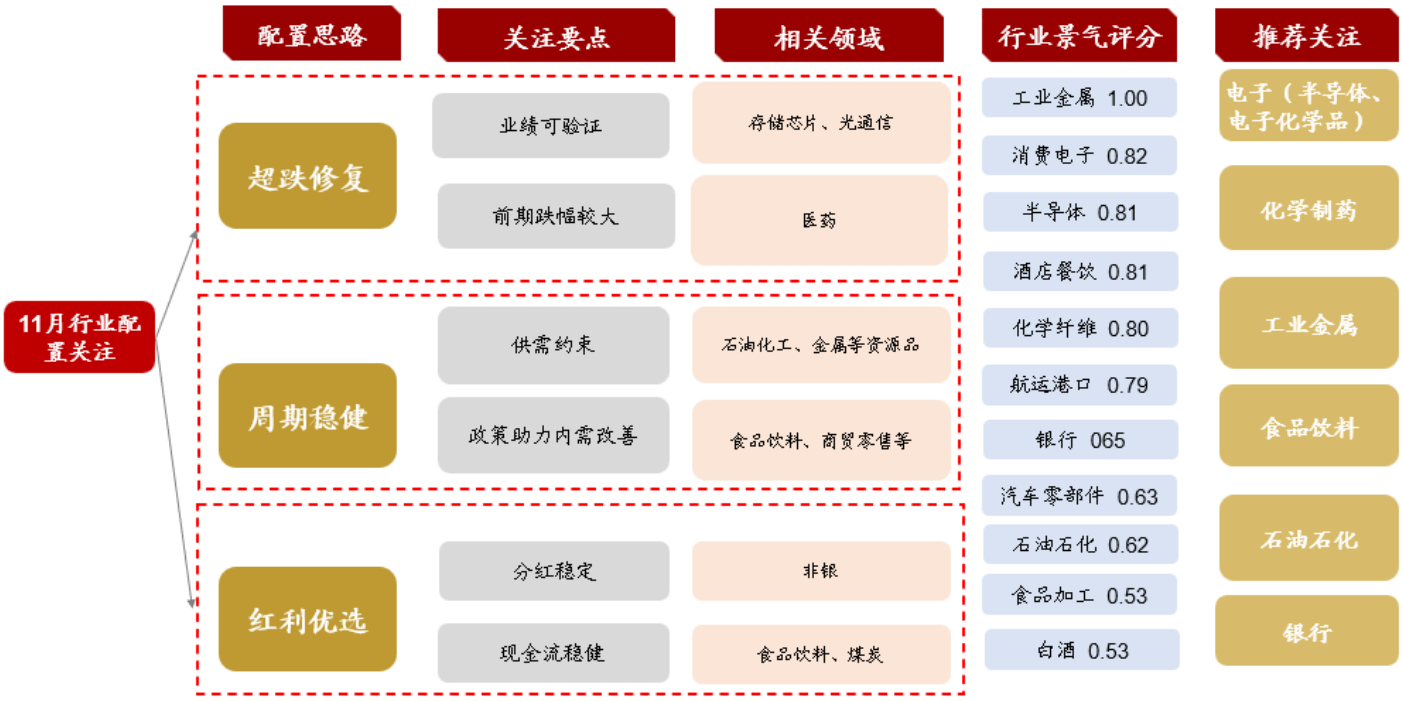
展望 11 月，A 股进入估值出清后的业绩验证期，行情由“杀估值”转向“重定价”。 **国内基本面**延续“生产强、外需强、内需弱”格局。政策从部署期转入实物工作量兑现期，12 月中央经济工作会议前的政策预期构成下行保护。**海外方面**，加息落地后分母端压力最大的阶段大概率过去。分子向上、分母见顶，11 月具备震荡修复、结构致胜的基础。

中观层面，景气分化在报表端得到确认，关注业绩端的“去伪存真”与行业的超跌修复。AI 硬件保持业绩领先增速，但高基数背景下环比有所放缓，三季度电子单季度净利同比+65.8%，存储、覆铜板与 PCB、光模块构成的涨价传导链条延续。**周期板块稳健性最强，**铜矿 2026 年几乎无增量、电解铝受产能上限约束，有色单三季度净利润+60.9%居各行业前列；煤炭与石油石化等在海外扰动油价高企的背景下单季度实现约 30%左右的增速。消费板块低位修复，食品饮料、纺织服饰、商贸零售等受益于较低基数和内需政策，三季度业绩低位修复。红利资产则在利率高位阶段凸显类债属性，银行、煤炭、交通运输等行业保持稳健增速和持续分红。

综合来看，11 月不宜押注单一风格，推荐围绕**“超跌反弹、周期稳健、红利优选”**的思路均衡配置，重点关注以下方向：一是超跌反弹方向，前期跌幅最深、三季报兑现度最高，是分母端缓和后弹性最大的品种，典型行业如半导体、工业金属、化学制药等；二是周期稳健方向，地缘冲突叠加全球资本开支扩大，工业金属、石油石化等周期资源品仍有望供需持续受益；三是红利优选方向，在美债 5%上方、加息未终结的环境下，提供波动平滑与股息底仓重点关注盈利较为稳定或有改善、分红持续的银行、食品饮料等行业。综合景气、盈利、估值和资金面，11 月建议重点关注**电子（半导体、元件）、化学制药、工业金属、石油石化、食品饮料和银行等。**

下载日志已记录，仅供内部参考

表 13：11 月行业配置图谱



资料来源：Wind，招商证券

➢ 行业评分及推荐

根据行业中观景气、宏观周期、筹码、估值、换手率、政策、赛道价值等维度对重点行业评分，本期推荐**聚焦景气与业绩，同时以部分红利方向均衡配置**。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 55：60 个细分领域 8 大维度定量评估结果

上游资源品	钢铁	↗	0.00	中游制造	汽车零部件	↗	0.63	消费服务	家用电器	↘	0.38
	煤炭	↗	0.22		乘用车	→	0.16		家居用品	↗	0.20
	石油石化	↑	0.62		航空装备 II	→	0.47		造纸	↗	0.30
	水泥	↗	0.02		军工电子 II	↘	0.37		纺织服饰	↑	0.50
	装修建材	↗	0.08		基础建设	↗	0.33		美容护理	→	0.56
	小金属	↑	0.67		通用设备	↘	0.16		养殖业	↑	0.38
	工业金属	↗	1.00		专用设备	↘	0.39		酒店餐饮	↑	0.81
	能源金属	→	0.36		工程机械	→	0.46		商贸零售	↑	0.75
	化学纤维	↑	0.80		自动化设备	→	0.48		化学制药	→	0.45
	化学原料	↑	0.61		光伏设备	↑	0.48		生物制品	↘	0.47
	化学制品	↑	0.57		风电设备	↑	0.43		医疗器械	↘	0.34
	农化制品	↗	0.61		电池	↘	0.35		医疗服务	↘	0.47
信息科技	消费电子	→	0.82		电网设备	↑	0.57		食品加工	↗	0.53
	光学光电子	→	0.33	交运	物流	↗	0.50		白酒 II	↗	0.53
	半导体	→	0.81		航空机场	↑	0.40		饮料乳品	↘	0.47
	通信设备	↗	0.57		航运港口	↑	0.79		调味发酵品 I	→	0.47
	通信服务	↑	0.69	金融地产	银行	↑	0.65		装修装饰 II	→	0.24
	传媒	→	0.41		房地产	↑	0.23	公用	环保	↑	0.76
	软件开发	↗	0.62		证券 II	↘	0.39		电力	→	0.47
	计算机设备	→	0.64		保险 II	↑	0.63		燃气 II	→	0.59

1. 同一大类行业用相同颜色，暖色系为景气度高，冷色系为景气度低

综合得分偏低
综合得分一般
综合得分偏高
综合得分较高

2.箭头为景气度环比变化：采用对行业超额收益有正向驱动的中观指标

↑ 高景气
↗ 中等偏上
→ 景气维持
↘ 景气恶化

3.数据颜色深浅条代表量化得分：根据景气度、财报、资金青睐度、估值等加权打分得到，偏红代表景气度较好，偏绿代表景气度偏差

1 整体得分较高
0 整体得分较低

资料来源：Wind，招商证券

表 14：11 月行业推荐

细分行业	推荐理由
电子（半导体、电子化学品）（801080.SI）	**情绪性回调已至阶段尾声，叠加端侧/算力催化与存储涨价共振，材料与设备“量价+国产替代”双轮驱动。**1）产业层面，12 月起 AI 眼镜、手机等端侧产品密集推出，端侧 SoC 迎“量价齐升”窗口，海外云厂商算力投入以及国内先进制程扩产，仍对芯片、PCB、光学器件等环节形成需求支撑；2）半导体材料涨价由点到面扩散，AI 与存储高景气、能源与物流成本共振推升价格，存储价格上涨则有望沿库存重估和利润率改善路径，推动存储芯片、模组及封测企业盈利上修。3）前期电子板块调整主要源于海外高利率压制、AI 资本开支回报担忧及机构持仓松动，随着估值和交易拥挤度明显回落，筹码压力逐步释放，板块已进入基本面重新定价阶段。4）晶圆厂扩产、设备更新和供应链安全需求持续推进，半导体设备、零部件及关键材料兼具下游订单增长、产品价格改善和国产替代空间。
医药生物 801150.SI	**超跌后估值与持仓处低位，行业需求锚定与政策催化共振。**1）政策催化或密集落地，新版国家医保目录与商保创新药目录预计 11 月公布，检验类医疗服务价格“同检同价、技耗分离”落地，有望缓解 IVD 价费扰动、提升可预期性。2）出海端，国产创新药通过海外授权、产品出海和国际临床扩大收入边界。全球药企开始系统性采购中国资产，BD 首付款改善现金流、里程碑付款抬升远期价值。3）业绩端，医药行业三季度盈利进一步改善，自由现金流收入占比持续提升，上游 CXO 订单与收入增速修复，老龄化与医疗健康刚需构成长期需求底盘，政策重心逐步由单纯控费转向支持原创研发和国际化，景气有望持续上行。
工业金属（801055.SI）	**回调后性价比抬升，供给约束与新需求扩张共同支撑铜铝中期价值。**1）前期工业金属受美元和美债利率走强、宏观风险偏好下降以及获利盘兑现影响明显调整，板块估值与市场预期随之回落，配置性价比有所改善。2）供给端，全球铜矿品位下降、新增项目投产缓慢，矿端扰动使铜精矿供给保持偏紧；铝行业则受到国内产能上限、海外能源成本和电力供应约束，新增产能释放空间有限。3）需求端，传统地产链仍然偏弱，但电网投资、新能源车、储能及 AI 数据中心建设带来新的增量需求，尤其是数据中心电力接入、输配电系统和散热设施建设，将提高铜铝单位用量。4）若美元及美债利率见顶回落，工业金属还将获得金融属性修复。
石油石化(油服工程、炼化及贸易)	**油价中枢维持高位，地缘溢价与资本开支扩张共同支撑上游及油服景气。**1）中东能源设施、原油运输通道及出口稳定性仍存在不确定性，全球原油库存处于相对低位，供应扰动容易放大价格弹性，预计油价短期仍将保持高位震荡。2）高油价直接改善油气开采企业的销售价格、利润和经营现金流，并增强大型油企增加勘探开发资本开支的能力，

下载日志已记录，仅供内部参考

（801960.SI）	油服工程、海工装备及钻完井服务有望受益于订单增长和项目单价改善。3）“三桶油”等红利资产具配置价值，攻守兼备，适合作为红利底仓与相对收益抓手。
食品饮料（801950.SI）	**板块处于低估值、低持仓和低预期的三重底部，基本面边际改善与内需政策有望推动估值修复。**1）食饮行业当前估值及基金持仓均处历史低位，9-10 月白酒已取得阶段性超额收益，显示资金再平衡下板块的防御与修复价值正在提升；2）白酒方面，双节动销仍有压力，但同比降幅收窄，飞天茅台批价保持在 1700 元以上，渠道库存逐步下降；酒企主动控货稳价、下调经营目标，有助于加快渠道出清，行业调整进入后半程；3）大众品方面，原奶供需持续出清，奶价呈现企稳迹象，上游牧场盈利改善，下游乳企动销、库存和价盘趋于稳定，现金流优势较为突出。4）政策层面，扩大内需和加力促消费形成预期催化，叠加“双 11”等消费旺季，板块有望获得边际增量。
银行 801780.SI	**红利底仓与稳健基本面形成支撑，风险偏好回落有望强化板块相对收益。**1）银行的相对优势来自分红确定性。在市场波动加大、科技成长拥挤度较高的阶段，稳定现金流和较低 PB 能够吸引保险、理财及 ETF 等中长期资金。2）存款重定价推动负债成本下降，部分银行净息差已出现环比企稳迹象；信贷规模保持平稳增长，资产质量总体可控，三季报显示多数上市银行营收和利润延续温和修复，为分红稳定性提供支撑。3）政策稳增长、地方债务化解及地产风险处置预期，也有助于缓解市场对银行资产质量的担忧。

资料来源：招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

3、赛道推荐

11 月重点关注 5 大边际改善的赛道：国产算力、海外算力、银行、创新药和有色金属。

表 15：11 月赛道推荐

推荐赛道	指数	推荐理由
国产算力	半导体设备指数（8841321.WI） 半导体材料（850813.SL） 先进封装（8841297.WI）	政策端，10 月 9 日国务院发布《关于发展新质生产力的意见》，明确提出全面实施“人工智能+”行动，加快人工智能对传统产业的改造，强化算力、算法、数据等高效供给，为国产算力基础设施建设和应用需求增长提供长期支撑。产业端，10 月湖北昇腾 950 千卡超节点业务正式上线，标志国产算力规模化部署持续推进；寒武纪、海光信息第三季度营收分别同比增长 104%、45%，进一步验证国产高端芯片市场需求。整体来看，“人工智能+”行动有望推动 AI 在更多行业加速渗透，带动训练及推理算力需求增长，政策支持与产业商业化进展形成共振。
海外算力	光模块指数（8841258.WI） PCB 概念（885959.TI）	10 月云厂商财报进一步体现“需求高增长、投资高强度”的并存格局。微软 Azure 收入同比增长 48%，谷歌云增长 103%，亚马逊 AWS 增长 39%，Meta 上调 2026 年资本开支下限至 1350 亿美元，说明 AI 基础设施扩张延续。产业端，英伟达 GTC 发布 Vera Rubin DSX POD，预集成方案使具备基础条件的站点部署时间由约 6 个月缩短至最短 14 天，强化液冷、高速互连和供配电的配置价值；同时英伟达新一代 GPU 正式启动交付，谷歌云宣布基于 Vera Rubin 的 A5X 实例计划于 2026 年 11 月正式开放。11 月建议优先关注光模块、光芯片、液冷及高端 PCB 中订单兑现较强的龙头。
银行	银行（881155.TI） 银行指数（CI005021.CI）	10 月科技成长板块调整加剧了资金对单一 AI 硬件赛道的集中暴露，基金三季度报告显示电子+通信板块的集中度仍然处于高位，年末机构持仓再平衡及红利风格的季节性表现，使银行成为降低组合波动的重要选择。相比对短期主题催化的依赖，银行具有股息回报相对稳定、盈利可预测性较强和估值波动较低等特点，优先选择分红可持续、资本充足率稳健的国有大行。
创新药	创新药（886015.TI） 生物医药（399441.SZ）	产业方面，10 月 19 日翰森制药与罗氏达成 ADC 项目合作，涉及 4 亿美元首付款及潜在超过 150 亿美元里程碑款；2026 年 ESMO 大会上，国内共有 29 项研究入选突破性摘要，5 项进入主席研讨会。业绩方面，药明康德第三季度营收 166 亿元、归母净利润 83 亿元，同比分别增长 38%和 137%；截至 9 月底持续经营业务在手订单 767 亿元，同比增长 36%，并上调全年收入指引，显示全球创新药研发及商业化生产需求保持韧性。此外，特朗普政府此前主张削减生物医药科研经费、强化药价管控及医药制造本土化，美国 11 月中期选举中若民主党如市场预期夺取众议院甚至全部两院，有望限制科研预算削减、改善医药研发环境，提振创新药投资信心。
有色金属	有色金属（884956.SI）	产业端，10 月国内铜铝库存节后明显去化，截至 10 月 29 日，国内铜社会库存降至约 8 万吨，较去年同期减少约 11 万吨；电解铝锭库存降至 54.9 万吨，较 9 月末减少 8.9 万吨，处于近四年同期低位。海外方面， 11 月 3 日美国中期选举落地有望降低政策不确定性，两党此前已就能源基础设施审批达成初步共识，选后相关立法有望进一步推进，加快电网及能源项目建设，进一步释放铜铝等工业金属的中长期需求。

资料来源：招商证券

4、总结

风格层面：推荐均衡配置偏价值，推荐指数组合包括：沪深 300、科创 50、中证红利、价值 100、中证医疗。

行业方面，展望 11 月份 A 股进入估值出清后的业绩验证期，行情由“杀估值”转向“重定价”。 推荐围绕**“超跌反弹、周期稳健、红利优选”**的思路均衡配置，重点关注以下方向：一是超跌反弹方向，前期跌幅最深、三季报兑现度最高，是分母端缓和后弹性最大的品种，典型行业如半导体、工业金属、化学制药等；二是周期稳健方向，地缘冲突叠加全球资本开支扩大，工业金属、石油石化等周期资源品仍有望供需持续受益；三是红利优选方向，在美债 5%上方、加息未终结的环境下，提供波动平滑与股息底仓重点关注盈利较为稳定或有改善、分红持续的银行、食品饮料等行业。综合景气、盈利、估值和资金面，11 月建议重点关注**电子（半导体、元件）、化学制药、工业金属、石油石化、食品饮料和银行等**。

赛道选择层面，11 月重点关注 5 大边际改善的赛道：国产算力、海外算力、银行、创新药和有色金属。

下载日志已记录，仅供内部参考

四、流动性与资金供需

表 16：2026 年 10 月流动性概览

宏观流动性概览		2026-10	2026-09	变化
逆回购净投放(亿元)		2345	3140	↓
国库现金定存(亿元)		-700	0	↓
降准投放(亿元)		0	-3	↓
MLF净投放(亿元)		-2000	2000	↓
买断式逆回购净投放(亿元)		4000	0	↑
国债净买入（亿元）		0	1000	↓
7天逆回购利率(%)		1.40	1.40	→
DR007(%)		1.39	1.37	+2bp
R007(%)		1.43	1.38	+5bp
十年期国债收益率(%)		1.65	1.68	-3bp
微观流动性影响因素(亿元)		2026-10	2026-09	变化
资金供给	偏股类公募基金发行	202	317	↓
	ETF净流入规模	3802	445	↑
	融资净买入	-1837	-950	↓
	股票回购	222	198	↑
资金需求	重要股东净减持	-1	309	↓
	IPO融资	40	258	↓
	限售解禁	3036	2647	↑
	定增上市规模	281	421	↓
二级市场资金净流入(可跟踪资金估算)		1847	-1177	↑

资料来源：Wind，招商证券

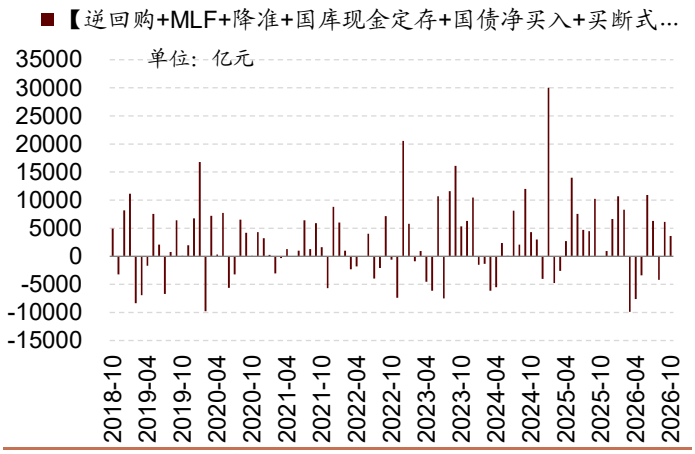
1、国内政策与宏观流动性

■ 国内流动性：11 月资金面有望保持平稳

2026 年 10 月资金面整体呈现“央行精准调控、中期流动性净投放、资金利率中枢下移、月末边际收敛”的特征——央行通过 3 个月和 6 个月期买断式逆回购分别净投放 2000 亿元，合计净投放 4000 亿元；MLF 缩量续作 7000 亿元，净回笼 2000 亿元，整体实现中期流动性净投放 2000 亿元。同时，央行于 10 月 21 日至 11 月 2 日连续开展隔夜逆回购操作，单日操作上限为 1 万亿元，精准对冲税期、政府债缴款及跨月资金需求。资金价格方面，10 月 DR001、DR007 整体呈现先降后升走势，月中 DR001 一度降至 1.25%附近，DR007 维持在 1.32%左右，均明显低于 7 天期 OMO 利率（1.4%）。值得关注的是，10 月 19 日央行释放政策利率“换锚”信号，提出研究择机将公开市场主要操作品种切换为隔夜，货币政策调控框架进一步向短端利率引导转变。展望 11 月，考虑到央行维持流动性充裕的政策基调未变，预计将继续通过隔夜逆回购、MLF 及买断式逆回购等工具灵活调节资金供给，平滑政府债发行及月内税期扰动，资金利率有望维持低位运行，后续重点关注政策利率“换锚”的落地节奏及其对资金利率中枢的影响。

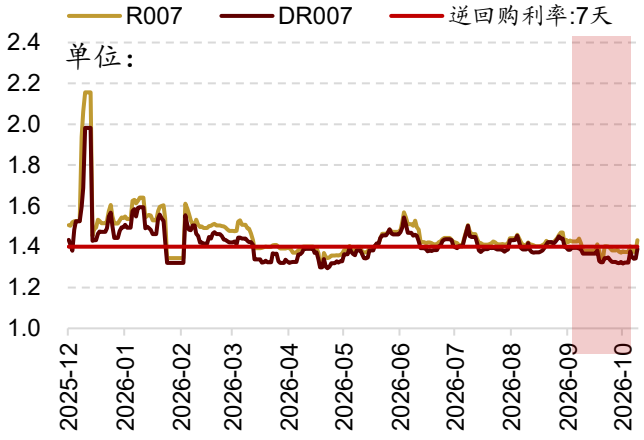
下载日志已记录，仅供内部参考

图 56：10 月央行公开市场净投放



资料来源：Wind、招商证券

图 57：10 月利率围绕政策利率窄幅运行



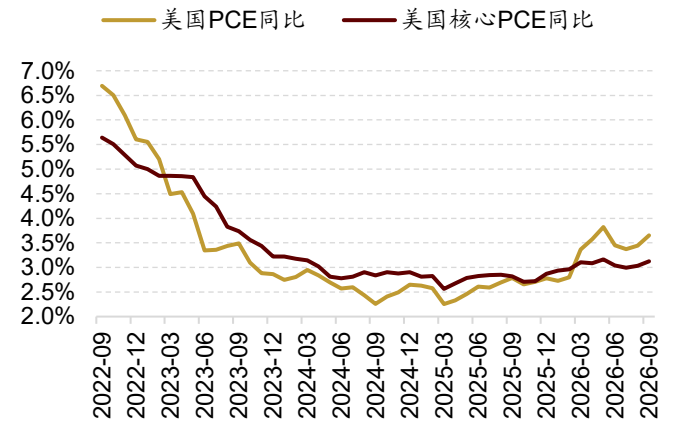
资料来源：Wind、招商证券

■ 外部流动性：加息扰动仍在

美联储内部对于进一步加息具有较强的预期基础，但何时加息、是否加速加息，核心仍取决于能源价格冲击能否扩散至更广泛的商品和服务价格，并推动长期通胀预期上升。**目前 12 月加息 25 BP 仍是当前美联储未来利率路径的基准情形。**根据 CME FedWatch，截至 10 月 30 日，市场对 12 月加息 25 个基点的押注超 70%，并预计加息周期将延续至 2027 年，明年底前将加息 50 BP 至 4.25%-4.50%。

展望后续，决定美联储加息节奏的核心变量仍是通胀，尤其需要关注能源价格上涨带来的二次通胀风险。当前能源价格已成为推动通胀反弹的重要因素，原油价格自 7 月以来重新逐步走高，目前布伦特原油现货价格已重新升温至 110 美元/桶上方区间。而 **11 月 3 日美国中期选举后的美伊冲突走向可能进一步放大这一风险，据报道，美国已提醒中东盟友为选举后可能再次对伊朗发动军事打击及伊朗报复做好准备，但美国尚未作出最终决定。**

图 58：美国 9 月 PCE 回升



资料来源：Wind、招商证券

图 59：市场预期美联储 12 月加息概率为 72.1%

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2026/12/9	0.0%	27.9%	72.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2027/1/27	0.0%	19.5%	58.9%	21.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	8.9%	37.5%	41.8%	11.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	6.6%	30.2%	40.7%	19.4%	3.0%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.0%	4.3%	21.9%	37.0%	27.0%	8.8%	1.1%	0.0%
2027/7/28	0.0%	4.0%	20.7%	36.0%	27.6%	10.0%	1.6%	0.1%
2027/9/15	0.0%	3.6%	19.0%	34.4%	28.5%	11.8%	2.4%	0.2%
2027/10/27	0.0%	3.8%	19.2%	34.4%	28.3%	11.7%	2.4%	0.2%
2027/12/8	0.4%	5.4%	20.8%	33.7%	26.5%	10.7%	2.2%	0.2%

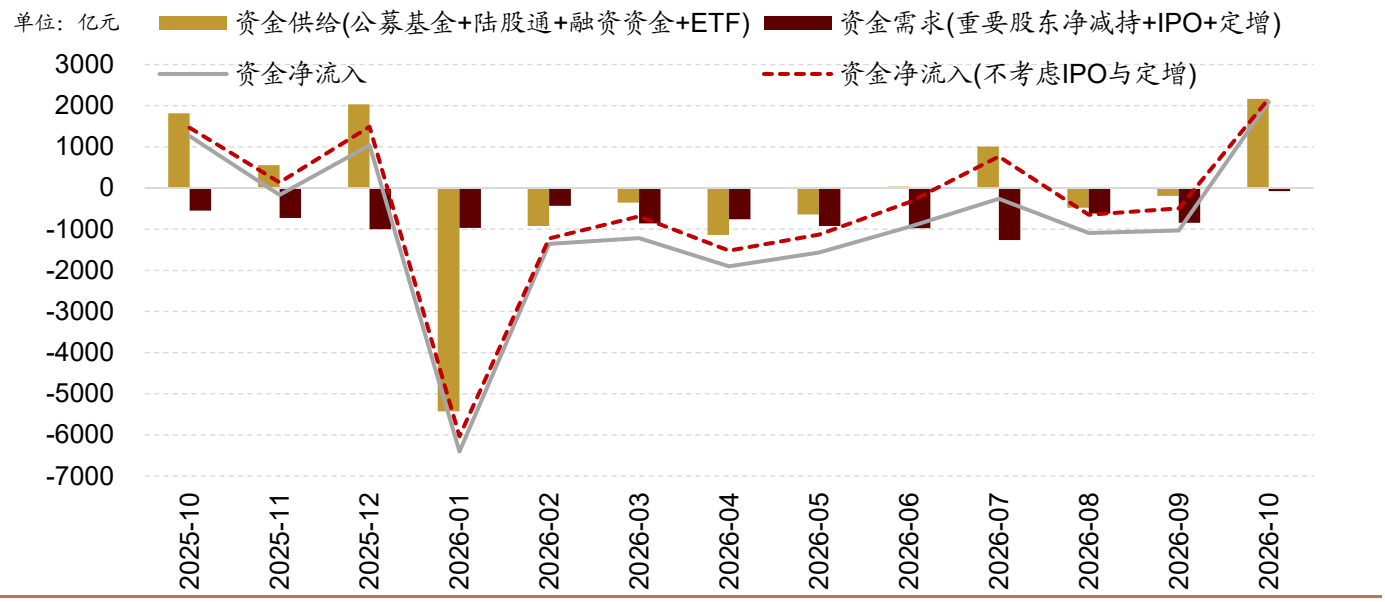
资料来源：CME、招商证券（截至 2026/10/30）

2、股市资金供需

10 月股票市场可跟踪资金转为净流入，ETF 净流入对冲融资净流出。资金供给端，新发偏股基金规模较 9 月回落；融资资金风险偏好回落，净流出加速；ETF 逆势净流入托底市场。**资金需求端**，重要股东近两年以来首次净增持；IPO 发行规模减少，再融资规模回落，资金需求规模回落。**10 月主力增量资金方面，ETF 成为市场主力增量资金。**

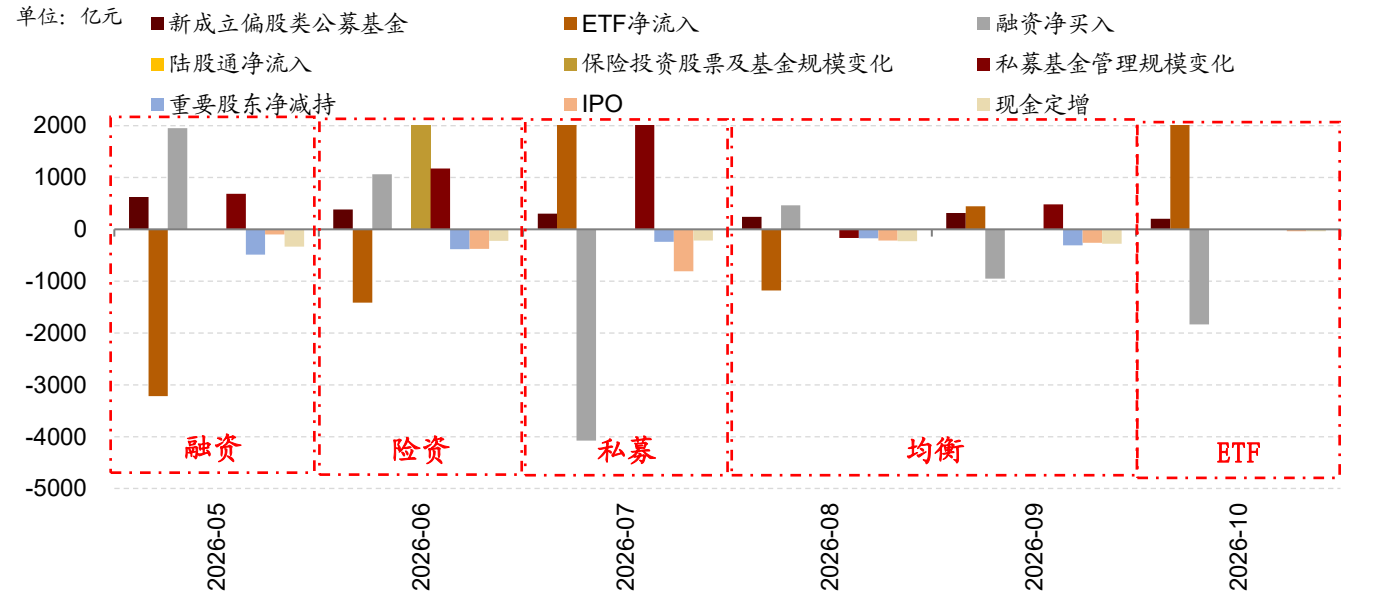
下载日志已记录，仅供内部参考

图 60：A 股月度资金供需与主力资金变化



资料来源：Wind，招商证券
注：公募基金更新至 2026/10、融资资金更新至 2026/10/29；陆股通更新至 2026Q2、险资更新至 2026Q2；私募基金数据更新至 2026/9；

图 61：A 股主力资金变化



资料来源：Wind，招商证券
注：公募基金更新至 2026/10、融资资金更新至 2026/10/29；陆股通更新至 2026Q2、险资更新至 2026Q2；私募基金数据更新至 2026/9；

下载日志已记录，仅供内部参考

表 17：10 月各类资金行业流向

当月各类资金净买入额（亿元）					最近四周各类资金行业流向走势			
行业	融资资金	ETF	重要股东净增持	合计（↓）	行业	融资资金	ETF	重要股东增减持
电子	-630.37	1051.09	6.59	427.32	农林牧渔			
银行	-25.48	322.48	0.00	297.00	基础化工			
非银金融	-40.45	221.17	0.17	180.89	钢铁			
医药生物	-49.66	200.91	-10.69	140.57	有色金属			
电力设备	-193.66	317.28	-1.56	122.06	电子			
食品饮料	-33.34	125.86	23.33	115.85	家用电器			
国防军工	-31.24	95.06	-3.99	59.83	食品饮料			
交通运输	-12.48	67.64	0.84	56.00	纺织服饰			
计算机	-81.06	140.17	-4.41	54.70	轻工制造			
通信	-309.04	360.40	-1.53	49.83	医药生物			
家用电器	-13.94	65.65	-3.08	48.63	公用事业			
汽车	-41.19	77.45	3.33	39.59	交通运输			
石油石化	-2.69	37.22	1.72	36.25	房地产			
传媒	-17.93	47.36	-1.60	27.82	商贸零售			
煤炭	-3.75	29.80	0.53	26.58	社会服务			
公用事业	-32.31	53.96	3.34	24.99	综合			
农林牧渔	-14.19	33.67	0.00	19.48	建筑材料			
建筑装饰	-16.34	32.33	-2.65	13.34	建筑装饰			
机械设备	-124.93	140.59	-6.03	9.64	电力设备			
有色金属	-103.80	112.31	0.26	8.78	国防军工			
纺织服饰	-0.82	5.92	1.09	6.19	计算机			
钢铁	-7.76	12.34	0.06	4.64	传媒			
商贸零售	-4.77	12.57	-3.35	4.45	通信			
房地产	-9.15	14.00	-2.01	2.85	银行			
美容护理	-1.25	4.40	-0.87	2.29	非银金融			
综合	-1.13	0.72	1.49	1.08	汽车			
社会服务	-4.03	4.49	-0.84	-0.37	机械设备			
轻工制造	-4.84	3.31	-0.85	-2.38	煤炭			
建筑材料	-21.63	16.84	2.15	-2.64	石油石化			
环保	-12.13	6.40	1.72	-4.00	环保			
基础化工	-68.18	47.80	-2.11	-22.49	美容护理			
合计	-1913.52	3661.20	1.10	1748.78				

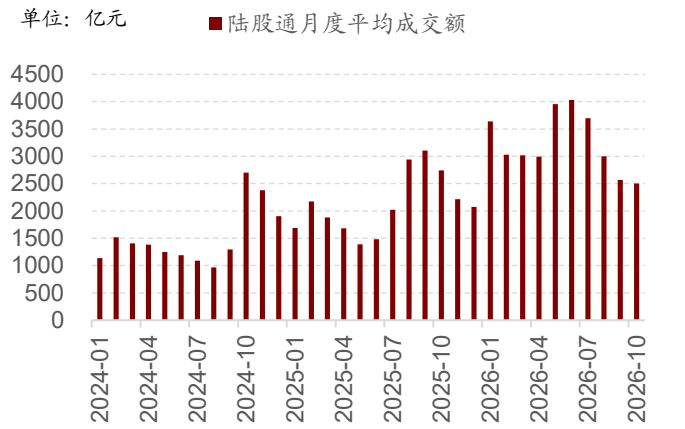
资料来源：Wind、招商证券

■ 外资

10 月初，受能源价格上涨、通胀预期反复及美联储紧缩预期影响，10 年期美债收益率于 10 月 5 日升至 5.31%，创年内高位，对全球权益资产估值形成明显压制。10 月 28 日，美联储以 10 比 2 的投票结果维持联邦基金利率在 3.75%—4.00%区间，两名官员支持加息，反映内部鹰派立场仍存，市场对货币政策转向宽松的预期持续受到抑制。10 月北向日均成交额延续回落。

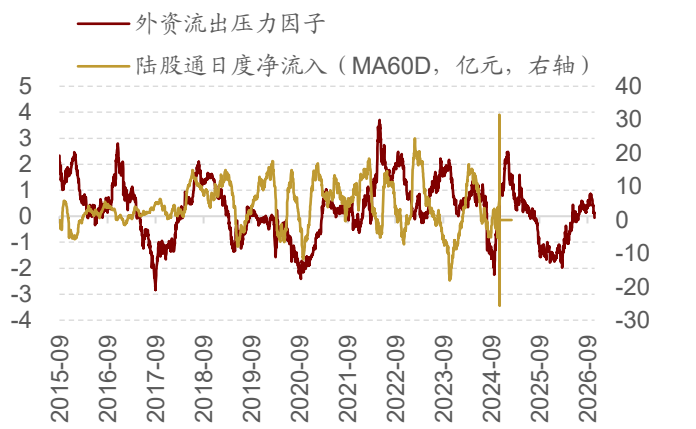
下载日志已记录，仅供内部参考

图 62：10 月北向资金日均成交额有所回落



资料来源：Wind、招商证券

图 63：10 月以来外资流出压力减小

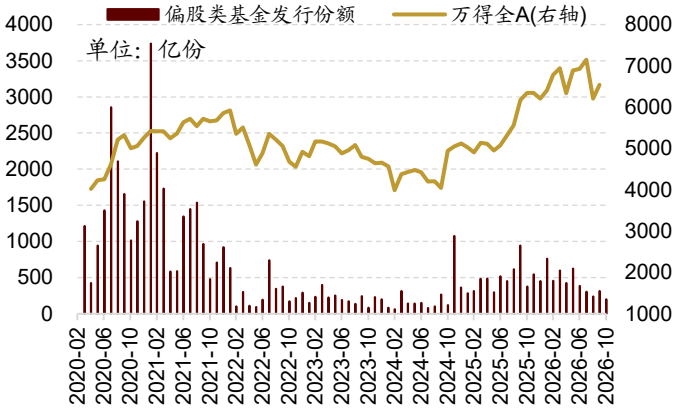


资料来源：Wind、招商证券

■ 基金发行与 ETF 申赎

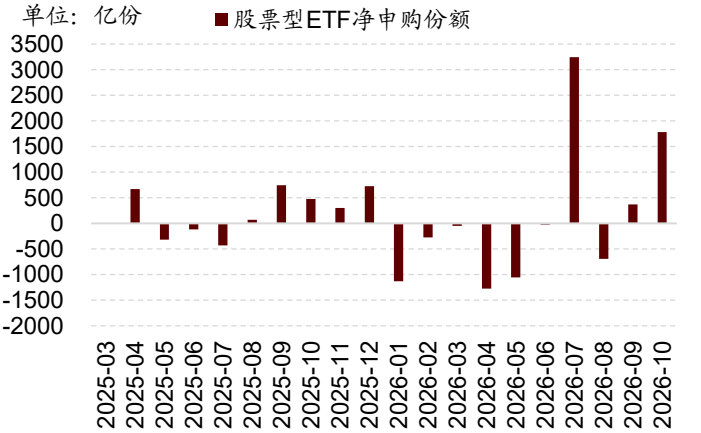
10 月偏股类公募基金发行规模有所回落，9 月主动与被动偏股基金发行份额 416 亿份，较 8 月前值 295 亿份回升。2026 年 9 月，股票型公募基金份额较 26 年 8 月末增加 288 亿份，混合型基金份额减少 23 亿份，二者合计增加 265 亿份。考虑到当月新成立份额后，估算 9 月偏股类老基金净赎回 151 亿份，净赎回比例为 0.23%。10 月 ETF 净申购 1785 亿份，对应净流入 3802 亿元。

图 64：10 月偏股基金发行份额回落



资料来源：Wind、招商证券

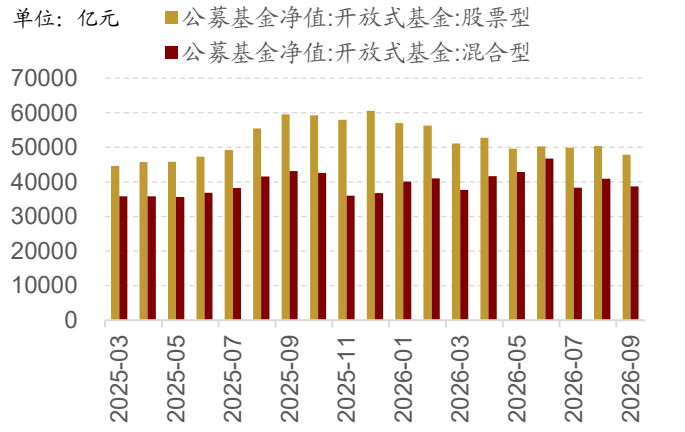
图 65：10 月股票型 ETF 转为净申购



资料来源：Wind、招商证券

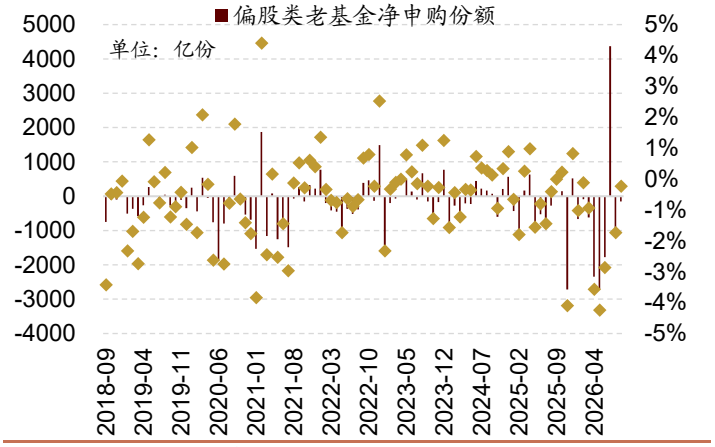
下载日志已记录，仅供内部参考

图 66：9 月偏股类公募基金净值回落



资料来源：Wind、招商证券

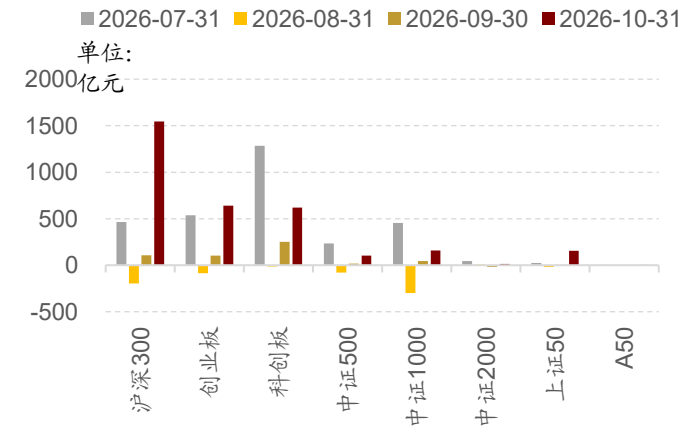
图 67：9 月偏股类老基金小幅赎回



资料来源：Wind、招商证券

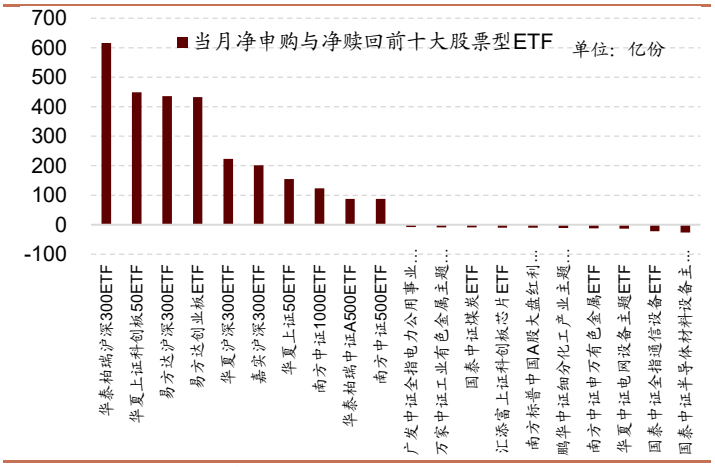
结构上，10 月沪深 300ETF 净申购规模扩大，净申购规模靠前的宽基指数 ETF 主要是沪深 300、创业板、中证 1000 相关的 ETF；净赎回靠前的主要是半导体、通信设备等 ETF。

图 68：10 月科创板 ETF 大幅净申购



资料来源：Wind、招商证券

图 69：9 月净申购与净赎回份额最高的前十大 ETF



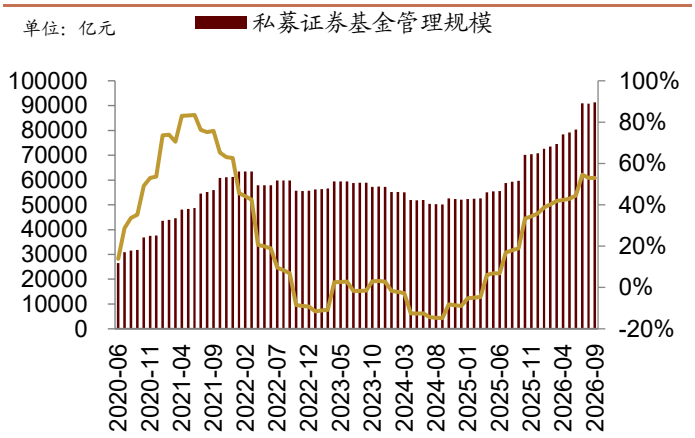
资料来源：Wind、招商证券

■ 私募基金

基金业协会最新数据显示，截至 2026 年 9 月，私募基金管理规模 9.13 万亿元，管理只数 8.43 万只，分别较 2026 年 8 月增加 481 亿元和 163 只，9 月私募基金管理规模继续回升。此外 9 月新增私募证券投资基金备案规模 246 亿元，新增私募证券投资基金备案数量 1058 只，新增备案规模较 8 月前值再度回落。

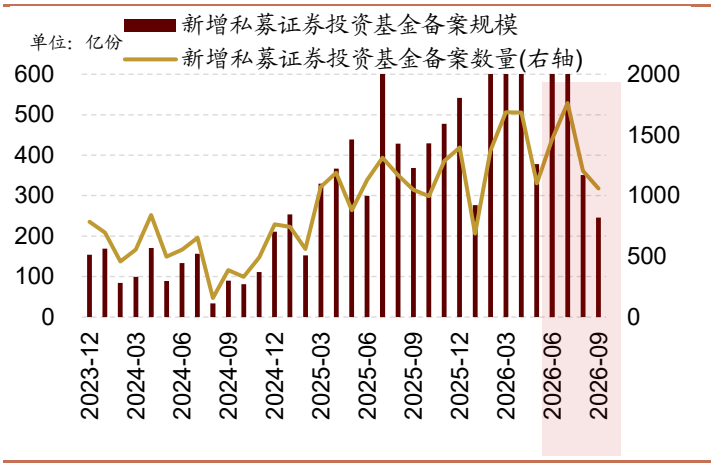
下载日志已记录，仅供内部参考

图 70：9 月私募证券基金管理规模继续增长



资料来源：Wind、招商证券

图 71：9 月私募证券基金新增备案规模回落

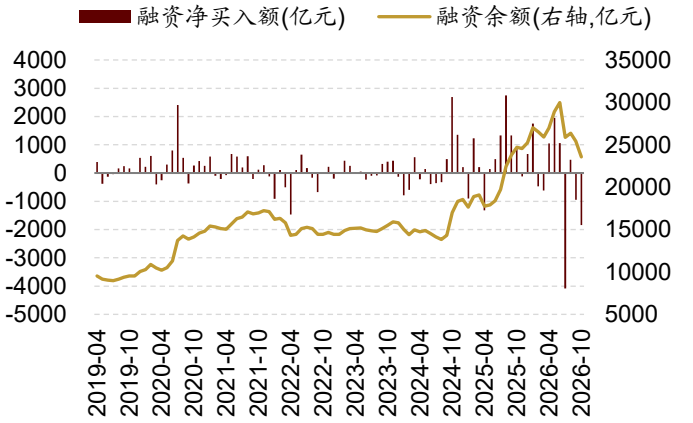


资料来源：Wind、招商证券

■ 融资资金

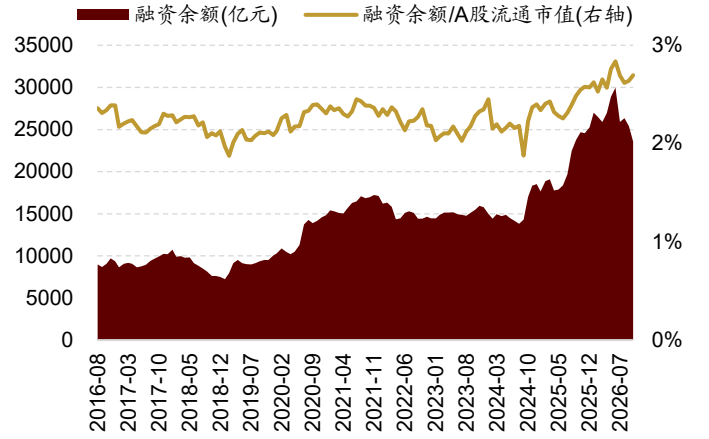
截至 2026 年 10 月 29 日，融资余额 2.36 万亿元，当月融资净流出规模由 9 月净流出 950 亿元增加为净流出 1837 亿元，融资余额占 A 股流通市值的比例由 9 月前值 2.64%升至 2.70%，处于 2010 年以来的 90.95%分位。

图 72：10 月融资资金净流出



资料来源：Wind、招商证券

图 73：10 月融资余额占 A 股流通市值比例回升



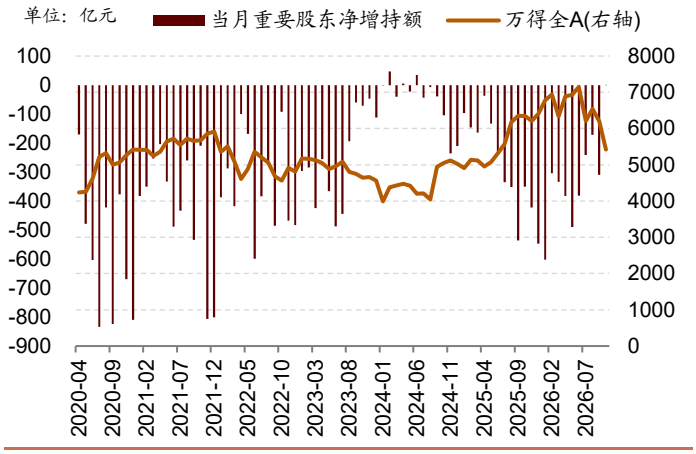
资料来源：Wind、招商证券

■ 限售解禁与股东增减持

10 月重要股东增持 96 亿元，减持 95 亿元，净增持亿元，为近两年来首次净增持。2026 年 11 月解禁规模为年内新低，解禁主要集中在创业板。

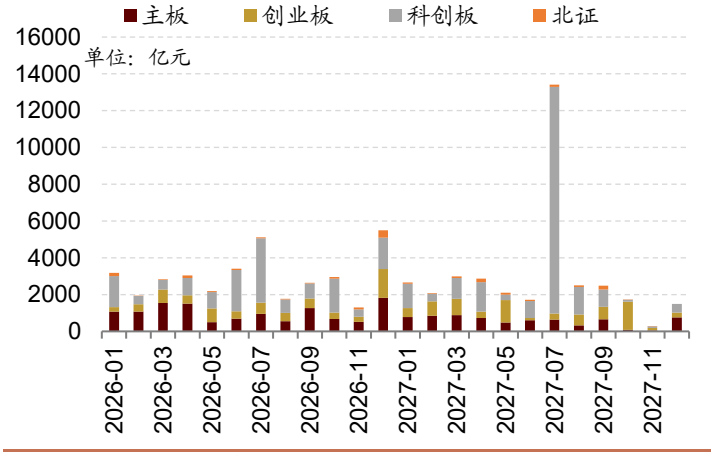
下载日志已记录，仅供内部参考

图 74：10 月重要股东转为净增持



资料来源：Wind、招商证券

图 75：限售解禁规模板块分布

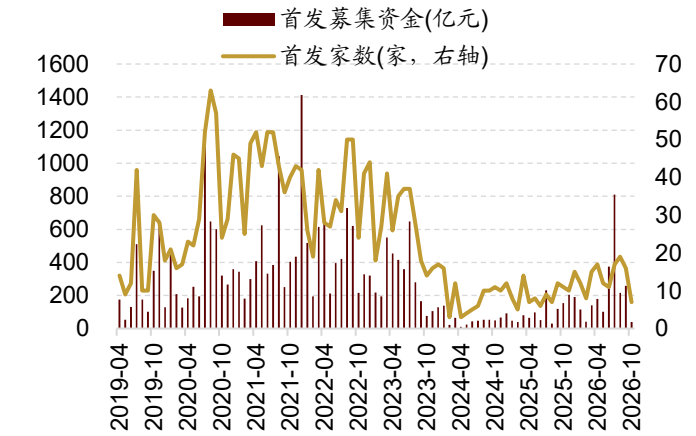


资料来源：Wind、招商证券

■ IPO 及再融资

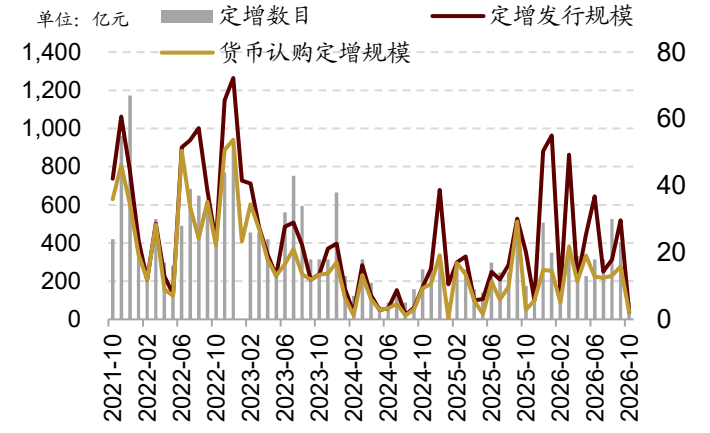
以发行日期为参考，2026 年 10 月有 7 家公司 IPO，合计募资规模 40 亿元，较 9 月前值 258 亿元回落。按发行日期统计，10 月货币认购定增募资规模 37 亿元，较 9 月前值 519 亿元回落。展望 2026 年 11 月，IPO 发行规模或有望保持平稳。

图 76：10 月 IPO 发行规模回落



资料来源：Wind、招商证券

图 77：10 月货币认购定增规模回落



资料来源：Wind、招商证券

3、小结

11 月增量资金供需有望净流入，ETF 有望继续成为主力增量资金。宏观流动性方面，外部流动性方面，10 月美联储议息会议以 10 比 2 的投票结果维持政策利率在 3.75%—4.00%不变，两名官员支持加息，整体政策立场仍偏鹰派。叠加美国三季度 GDP 增长超预期、9 月核心 PCE 同比维持在 3.1%的高位，通胀黏性与经济韧性对宽松预期形成压制。展望后市，12 月美联储仍存在进一步加息的可能，后续政策路径将高度依赖通胀及就业数据验证，美债收益率或继续高位震荡。**股票市场资金供需方面，**10 月股票市场可跟踪资金转为净流入，ETF 净流入对冲融资净流出。资金供给端，新发偏股基金规模较 9 月回落；融资资金风险偏好回落，净流出加速；ETF 逆势净流入托底市场。资金需求端，重要股东近两年以来首次净增持；IPO 发行规模减少，再融资规模回落，资金需求规模回落。10 月主力增量资金方面，ETF 成为市场主力增量资金。

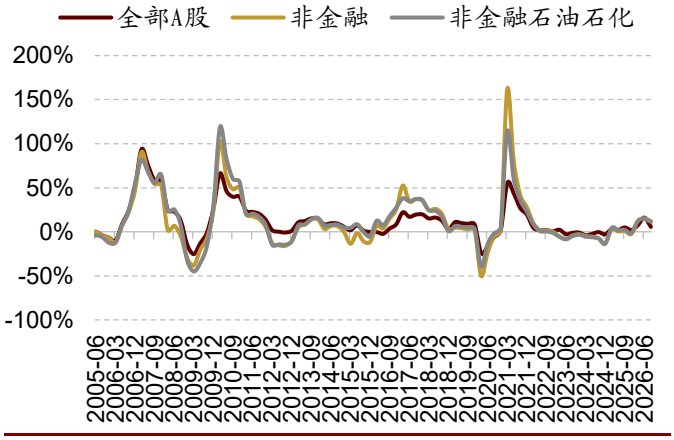
下载日志已记录，仅供内部参考

五、企业盈利和中观景气：关注盈利韧性与分红持续领域

1. 三季度盈利增速放缓，信息技术与资源品保持领先，医药行业盈利明显改善

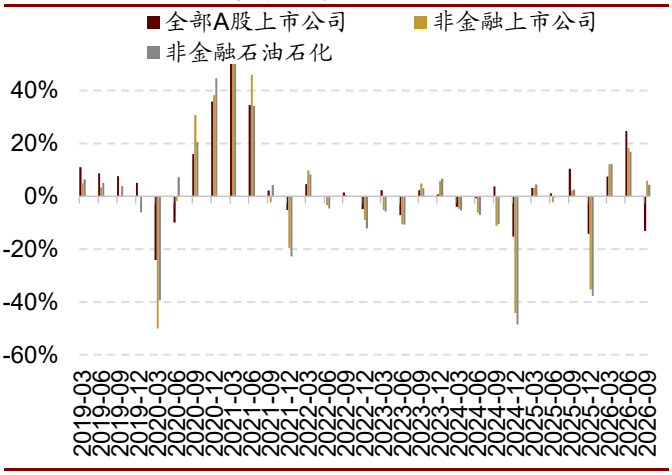
截至10月31日上午，A股上市公司业绩披露率99.9%，根据一致可比口径和整体法测算，全A 2026Q1/2026Q/2026Q3单季度净利润增速依次为 7.5%/25.1%/-13.2%。非金融石油石化 2026Q1/2026Q2/2026Q3 单季度净利润增速为12.3%/17.5%/4.4%。

图 78：不同板块累计净利润同比增速放缓



资料来源：Wind、招商证券

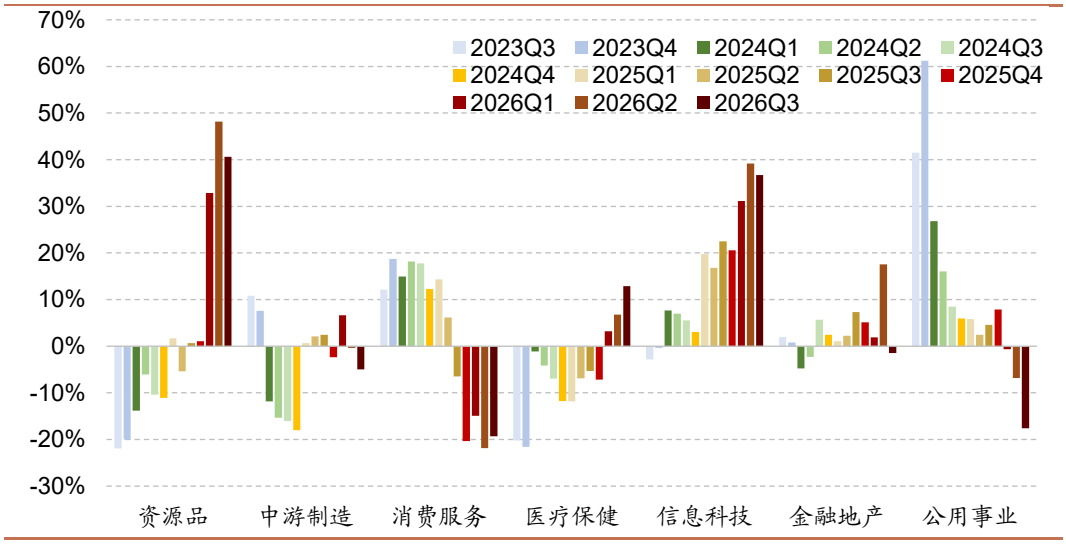
图 79：不同板块单季度净利润同比增速回落



资料来源：Wind、招商证券

2026Q3 业绩强弱：信息科技>医疗保健>资源品>消费服务>中游制造>金融地产>公用事业，多数大类行业单季度盈利放缓。业绩保持较快增长的大类行业主要是信息科技、医疗保健和资源品，其中信息科技增速领先，医疗保健环比改善幅度最大。

图 80：大类行业净利润累计同比增速



资料来源：Wind，招商证券

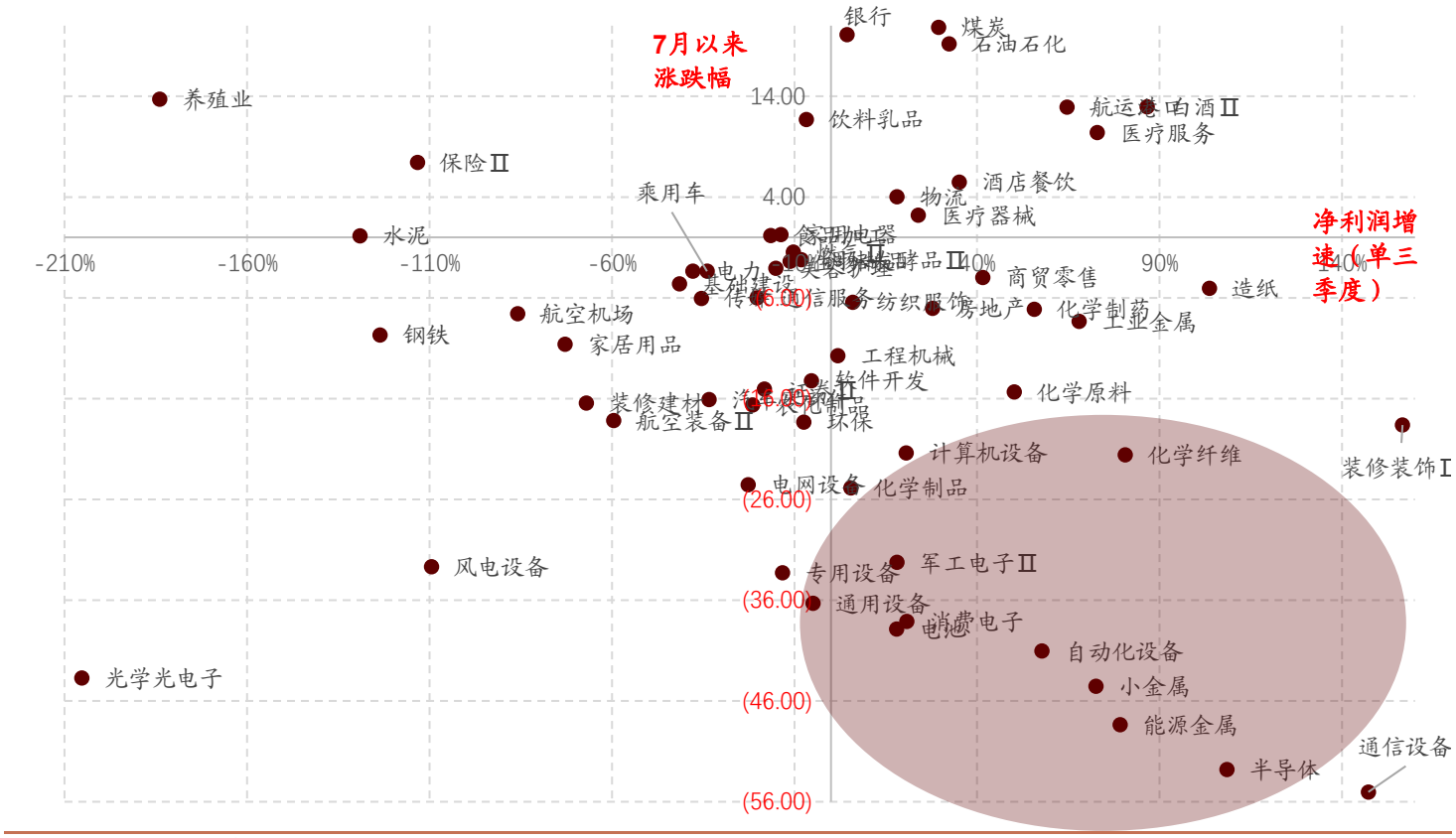
细分行业中，2026Q3 净利润增速居前的行业大多集中在**科技、涨价资源品和部分消费服务业，**依次为电子、有色金属、商贸零售、食品饮料、石油石化、煤炭、房地产、医药生物、通信、计算机、基础化工。

2026Q3 相比 2026Q2 业绩改善的行业集中在：**低基数改善的消费板块**（专业连锁、一般零售、白酒、酒店餐饮、服装家纺、休闲食品），**创新药投融资回暖驱动医药生物，AI 算力建设拉动的 TMT 细分领域**（元件、通信设备、非金属材料、电子化学品），**以及玻璃玻纤、航运港口等。**而农林牧渔、钢铁、光伏设备、公用事业等行业仍处于深度负增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

综合业绩、分红、行业估值等维度，重点推荐关注：1）盈利韧性较高，但前期跌幅较大方向的反弹机会，如半导体、通信设备、能源金属、小金属、自动化设备、化学纤维、军工电子等；**2）分红稳定、现金流质量较好的方向，**如

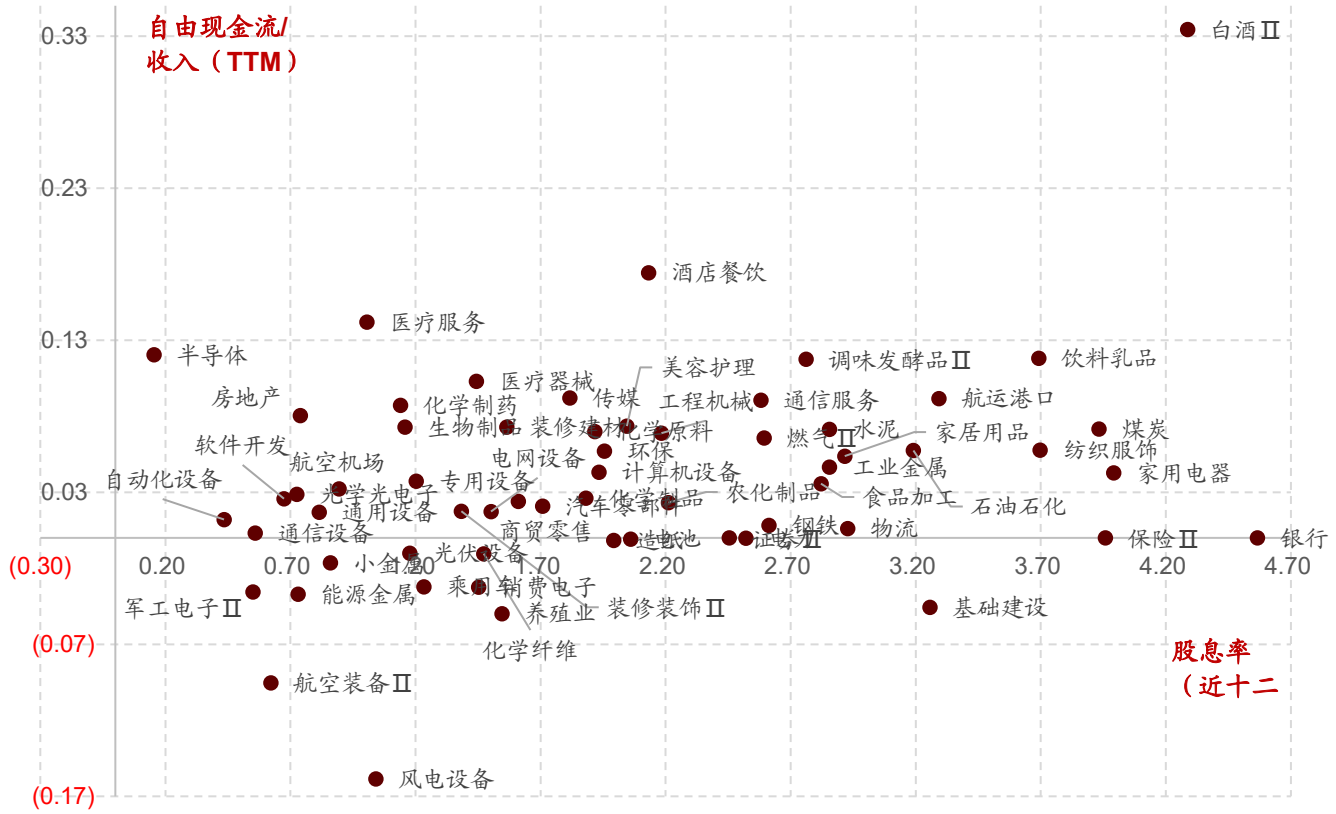
图 81：关注前期跌幅较大、业绩增长仍强劲领域超跌反弹的机会



资料来源：Wind，招商证券；

下载日志已记录，仅供内部参考

图 82：分红较高、现金流质量较好的方向：白酒、煤炭、饮料乳品、航运港口、银行等



资料来源：Wind，招商证券

2. 10 月行业景气度总览及细分领域变化

10 月份景气较高的领域主要集中在上游资源品和部分信息技术板块。资源品板块水泥、原油及多数化工品价格上涨；信息技术领域存储器价格涨跌分化；中游制造板块新能源产业链价格大多下行，汽车产销同比降幅扩大；金融地产板块 A 股交投活跃度下行，地产成交仍偏弱；消费服务板块白酒、生鲜乳价格上行；公用事业燃气价格上行。

表 18：10 月行业景气度核心变化总览

大类行业	细分行业	景气变动：本期核心指标变动情况	趋势	总体
上游资源品	钢材	10 月钢材成交量环比下行，重点企业粗钢日均产量下行；钢坯价格下行，螺纹钢价格下行，唐山钢坯库存上行，主要钢材品种库存下行，港口铁矿石库存上行。	↓	↑
	煤炭	10 月秦皇岛港山西优混平仓价上行，京唐港山西主焦煤库提价下行，焦煤期货价格下行，焦炭期货价格下行，秦皇岛港煤炭库存下行，京唐港炼焦煤库存下行，天津港焦炭库存下行	↑	
	有色	9 月工业金属价格、库存涨跌分化。铜、铝、锌价格月环比上行，锡、钴、镍、铅价格月环比下行；铜、锌、镍库存月环比上行，铝、锡、铅库存月环比下行。贵金属方面，黄金、白银期现货价格普遍下行。小金属方面，稀土价格上行，锑价格小幅下行。	↓	
	建材	10 月全国水泥价格指数上行，西北、长江、华东、中南地区水泥价格指数上行，东北、华北、西南地区水泥价格指数下行；玻璃期货的结算价高开低走，月环比下行	↑	
	化工	9 月国际原油价格普遍上行，化工产品价格指数上行。Brent、WTI 原油现货价格月环比上行。化工产品价格指数月环比上行。无机化工品价格多数上行，其中醋酸涨幅居前；有机化工品价格多数上行，其中甲苯、纯苯、二甲苯涨幅居前。	↑	
中游制造	电气设备	10 月新能源产业链价格大多下行，电解液、多数正极材料和锂原材料、钴产品价格下跌	↓	↓
	光伏	本月光伏行业综合价格指数上行，其中电池片价格指数上行，硅片价格指数下行，组件、硅料价格指数保持不变	↑	
	机械	9 月工业机器人、金属切削机床产量三个月滚动同比增幅收窄；9 月主要企业工程机械销售三个月滚动同比增速表现分化；9 月各类挖掘机销量、各类装载机销量同比增幅收窄；9 月包装专用设备产量三个月滚动同比降幅扩大，金属成形机床产量三个月滚动同比增幅扩大	↓	

下载日志已记录，仅供内部参考

	汽车	9 月汽车、乘用车产销三个月滚动同比降幅扩大，新能源汽车产销三个月滚动同比增幅收窄；9 月重卡销量三个月滚动同比由正转负	↓	
	交运	本月中国港口货物周吞吐量四周滚动均值月环比下行、集装箱周吞吐量四周滚动均值月环比上行；BDI、CCFI 下行，BDTI、CCBFI 上行	-	
消费服务	农林牧渔	10 月猪肉批发价下行，仔猪均价下行，生猪均价下行，自繁自养生猪养殖利润、外购仔猪养殖利润均下行。肉鸡苗平均价格上行，全国鸡肉市场价下行。玉米期货价格、棉花期货价格均下行，寿光蔬菜价格指数上行	↓	↑
	食品饮料	10 月主产区生鲜乳价格上行，白酒批发价格总指数上行，名酒批发价格总指数上行	↑	
	票房	10 月票房收入十日均值、电影票价十日均值月环比下行，观影人次周均值、上映场次周均值均上行	-	
	纺织服装	10 月中国轻纺城日均成交量下行	↓	
	家用电器	空冰洗彩零售额四周滚动均值同比降幅收窄，11 月空调排产计划值同比下行，12 月空调排产计划值同比上行。11 月冰箱冷柜排产计划值同比由正转负，洗衣机排产计划值同比增幅扩大	↑	
	航运	9 月民航正班客座率同比上行，民航旅客周转量同比福收窄，民航货邮周转量同比增幅扩大	↑	
信息技术	电子	10 月费城半导体指数下行、台湾半导体行业指数下行、DXI 指数上行；DRAM 存储器价格涨跌分化， NAND 指数月环比下行，DRAM 指数月环比上行；9 月智能手机产量三个月滚动同比降幅扩大；9 月台股电子厂商营收普遍改善；9 月集成电路产量三个月滚动同比增幅收窄；9 月北美 PCB 出货量三个月滚动同比增幅收窄，订单量三个月滚动同比增幅扩大；8 月全球半导体销售额同比增幅扩大；9 月集成电路进口、出口金额同比增幅扩大；9 月 LED 芯片台股营收同比由负转正，MLCC 台股营收同比增幅收窄；9 月日本半导体制造设备出货额三个月滚动同比增幅扩大	-	-
金融地产	地产	**10 月土地成交溢价率月环比下行，30 大中城市商品房成交面积月环比上行。**9 月房屋竣工面积、商品房销售额、房屋新开面积、商品房销售面积、房地产开发投资完成额同比降幅扩大	↓	
	证券	A 股换手率、成交额下行	↓	↓
	银行	货币市场净回笼；1 周/2 周 SHIBOR 利率月环比下行，1 年期/3 年期国债到期收益率月环比下行。人民币兑美元升值。	↓	
公用事业	燃气	9 月我国天然气出厂价上行，英国天然气期货结算价上行	↑	
	基建	1-9 月份铁路固定资产投资完成额累计同比增幅收窄	↓	↓
	电力	9 月全国重点电厂日均发电量 12 周滚动同比降幅扩大	↓	

资料来源：Wind，招商证券

● 上游资源品：水泥价格指数上行，工业金属价格多数下行

10 月份南华工业品价格月环比下行 0.27%。钢材方面，10 月钢材成交量环比下行，重点企业粗钢日均产量下行。钢坯价格下行，螺纹钢价格下行，唐山钢坯库存上行，主要钢材品种库存下行，港口铁矿石库存上行。煤炭方面， 10 月秦皇岛港山西优混平仓价上行，京唐港山西主焦煤库提价下行，焦煤期货价格下行，焦炭期货价格下行，秦皇岛港煤炭库存下行，京唐港炼焦煤库存下行，天津港焦炭库存下行。

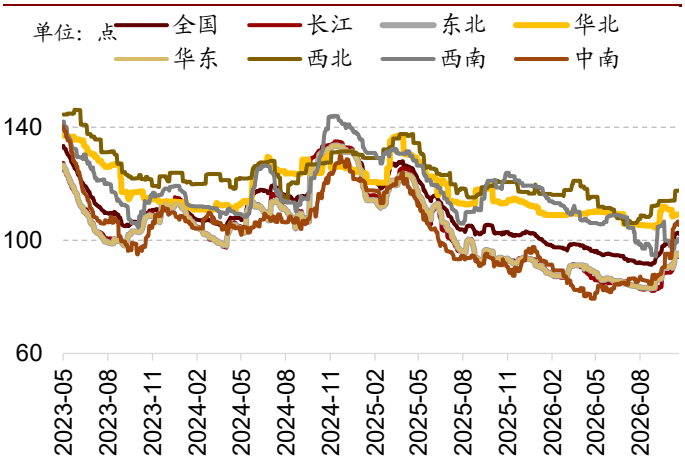
10 月全国水泥价格指数上行，西北、长江、华东、中南地区水泥价格指数上行，东北、华北、西南地区水泥价格指数下行；玻璃期货的结算价高开低走，月环比下行。

图 83：10 月份南华工业品价格月环比下行 0.27%



资料来源：Wind、招商证券

图 84：10 月全国水泥价格指数上行



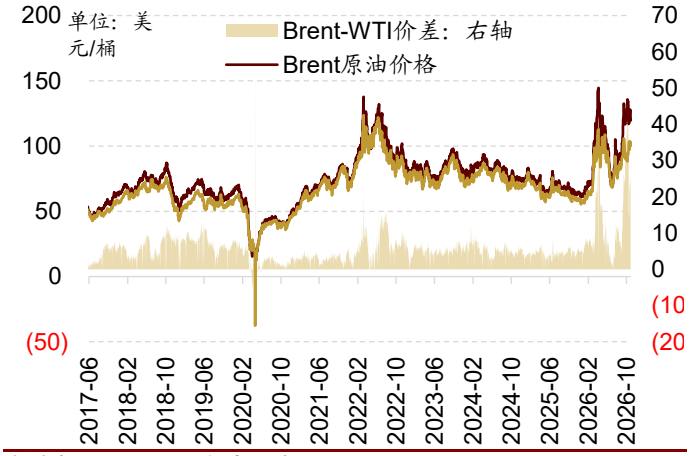
资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

10 月国际原油价格涨跌分化，化工产品价格指数上行。截至 10 月 28 日，Brent 原油现货价格月环比下行 2.68%，WTI 原油现货价格月环比上行 10.99%。截至 10 月 27 日，化工产品价格指数月环比上行 1.88%。无机化工品价格多数下行，其中硫酸、醋酸跌幅居前，钛白粉价格持平；有机化工品价格多数上行，其中苯酚、二乙二醇、苯乙烯涨幅居前，沥青价格下跌。

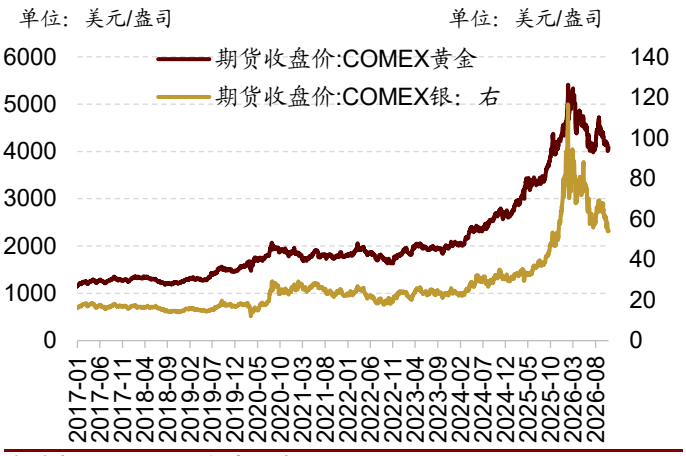
10 月工业金属价格多数下行，有色金属库存多数下行。截至 10 月 28 日，铅价格月环比上行，铜、铝、锌、锡、钴、镍价格月环比下行，其中钴、镍、锡跌幅居前；铜、锌库存月环比上行，铝、锡、铅、镍库存月环比下行，其中锌库存增幅居前，铅、锡库存降幅居前。贵金属方面，截至 10 月 28 日，黄金、白银现货价格普遍下行，其中伦敦白银现货价格跌幅居前。小金属方面，稀土、锑价格均下行，其中锑价格跌幅较大。

图 85：10 月 Brent 原油现货价格涨跌分化



资料来源：Wind、招商证券

图 86：黄金、白银现货价格下行

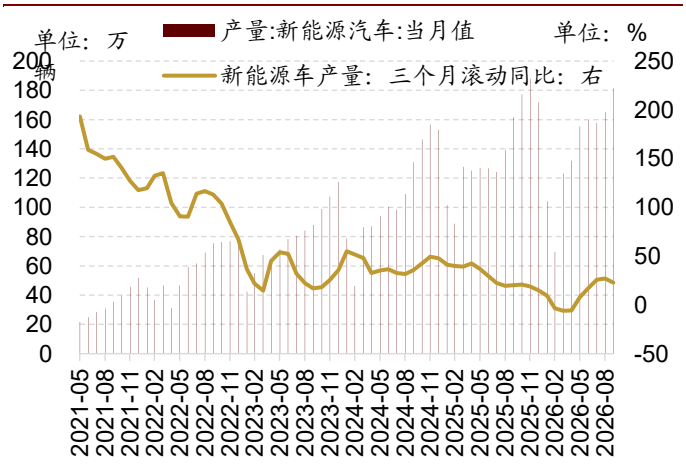


资料来源：Wind、招商证券

● 中游制造业：9 月新能源汽车产销三个月滚动同比增幅收窄，9 月工业机器人产量三个月滚动同比增幅收窄

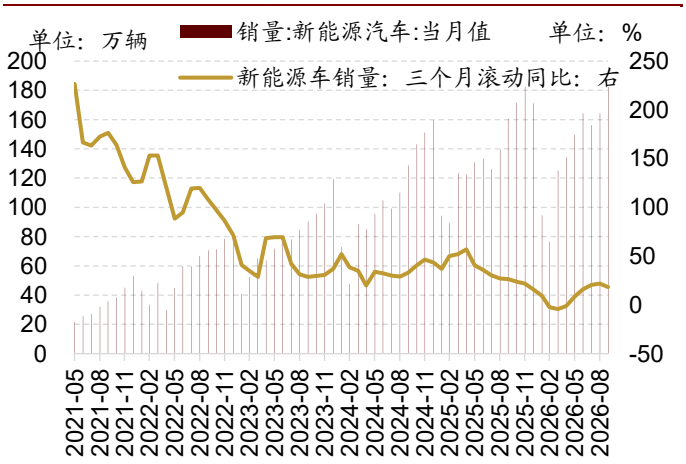
9 月新能源汽车产销同比增幅收窄，三个月滚动同比增幅收窄。根据中国汽车工业协会数据，9 月新能源汽车产销分别完成 181.38 万辆和 182.25 万辆，环比分别上升 9.74%和 10.90%，同比分别增长 16.90%和 13.62%，三个月滚动同比增幅分别收窄至 22.90%和 18.36%。1—9 月累计新能源汽车产销分别完成 1248.30 万辆和 1247.22 万辆，同比分别增长 12.00%和 11.08%。

图 87：9 月新能源汽车产量三个月滚动同比增幅收窄



资料来源：IFind、中国汽车工业协会、招商证券

图 88：9 月新能源汽车销量三个月滚动同比增幅收窄



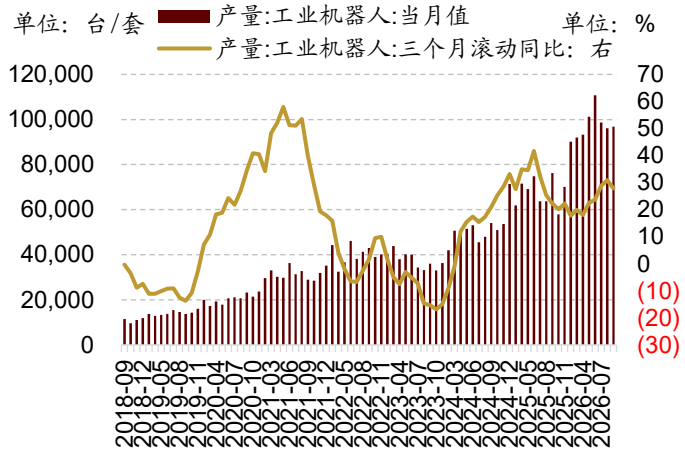
资料来源：IFind、中国汽车工业协会、招商证券

9 月工业机器人产量同比增幅收窄，三个月滚动同比增幅收窄。9 月工业机器人产量为 9.68 万台/套，当月同比增幅收窄 15.70 个百分点至 18.90%，三个月滚动同比增幅收窄 3.07 个百分点至 27.90%；1-9 月累计产量为 79.48 万台/套，累计同比增幅扩大 0.10 个百分点至 29.10%。

下载日志已记录，仅供内部参考

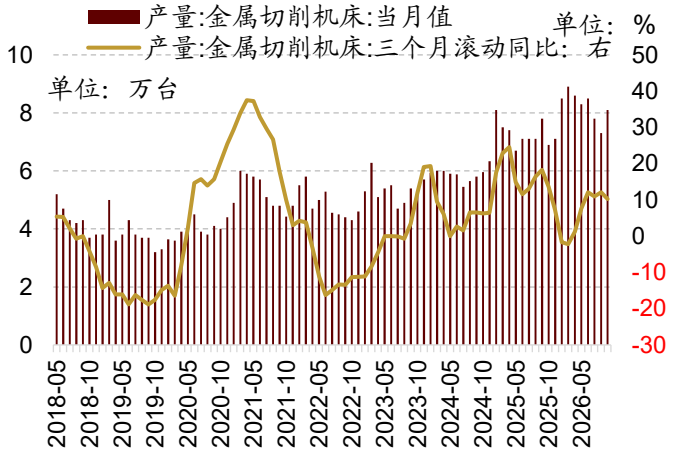
9 月金属切削机床产量同比增幅收窄，三个月滚动同比增幅收窄。9 月金属切削机床产量为 8.10 万台，同比增幅收窄 1.60 个百分点至 12.50%，三个月滚动同比增幅收窄 1.87 个百分点至 10.20%。1-9 月金属切削机床累计产量为 66.70 万台，同比增幅扩大 1.30 个百分点至 10.10%。

图 89：9 月工业机器人产量三个月滚动同比增幅收窄



资料来源：Wind、招商证券

图 90：9 月金属切削机床产量三个月滚动同比增幅收窄



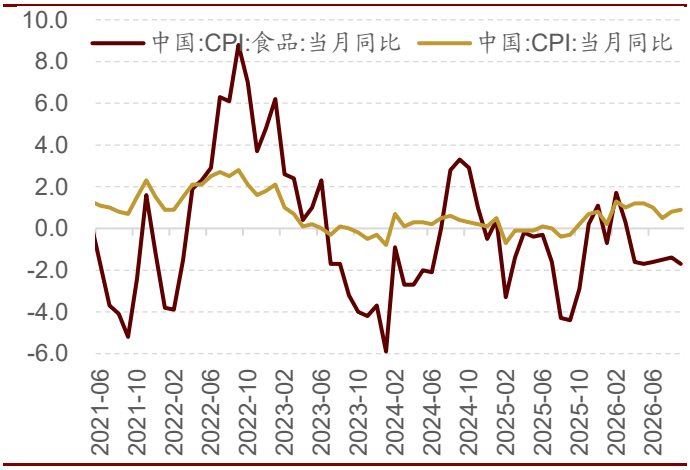
资料来源：Wind、招商证券

● 消费服务：9 月居民消费价格指数同比增幅收窄，生猪养殖盈利下行

9 月份，全国居民消费价格指数（CPI）同比涨幅扩大至 0.9%，食品类 CPI 同比降幅扩大至-1.7%。

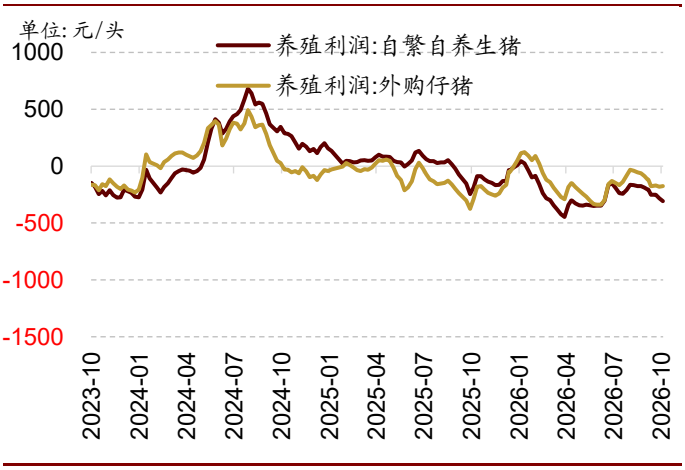
10 月主产区生鲜乳价格上行，白酒批发价格总指数上行，名酒批发价格总指数上行。猪肉批发价下行，仔猪均价下行，生猪均价下行，自繁自养生猪养殖利润、外购仔猪养殖利润均下行。肉鸡苗平均价格上行，全国鸡肉市场价下行。玉米期货价格、棉花期货价格均下行，寿光蔬菜价格指数上行。

图 91：9 月居民消费价格指数同比增幅扩大至 0.9%



资料来源：Wind、招商证券

图 92：生猪养殖利润月环比下行



资料来源：Wind、招商证券

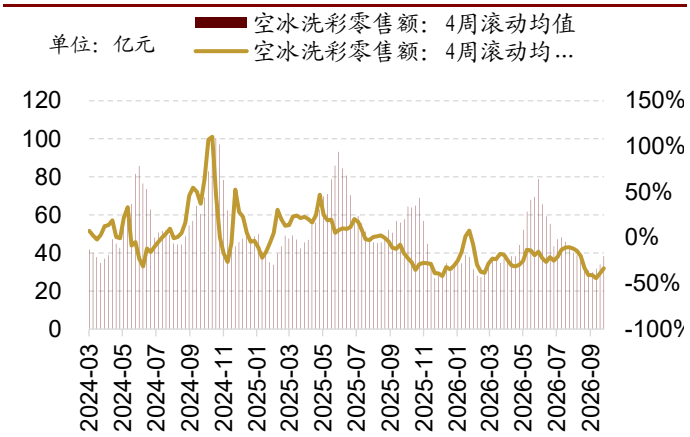
10 月票房收入十日均值、电影票价十日均值月环比下行，观影人次周均值、上映场次周均值均上行。

10 月中国轻纺城日均成交量下行。**10 月空冰洗彩零售额四周滚动均值同比降幅收窄，11 月空调排产计划值同比下行，12 月空调排产计划值同比上行。11 月冰箱冷柜排产计划值同比由正转负，洗衣机排产计划值同比增幅扩大。**

9 月民航正班客座率为 86.5%，同比上行 0.2 个百分点。

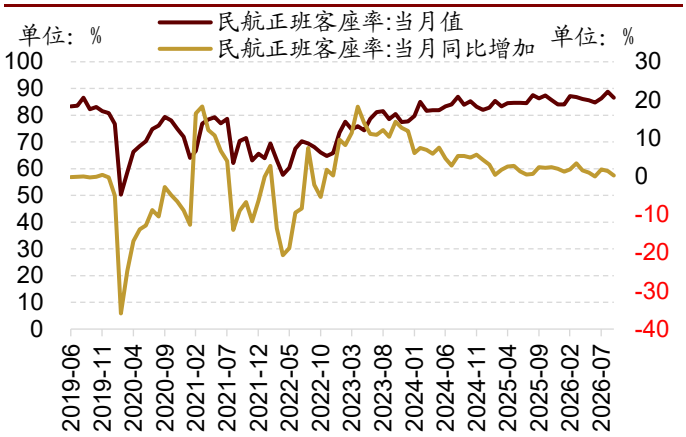
下载日志已记录，仅供内部参考

图 93：10 月空冰洗彩零售额四周滚动均值同比降幅收窄



资料来源：Wind、招商证券

图 94：9 月民航正班客座率同比上行

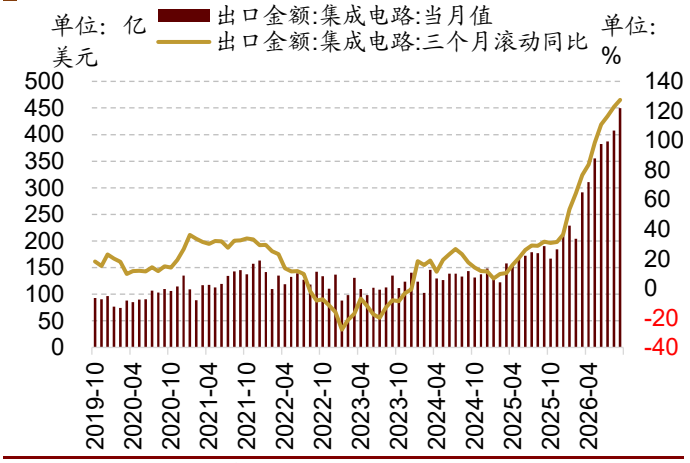


资料来源：Wind、招商证券

● 信息技术：9 月集成电路出口金额三个月滚动同比增幅扩大，日本半导体制造设备出货额三个月滚动同比增幅扩大

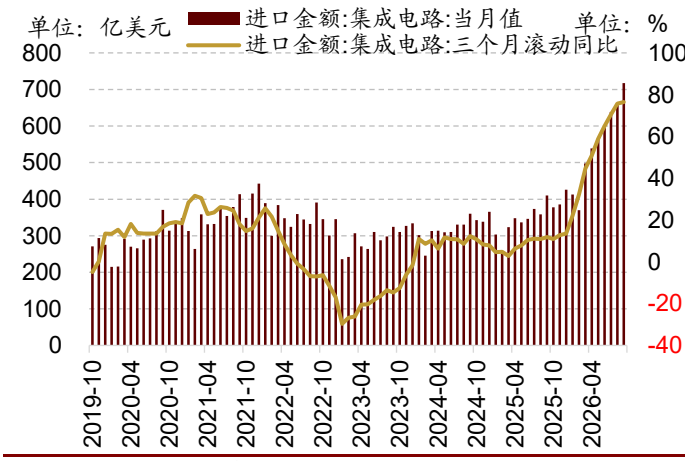
9 月集成电路进口金额同比增幅收窄、出口金额同比增幅扩大，三个月滚动同比增幅均扩大，当月贸易逆差扩大。9 月集成电路进口金额为 717.16 亿美元，当月同比增幅收窄 8.92 个百分点至 74.70%，三个月滚动同比增幅扩大 0.79 个百分点至 76.48%；集成电路出口金额为 449.51 亿美元，当月同比增幅扩大 6.17 个百分点至 136.00%，三个月滚动同比增幅扩大 4.71 个百分点至 127.47%。当月贸易逆差环比扩大 6.67%至 267.65 亿美元。

图 95：9 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 96：9 月集成电路进口金额三月滚动同比增幅扩大

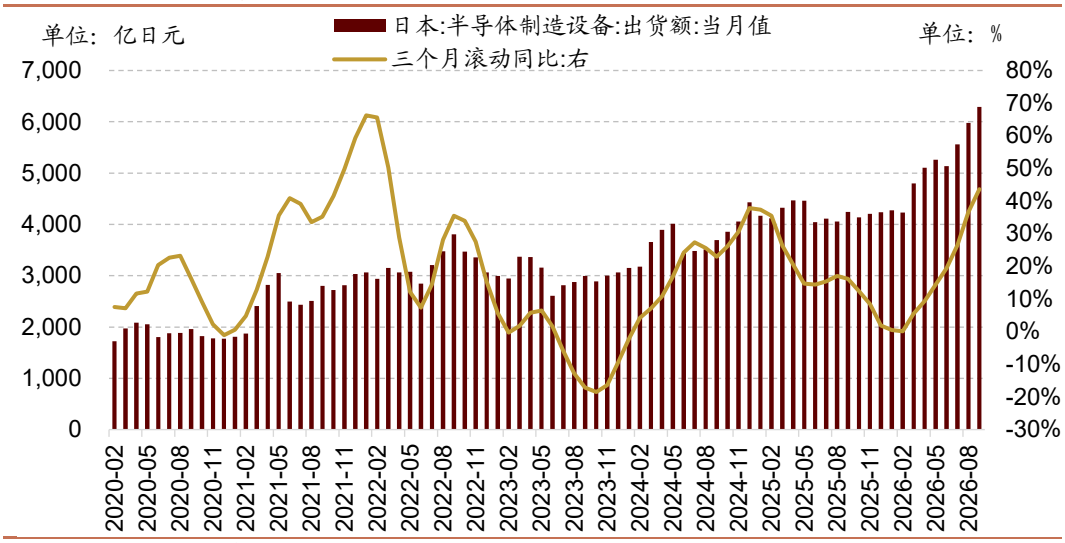


资料来源：Wind、招商证券

9 月日本半导体制造设备出货额当月同比、三个月滚动同比增幅均扩大。9 月日本半导体制造设备出货额为 6,290.40 亿日元，月环比上行 5.21%，当月同比增幅扩大 0.80 个百分点至 48.15%，三个月滚动同比增幅扩大 7.10 个百分点至 43.65%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 97：9 月日本半导体制造设备出货额三个月滚动同比增幅扩大



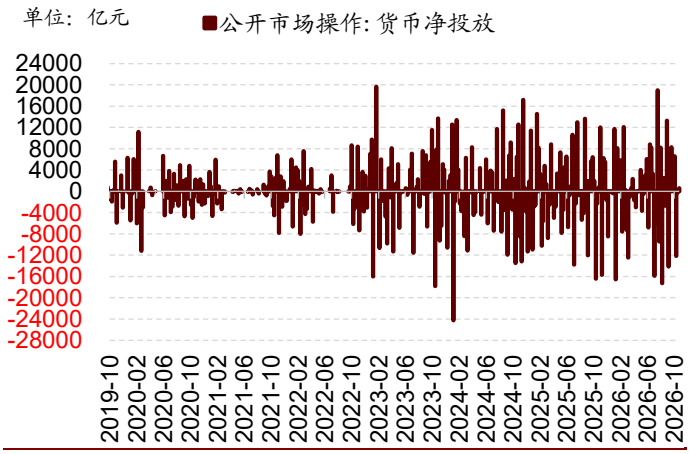
资料来源：Wind，招商证券

● 金融地产：A 股成交额下行，30 大中城市商品房成交面积上行

货币市场净回笼；1 周/2 周 SHIBOR 利率月环比下行，1 年期/3 年期国债到期收益率月环比下行。截至 10 月 28 日，1 周/2 周 SHIBOR 月环比分别下行 5bp/4bp，**债券收益率方面，**1 年期/3 年期国债到期收益率月环比分别下行 5bp/4bp。**汇率方面，**截至 10 月 29 日，美元兑人民币中间价月环比下行 0.39%，人民币兑美元升值。

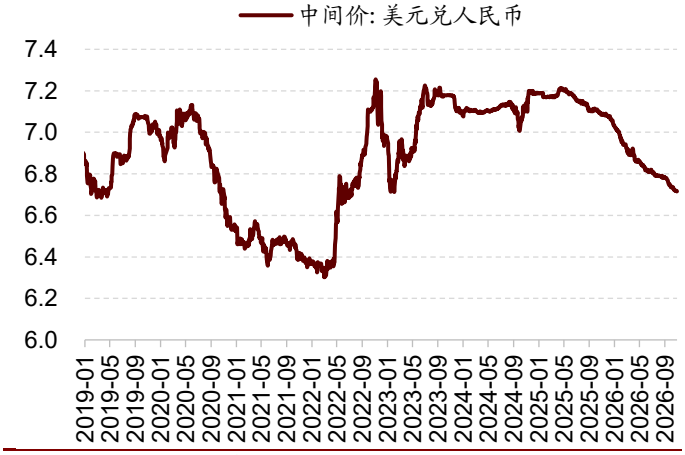
A 股换手率、成交额下行。截至 10 月 28 日，上证 A 股换手率五日均值月环比下行 0.06 个百分点至 1.17%；沪深两市日成交额五日均值月环比下行 7.80%。

图 98：9 月货币市场净回笼



资料来源：Wind、招商证券

图 99：上证 A 股换手率五日均值月环比下行

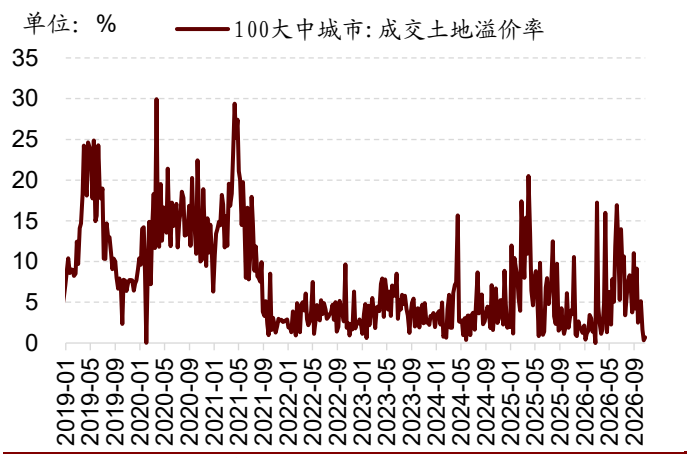


资料来源：Wind、招商证券

10 月土地成交溢价率月环比下行，30 大中城市商品房成交面积月环比上行。截至 10 月 25 日，100 大中城市土地成交溢价率当周值月环比下行 2.73 个百分点；截至 10 月 28 日，30 大中城市商品房成交面积 7 日均值月环比上行 7.14%。

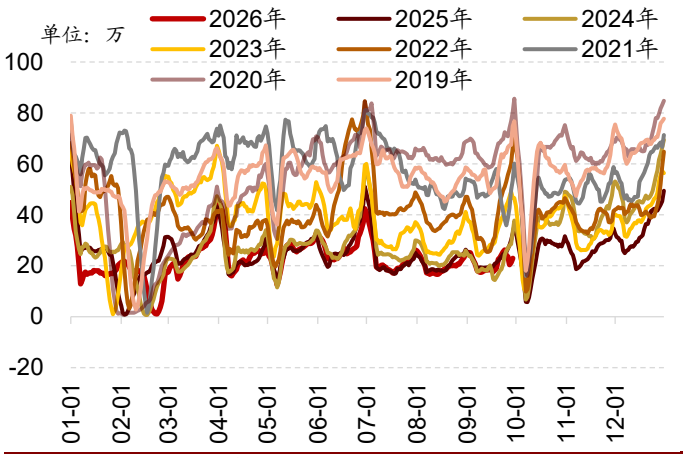
下载日志已记录，仅供内部参考

图 100：土地成交溢价率月环比下行



资料来源：Wind、招商证券

图 101：30 大中城市商品房成交面积月环比上行



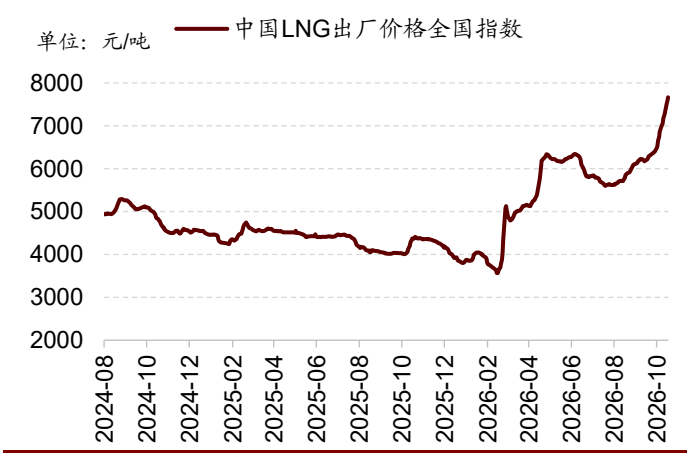
资料来源：Wind、招商证券

● 公用事业：我国天然气出厂价上行，1-9 月铁路固投同比增幅收窄

我国天然气出厂价上行，英国天然气期货结算价上行。截至 10 月 28 日，我国天然气出厂价报 7665 元/吨，月环比上行 23.27%；英国天然气期货结算价月环比上行 35.73%至 248.73 便士/色姆。

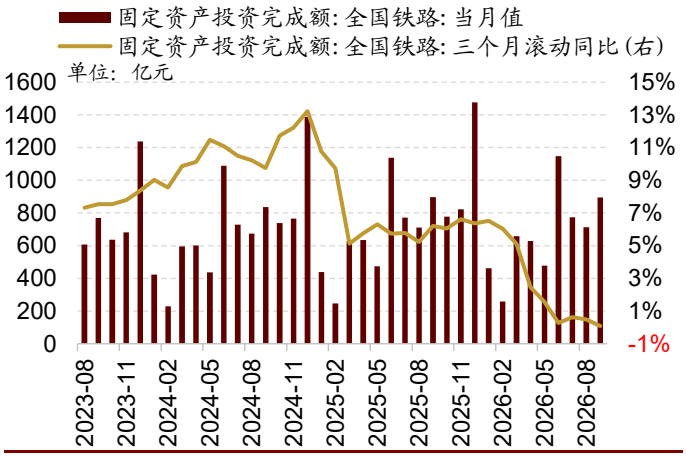
1-9 月份铁路固定资产投资完成额累计值为 6012 亿元，同比上行 1.26%，前值上行 1.53%，增幅收窄。

图 102：9 月中国 LNG 天然气出厂价环比上行



资料来源：Wind、招商证券

图 103：9 月铁路固投三个月滚动同比增幅收窄



资料来源：Wind、招商证券

➢ 中观景气和行业推荐小结

中观层面，景气分化在报表端得到确认，关注业绩端的“去伪存真”与行业的超跌修复。盈利方面，AI 硬件保持业绩领先增速，但高基数背景下环比有所放缓，三季度电子单季度净利同比+65.8%，存储、覆铜板与 PCB、光模块构成的涨价传导链条延续。**周期板块稳健性最强，**铜矿 2026 年几乎无增量、电解铝受产能上限约束，有色单三季度净利润+60.9%居各行业前列；煤炭与石油石化等在海外扰动油价高企的背景下单季度实现约 30%左右的增速。消费板块低位修复，食品饮料、纺织服饰、商贸零售等受益于较低基数和内需政策，三季度业绩低位修复。红利资产则在利率高位阶段凸显类债属性，银行、煤炭、交通运输等行业保持稳健增速和持续分红。**景气方面，**10 月份景气较高的领域主要集中在上游资源品和部分信息技术板块。资源品板块水泥、原油及多数化工品价格上涨；信息技术领域存储器价格涨跌分化；中游制造板块新能源产业链价格大多下行，汽车产销同比降幅扩大；金融地产板块 A 股交投活跃度下行，地产成交仍偏弱；消费服务板块白酒、生鲜乳价格上行；公用事业燃气价格上行。

综合来看，11 月不宜押注单一风格，推荐围绕**“超跌反弹、周期稳健、红利优选”**的思路均衡配置，重点关注以下方向：一是超跌反弹方向，前期跌幅最深、三季报兑现度最高，是分母端缓和后弹性最大的品种，典型行业如半导体、

下载日志已记录，仅供内部参考

工业金属、化学制药等；二是周期稳健方向，地缘冲突叠加全球资本开支扩大，工业金属、石油石化等周期资源品仍有望供需持续受益；三是红利优选方向，在美债 5%上方、加息未终结的环境下，提供波动平滑与股息底仓重点关注盈利较为稳定或有改善、分红持续的银行、食品饮料等行业。综合景气、盈利、估值和资金面，11 月建议重点关注**电子（半导体、元件）、化学制药、工业金属、石油石化、食品饮料和银行等。**

表 19：近期值得关注的细分行业推荐

细分行业	推荐理由
电子（半导体、电子化学品）（801080.SI）	**情绪性回调已至阶段尾声，叠加端侧/算力催化与存储涨价共振，材料与设备“量价+国产替代”双轮驱动。**1）产业层面，12 月起 AI 眼镜、手机等端侧产品密集推出，端侧 SoC 迎“量价齐升”窗口，海外云厂商算力投入以及国内先进制程扩产，仍对芯片、PCB、光学器件等环节形成需求支撑；2）半导体材料涨价由点到面扩散，AI 与存储高景气、能源与物流成本共振推升价格，存储价格上涨则有望沿库存重估和利润率改善路径，推动存储芯片、模组及封测企业盈利上修。3）前期电子板块调整主要源于海外高利率压制、AI 资本开支回报担忧及机构持仓松动，随着估值和交易拥挤度明显回落，筹码压力逐步释放，板块已进入基本面重新定价阶段。4）晶圆厂扩产、设备更新和供应链安全需求持续推进，半导体设备、零部件及关键材料兼具下游订单增长、产品价格改善和国产替代空间。
医药生物 801150.SI	**超跌后估值与持仓处低位，行业需求锚定与政策催化共振。**1）政策催化或密集落地，新版国家医保目录与商保创新药目录预计 11 月公布，检验类医疗服务价格“同检同价、技耗分离”落地，有望缓解 IVD 价费扰动、提升可预期性。2）出海端，国产创新药通过海外授权、产品出海和国际临床扩大收入边界。全球药企开始系统性采购中国资产，BD 首付款改善现金流、里程碑付款抬升远期价值。3）业绩端，医药行业三季度盈利进一步改善，自由现金流收入占比持续提升，上游 CXO 订单与收入增速修复，老龄化与医疗健康刚需构成长期需求底盘，政策重心逐步由单纯控费转向支持原创研发和国际化，景气有望持续上行。
工业金属（801055.SI）	**回调后性价比抬升，供给约束与新需求扩张共同支撑铜铝中期价值。**1）前期工业金属受美元和美债利率走强、宏观风险偏好下降以及获利盘兑现影响明显调整，板块估值与市场预期随之回落，配置性价比有所改善。2）供给端，全球铜矿品位下降、新增项目投产缓慢，矿端扰动使铜精矿供给保持偏紧；铝行业则受到国内产能上限、海外能源成本和电力供应约束，新增产能释放空间有限。3）需求端，传统地产链仍然偏弱，但电网投资、新能源车、储能及 AI 数据中心建设带来新的增量需求，尤其是数据中心电力接入、输配电系统和散热设施建设，将提高铜铝单位用量。4）若美元及美债利率见顶回落，工业金属还将获得金融属性修复。
石油石化(油服工程、炼化及贸易）（801960.SI）	**油价中枢维持高位，地缘溢价与资本开支扩张共同支撑上游及油服景气。**1）中东能源设施、原油运输通道及出口稳定性仍存在不确定性，全球原油库存处于相对低位，供应扰动容易放大价格弹性，预计油价短期仍将保持高位震荡。2）高油价直接改善油气开采企业的销售价格、利润和经营现金流，并增强大型油企增加勘探开发资本开支的能力，油服工程、海工装备及钻完井服务有望受益于订单增长和项目单价改善。3）“三桶油”等红利资产具配置价值，攻守兼备，适合作为红利底仓与相对收益抓手。
食品饮料（801950.SI）	**板块处于低估值、低持仓和低预期的三重底部，基本面边际改善与内需政策有望推动估值修复。**1）食饮行业当前估值及基金持仓均处历史低位，9-10 月白酒已取得阶段性超额收益，显示资金再平衡下板块的防御与修复价值正在提升；2）白酒方面，双节动销仍有压力，但同比降幅收窄，飞天茅台批价保持在 1700 元以上，渠道库存逐步下降；酒企主动控货稳价、下调经营目标，有助于加快渠道出清，行业调整进入后半程；3）大众品方面，原奶供需持续出清，奶价呈现企稳迹象，上游牧场盈利改善，下游乳企动销、库存和价盘趋于稳定，现金流优势较为突出。4）政策层面，扩大内需和加力促消费形成预期催化，叠加“双 11”等消费旺季，板块有望获得边际增量。
银行 801780.SI	**红利底仓与稳健基本面形成支撑，风险偏好回落有望强化板块相对收益。**1）银行的相对优势来自分红确定性。在市场波动加大、科技成长拥挤度较高的阶段，稳定现金流和较低 PB 能够吸引保险、理财及 ETF 等中长期资金。2）存款重定价推动负债成本下降，部分银行净息差已出现环比企稳迹象；信贷规模保持平稳增长，资产质量总体可控，三季报显示多数上市银行营收和利润延续温和修复，为分红稳定性提供支撑。3）政策稳增长、地方债务化解及地产风险处置预期，也有助于缓解市场对银行资产质量的担忧。

资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

六、赛道及产业趋势投资

1、11 月赛道和产业趋势重点关注

11 月重点关注 5 大边际改善的赛道：国产算力、海外算力、银行、创新药和有色金属。

表 20：11 月赛道推荐

推荐赛道	指数	推荐理由
国产算力	半导体设备指数（8841321.WI） 半导体材料（850813.SL） 先进封装（8841297.WI）	政策端，10 月 9 日国务院发布《关于发展新质生产力的意见》，明确提出全面实施“人工智能+”行动，加快人工智能对传统产业的改造，强化算力、算法、数据等高效供给，为国产算力基础设施建设和应用需求增长提供长期支撑。产业端，10 月湖北昇腾 950 千卡超节点业务正式上线，标志国产算力规模化部署持续推进；寒武纪、海光信息第三季度营收分别同比增长 104%、45%，进一步验证国产高端芯片市场需求。整体来看，“人工智能+”行动有望推动 AI 在更多行业加速渗透，带动训练及推理算力需求增长，政策支持与产业商业化进展形成共振。
海外算力	光模块指数（8841258.WI） PCB 概念（885959.TI）	10 月云厂商财报进一步体现“需求高增长、投资高强度”的并存格局。微软 Azure 收入同比增长 48%，谷歌云增长 103%，亚马逊 AWS 增长 39%，Meta 上调 2026 年资本开支下限至 1350 亿美元，说明 AI 基础设施扩张延续。产业端，英伟达 GTC 发布 Vera Rubin DSX POD，预集成方案使具备基础条件的站点部署时间由约 6 个月缩短至最短 14 天，强化液冷、高速互连和供配电的配置价值；同时英伟达新一代 GPU 正式启动交付，谷歌云宣布基于 Vera Rubin 的 A5X 实例计划于 2026 年 11 月正式开放。11 月建议优先关注光模块、光芯片、液冷及高端 PCB 中订单兑现较强的龙头。
银行	银行（881155.TI） 银行指数（CI005021.CI）	10 月科技成长板块调整加剧了资金对单一 AI 硬件赛道的集中暴露，基金三季度报告显示电子+通信板块的集中度仍然处于高位，年末机构持仓再平衡及红利风格的季节性表现，使银行成为降低组合波动的重要选择。相比对短期主题催化的依赖，银行具有股息回报相对稳定、盈利可预测性较强和估值波动较低等特点，优先选择分红可持续、资本充足率稳健的国有大行。
创新药	创新药（886015.TI） 生物医药（399441.SZ）	产业方面，10 月 19 日翰森制药与罗氏达成 ADC 项目合作，涉及 4 亿美元首付款及潜在超过 150 亿美元里程碑款；2026 年 ESMO 大会上，国内共有 29 项研究入选突破性摘要，5 项进入主席研讨会。业绩方面，药明康德第三季度营收 166 亿元、归母净利润 83 亿元，同比分别增长 38%和 137%；截至 9 月底持续经营业务在手订单 767 亿元，同比增长 36%，并上调全年收入指引，显示全球创新药研发及商业化生产需求保持韧性。此外，特朗普政府此前主张削减生物医药科研经费、强化药价管控及医药制造本土化，美国 11 月中期选举中若民主党如市场预期夺取众议院甚至全部两院，有望限制科研预算削减、改善医药研发环境，提振创新药投资信心。
有色金属	有色金属（884956.SI）	产业端，10 月国内铜铝库存节后明显去化，截至 10 月 29 日，国内铜社会库存降至约 8 万吨，较去年同期减少约 11 万吨；电解铝锭库存降至 54.9 万吨，较 9 月末减少 8.9 万吨，处于近四年同期低位。海外方面，11 月 3 日美国中期选举落地有望降低政策不确定性，两党此前已就能源基础设施审批达成初步共识，选后相关立法有望进一步推进，加快电网及能源项目建设，进一步释放铜铝等工业金属的中长期需求。

资料来源：招商证券

展望 11 月，配置思路围绕算力产业景气延续、科技股筹码消化与板块再平衡、海外宏观事件落地三条主线展开。尽管前期 AI 硬件经历估值调整，但机构持仓集中度仍较高，11 月资金将更加重视订单和业绩兑现，并在成长与稳健资产之间进行再平衡。随着三季报披露结束，市场将逐步交易跨年盈利预期；11 月 3 日美国中期选举则可能影响医药监管预期及能源审批。具体推荐国产算力、海外算力、银行、创新药和有色金属。

国产算力方向，11 月推荐逻辑重点在于政策支持持续强化与产业商业化进展加速。政策端，10 月 9 日国务院发布《关于发展新质生产力的意见》，明确提出全面实施“人工智能+”行动，加快人工智能对传统产业的改造，强化算力、算法、数据等高效供给，为国产算力基础设施建设和应用需求增长提供长期支撑。产业端，10 月湖北昇腾 950 千卡超节点业务正式上线，标志国产算力规模化部署持续推进；寒武纪、海光信息第三季度营收分别同比增长 104%、45%，进一步验证国产高端芯片市场需求。整体来看，“人工智能+”行动有望推动 AI 在更多行业加速渗透，带动训练及推理算力需求增长，政策支持与产业商业化进展形成共振。

海外算力方向，10 月云厂商财报进一步体现“需求高增长、投资高强度”的并存格局。微软 Azure 收入同比增长 48%，谷歌云增长 103%，亚马逊 AWS 增长 39%，Meta 上调 2026 年资本开支下限至 1350 亿美元，说明 AI 基础设施扩张

下载日志已记录，仅供内部参考

延续。产业端，英伟达 GTC 发布 Vera Rubin DSX POD，预集成方案使具备基础条件的站点部署时间由约 6 个月缩短至最短 14 天，强化液冷、高速互连和供配电的配置价值；同时英伟达新一代 GPU 正式启动交付，谷歌云宣布基于 Vera Rubin 的 A5X 实例计划于 2026 年 11 月正式开放。11 月建议优先关注光模块、光芯片、液冷及高端 PCB 中订单兑现较强的龙头。

银行方向，11 月重点强调组合均衡配置价值。10 月科技成长板块调整加剧了资金对单一 AI 硬件赛道的集中暴露，基金三季度报告显示电子+通信板块的集中度仍然处于高位，年末机构持仓再平衡及红利风格的季节性表现，使银行成为降低组合波动的重要选择。相比对短期主题催化的依赖，银行具有股息回报相对稳定、盈利可预测性较强和估值波动较低等特点，优先选择分红可持续、资本充足率稳健的国有大行。

创新药方向，10 月海外 BD 与业绩共同强化中国医药创新的全球竞争力。产业方面，10 月 19 日翰森制药与罗氏达成 ADC 项目合作，涉及 4 亿美元首付款及潜在超过 150 亿美元里程碑款；2026 年 ESMO 大会上，国内共有 29 项研究入选突破性摘要，5 项进入主席研讨会。业绩方面，药明康德第三季度营收 166 亿元、归母净利润 83 亿元，同比分别增长 38%和 137%；截至 9 月底持续经营业务在手订单 767 亿元，同比增长 36%，并上调全年收入指引，显示全球创新药研发及商业化生产需求保持韧性。此外，特朗普政府此前主张削减生物医药科研经费、强化药价管控及医药制造本土化，美国 11 月中期选举中若民主党如市场预期夺取众议院甚至全部两院，有望限制科研预算削减、改善医药研发环境，提振创新药投资信心。

有色金属方向，11 月重点关注铜铝供需紧张格局与海外宏观催化。产业端，10 月国内铜铝库存节后明显去化，截至 10 月 29 日，国内铜社会库存降至约 8 万吨，较去年同期减少约 11 万吨；电解铝锭库存降至 54.9 万吨，较 9 月末减少 8.9 万吨，处于近四年同期低位。海外方面， 11 月 3 日美国中期选举落地有望降低政策不确定性，两党此前已就能源基础设施审批达成初步共识，选后相关立法有望进一步推进，加快电网及能源项目建设，进一步释放铜铝等工业金属的中长期需求。

表 21：关键产业趋势和主题变化



资料来源：招商策略团队整理

2、赛道投资关注方向专题：海外科技龙头财报综述

市场更认可其他业务能够提供稳定利润和现金流、补偿 AI 投入阶段资金消耗的公司。微软的办公软件、企业订阅及传统云服务形成持续变现基础，在 AI 基础设施投入扩张时仍保有正自由现金流，给予新业务更长的回报兑现周期。谷歌同样拥有盈利较强的搜索业务，Google Cloud 也已实现经营利润，但搜索增长未充分满足预期，叠加集团资本开支超过经营现金流，成熟业务对新增投入的覆盖能力成为市场担忧。我们认为，市场表现分化的核心在于既有业务能否为 AI 扩张提供足够缓冲，并通过收入和现金回收验证回报，而非单纯比较 AI 收入增速或投资规模。

高估值与高增长预期降低了市场对业绩波动的容忍度，现金流与融资能力成为评估 AI 投入持续性的关键。尽管市场对自由现金流转负已有一定预期，但当资金压力实际兑现时，较高估值与拥挤交易仍可能放大局部指标不及预期带来

下载日志已记录，仅供内部参考

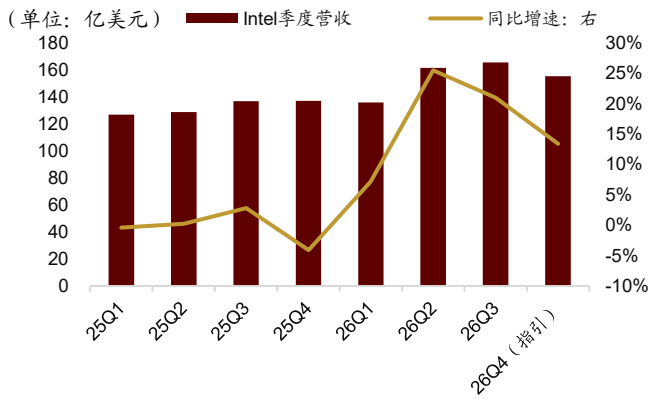
的股价调整。同时，市场的检验标准已从营收和利润扩展至资本开支、自由现金流及未来指引，更加重视增长的资金成本与回报兑现节奏。市场既期待企业持续加大 AI 投入、实现超预期增长，也要求 AI 业务的商业化回报与成熟业务的现金创造能力为新增投入提供支撑。不过相比单季度部分个股业绩波动，更值得关注的是融资约束是否实质性影响资本开支：若内部现金流不足、外部融资又受限，导致 AI 基础设施投入放缓，那时可能才会是对产业趋势造成关键影响的节点。

➢ 英特尔：三季度业绩超预期，但四季度指引与资本开支压力引发市场担忧

英特尔三季度业绩超预期，AI 服务器 CPU 需求推动数据中心业务快速增长，但四季度业绩指引低于市场预期，叠加 PC 需求疲软、产能受限及资本开支压力，股价盘后大跌 23%。 10 月 29 日，英特尔公布 2026 年第三季度财报，数据中心与人工智能（DCAI）业务营收同比增长 78%，创 15 年来最强劲增速。然而公司对四季度营收和盈利的展望均低于市场预期，同时预计 2027 年资本开支将大幅增加，可能无法实现正自由现金流。

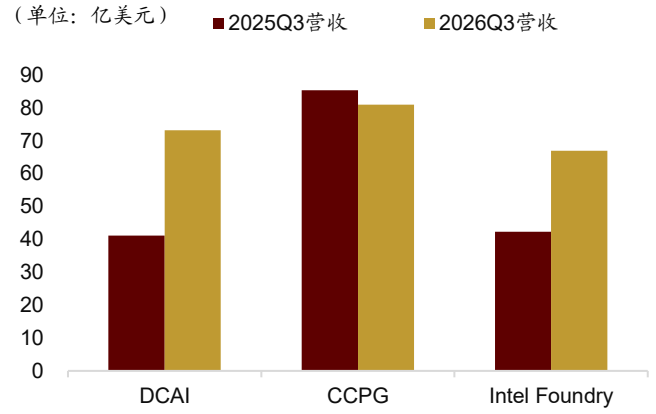
三季度营收及盈利表现超预期，DCAI 业务成为主要增长动力。公司 Q3 实现营收 165.13 亿美元，同比增长 21%，环比增长约 2.6%；归母净利润 33 亿美元，同比下降 18%，非 GAAP 净利润约 28 亿美元，同比增长 169%，调整后 EPS 为 0.52 美元，高于市场预期。其中，DCAI 业务营收 73.18 亿美元，同比增长 78%、环比增长 17%，营业利润约 30 亿美元，主要受 AI 基础设施建设带动的服务器 CPU 需求增长推动。相比之下，客户端计算与物理 AI 业务营收 80.97 亿美元，同比下降 5%，PC 市场需求仍然疲软。**盈利能力方面，**受 Intel 3 和 Intel 18A 制程成本下降、产品组合优化等因素推动，非 GAAP 毛利率达到 44.1%，同比提升 4.1 个百分点，经营现金流达到 51 亿美元。

图 104：英特尔 Q4 业绩指引明显低于市场预期



资料来源：Intel，招商证券

图 105：英特尔 DCAI 业务同比增长 78%

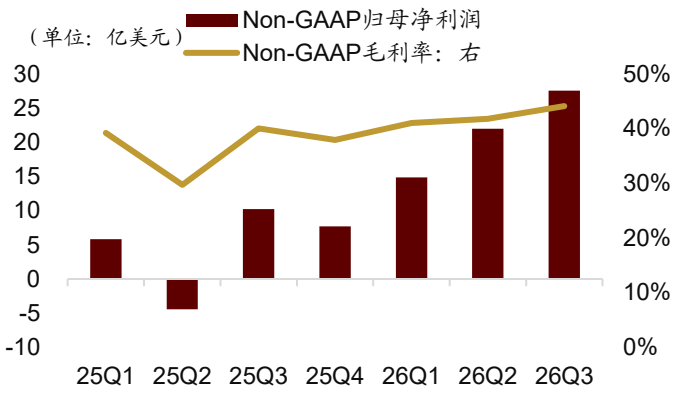


资料来源：Intel，招商证券

四季度指引不及预期，产能约束与资本开支压力引发市场担忧。 英特尔预计 Q4 营收为 150 亿—160 亿美元，低于市场预期的 170.7 亿美元；调整后 EPS 预计为 0.25 美元，同样低于市场预期的 0.43 美元。公司表示，以色列工厂事故预计拖累 Q4 营收约 3 亿美元，并使毛利率下降约 2 个百分点；同时受内存价格上涨及需求放缓影响，Q4 客户端业务营收预计环比下降超过 20%。尽管 AI 服务器 CPU 需求保持强劲，但先进制程产能及封装材料供应不足限制了短期交付能力。此外，公司预计 2026 年资本开支约 200 亿美元，2027 年将进一步扩大投入，可能无法实现正自由现金流。市场对短期盈利增长、产能兑现及未来现金流的担忧升温，推动股价在财报发布后盘后交易中下跌约 23%。

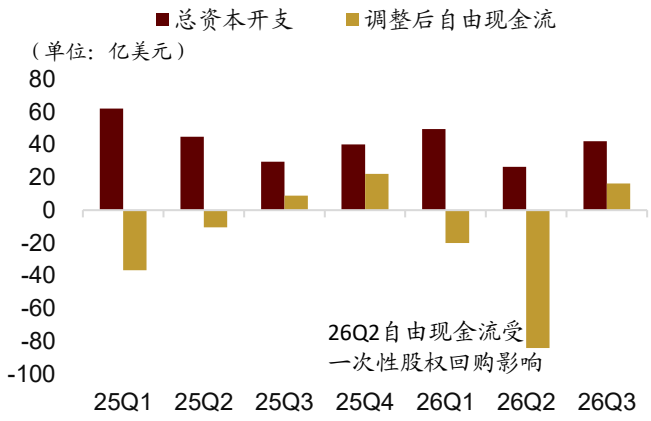
下载日志已记录，仅供内部参考

图 106：英特尔调整后净利润持续增长，毛利率改善



资料来源：Intel，招商证券

图 107：英特尔未来自由现金流面临压力



资料来源：Intel，招商证券

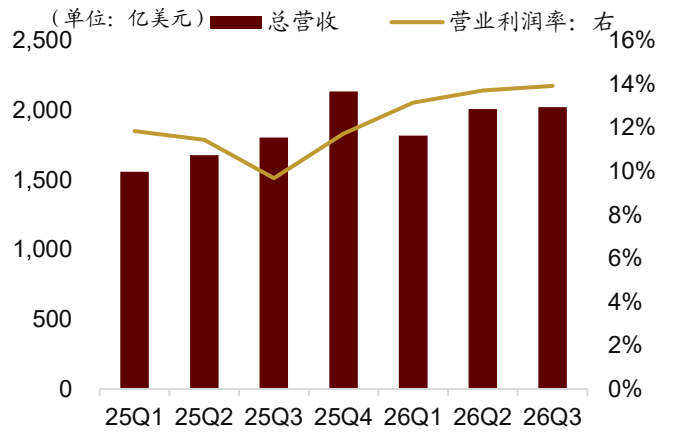
➢ 亚马逊：AWS 营收增长创近五年新高，但巨额资本开支及现金流压力引发市场担忧

亚马逊三季度 AWS 业务增长强劲，营收同比增长 39.3%，创近五年来最快增速，但公司整体营收及每股收益均略低于市场预期，叠加 AI 资本开支持续扩张、自由现金流大幅转负，股价在财报发布后盘后交易中下跌约 7%。 10 月 29 日，亚马逊公布 2026 年第三季度财报，AWS 积压订单达到 5780 亿美元，云计算及 AI 算力需求保持旺盛。不过，公司维持 2026 年全年 2200 亿美元的资本开支计划，并预计 2027 年投入将进一步增加，市场对 AI 投资回报周期及未来现金流的担忧升温。

三季度营收稳步增长，AWS 业务表现强劲，但整体业绩略低于市场预期。 公司 Q3 实现营收 2019.44 亿美元，同比增长 12.1%，略低于市场预期的 2022 亿美元；净利润 206.85 亿美元，同比下降 2.4%、环比下降 67.0%，主要受到上季度 Anthropic 股权投资收益抬高基数影响。摊薄 EPS 为 1.89 美元，低于市场预期的 1.97 美元。**盈利能力方面，**营业利润达到 280.76 亿美元，同比增长 61.2%，营业利润率达到 13.9%，创历史新高。

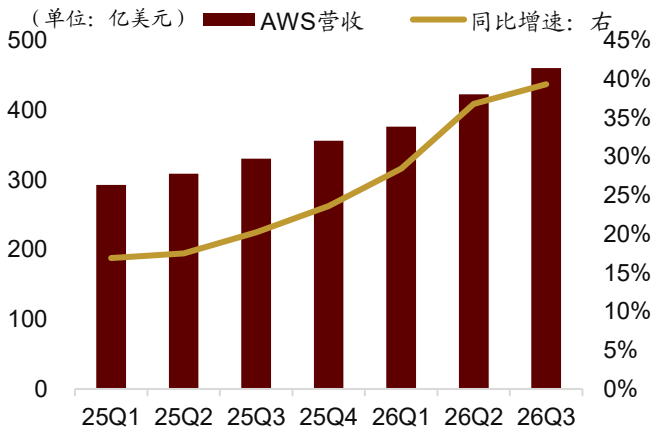
分业务来看，AWS 营收 459.84 亿美元，同比增长 39.3%、高于市场预期的约 452.9 亿美元；AWS 营业利润 177.73 亿美元，同比增长 55.4%，营业利润率 38.7%，环比小幅下降 0.7 个百分点。此外，北美及国际业务营收分别为 1128.52 亿美元和 431.08 亿美元，同比增长 6%和 5%，零售业务增长相对温和。由于今年 Prime Day 活动提前至二季度，三季度整体营收同比增速受到约 4 个百分点的影响。

图 108：亚马逊营收稳步增长，营业利润率升至历史新高



资料来源：亚马逊，招商证券

图 109：AWS 营收增速持续提升，2026Q3 同比增长 39.3%



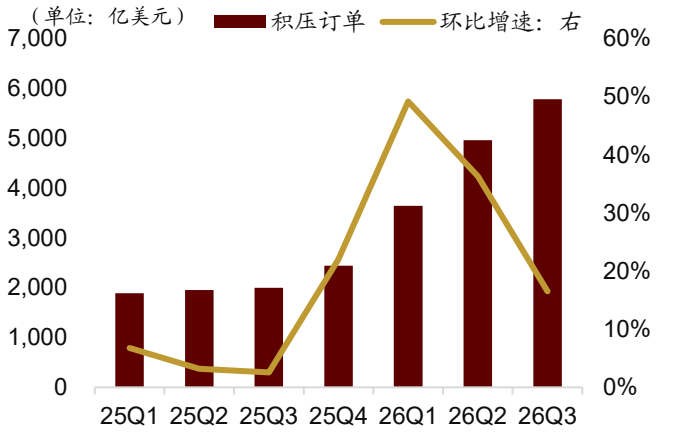
资料来源：亚马逊，招商证券

AI 基础设施投入持续增加，资本开支及自由现金流成为市场核心担忧。 亚马逊 Q3 购置物业及设备的现金支出达到 772.59 亿美元，较去年同期的 350.95 亿美元增长约 120%；公司预计 2026 年全年现金资本开支约 2200 亿美元，2027 年将进一步增加，主要投向数据中心、AI 芯片及云计算基础设施。尽管截至三季度末的过去 12 个月经营现金流同比增长 29%至 1683 亿美元，但受资本开支大幅增加影响，自由现金流由上年同期的 148 亿美元降至-424 亿美元。

下载日志已记录，仅供内部参考

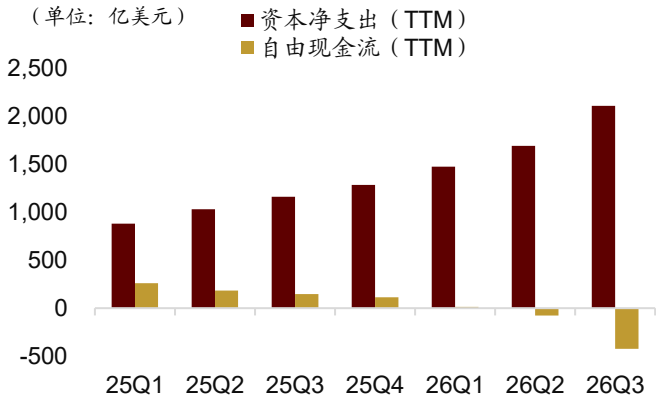
同时，公司预计 Q4 营收为 2400 亿—2470 亿美元，指引中值 2435 亿美元，略低于市场预期的约 2445 亿美元。尽管 AWS 积压订单达到 5780 亿美元，且公司预计 2027—2028 年 AWS 收入增速均超过 40%，但大规模算力投入仍需要较长时间转化为收入和现金回报。市场担忧 AI 资本开支增速持续超过经营现金流增长，叠加短期业绩指引偏弱，推动股价盘后下跌约 7%。

图 110：AWS 积压订单快速增长



资料来源：亚马逊，招商证券

图 111：AI 资本开支持续增长，亚马逊自由现金流大幅转负



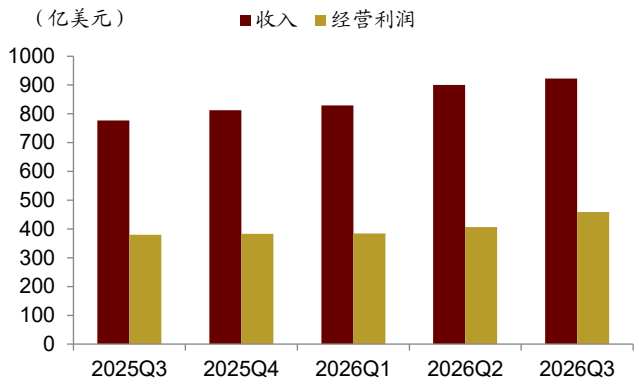
资料来源：亚马逊，招商证券

➢ 微软：Azure 增长兑现且现金流保持韧性

Azure 收入同比增长 48%，云计算业务超市场预期。10 月 28 日，微软公布 Q3 财报，Azure 收入达到 331.65 亿美元，超过分析师预估的 328.4 亿美元。云业务增长与订单储备为 AI 基础设施投入提供需求支撑，财报发布后股价盘后上涨。

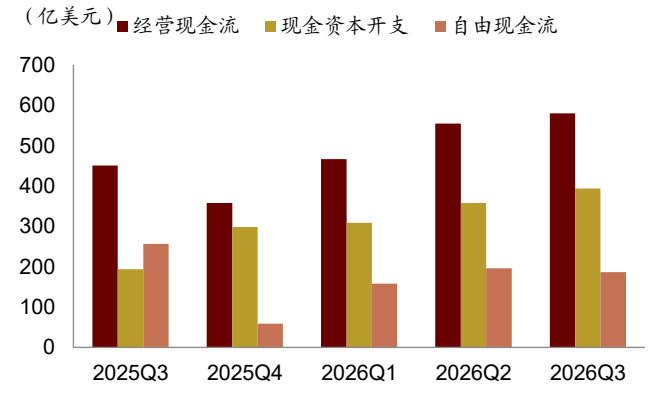
成熟业务持续变现，为 AI 投入提供资金缓冲。微软办公软件和企业订阅业务具有持续收费基础，当季 Microsoft 365 cloud 收入 277.78 亿美元，上年同期为 236.94 亿美元。集团经营现金流 580.00 亿美元，现金资本开支 393.67 亿美元，自由现金流仍为 186.33 亿美元。虽然自由现金流同比下降，持续的现金创造能力仍提高了公司承受 AI 投资回收周期的能力。

图 112：微软收入与经营利润增长，为持续投入提供支撑



资料来源：Microsoft，招商证券

图 113：微软资本投入增加，但自由现金流仍为正



资料来源：Microsoft，招商证券

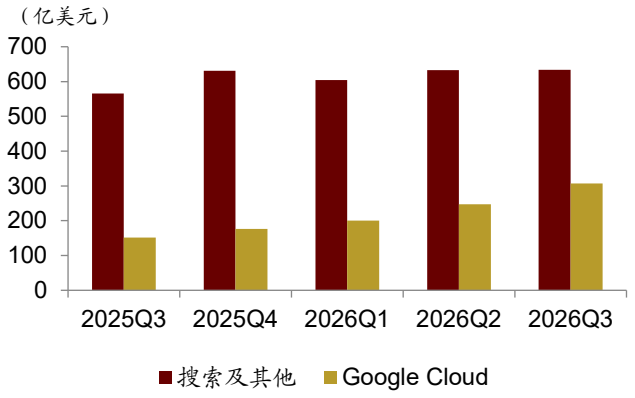
➢ 谷歌：云业务翻倍增长难抵现金流压力，市场更关注搜索变现与资金缺口

Google Cloud 高速增长，但核心搜索业务仍决定市场对业绩的评价。Alphabet 三季度 Google Cloud 收入 307.09 亿美元，同比增长 103%；搜索及其他收入 633.50 亿美元，同比增长 12%。云业务增量显著，但仍不足以消除市场对整体业绩与搜索增长的担忧。**AI 投入持续扩大，AI 搜索变现率有待提升。**三季度搜索及其他收入同比增长 12%，但较市场预期低约 2.5%。尽管 AI 应用带动搜索查询增长，其变现能力仍然有限。

下载日志已记录，仅供内部参考

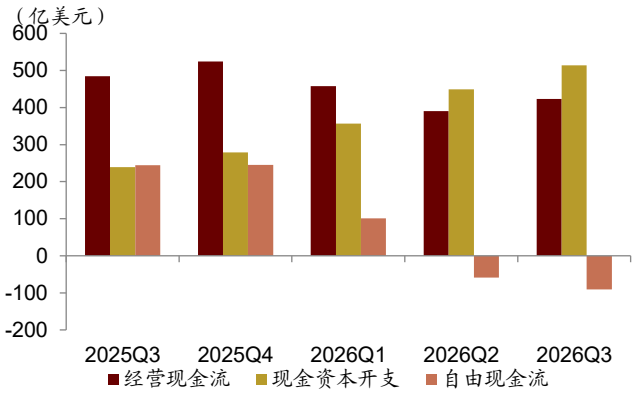
资本开支超过经营现金流，资金压力比收入增速更受关注。谷歌三季度经营现金流 422.90 亿美元，现金资本开支 513.55 亿美元，自由现金流为-90.65 亿美元，较二季度-58.55 亿美元进一步下降。其余业务新增收入尚不足以覆盖基础设施投入，市场对投资回收周期和外部融资依赖的关注上升。

图 114：谷歌云收入翻倍增长，搜索增长相对温和



资料来源：Alphabet，招商证券

图 115：谷歌资本开支持续攀升，自由现金流转负

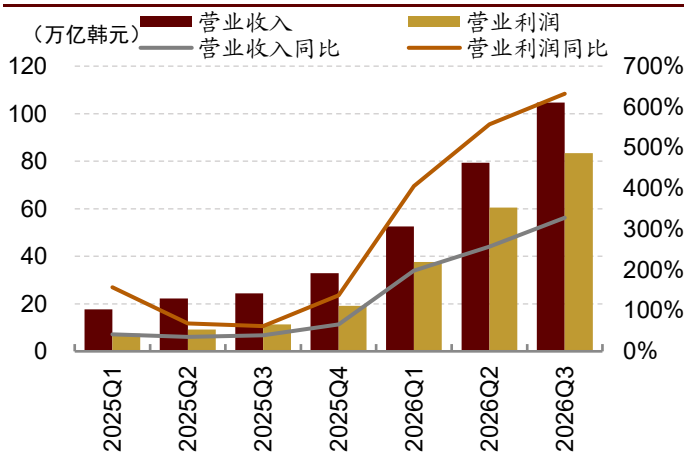


资料来源：Alphabet，招商证券

➢ SK 海力士：一定程度缓解了市场对存储周期性的担忧

SK 海力士第三季度营收与营业利润均超预期，HBM4 放量及长期订单进一步强化盈利增长预期。2026 年第三季度公司实现营业收入 104.62 万亿韩元，同比增长 328%，高于市场预期的 98.23 万亿韩元；营业利润 83.33 万亿韩元，同比增长 632%，高于市场预期的 76.96 万亿韩元。增长主要受 HBM4 放量、服务器 DDR5 及企业级 SSD 需求增长推动。展望四季度，公司指引 DRAM 位元出货量环比增长 20%中段，NAND 增长中个位数，HBM4 将在第四季度成为主力产品，并已通过长期协议锁定 2027-2028 年超过 50%的计划产能，同时宣布 2026 年约 100 万亿韩元的股东回报安排。公司主营业务保持强劲增长，长期订单进一步提高盈利可见度。

图 116：海力士营收和营业利润超预期



资料来源：SK 海力士，招商证券

图 117：海力士主要产品量价及产能指引

业务	2026Q3实际表现	2026Q4公司指引	主要驱动
DRAM位元出货量	环比+10%	环比+20%中段	先进制程扩产、HBM4产能释放
DRAM ASP	环比+20%高段	未披露	HBM4及服务器DDR5占比提升
NAND位元出货量	环比小幅下降	环比增长中个位数	321层企业级SSD出货增加
NAND ASP	环比+20%中段	未披露	企业级SSD占比提升
HBM4	正式量产出货	出货量及收入占比均超过HBM3E	M15X产能爬坡，年底实现满产

资料来源：SK 海力士，招商证券

➢ 三星：利再创历史新高，但半导体 DS 部门营业利润不及预期

三星电子第三季度盈利再创历史新高，但半导体 DS 部门营业利润不及预期。2026 年第三季度公司实现营业收入 195.30 万亿韩元，同比增长 127%；营业利润 107.44 万亿韩元，同比增长 783%。其中，半导体 DS 部门营业利润 106.50 万亿韩元，略低于市场预期的 107.30 万亿韩元；集团净利润 75.13 万亿韩元，低于市场预期的 87.01 万亿韩元。三星存储业务景气仍然较高，但缺乏新的超预期催化，短期股价承压。

下载日志已记录，仅供内部参考

七、附录

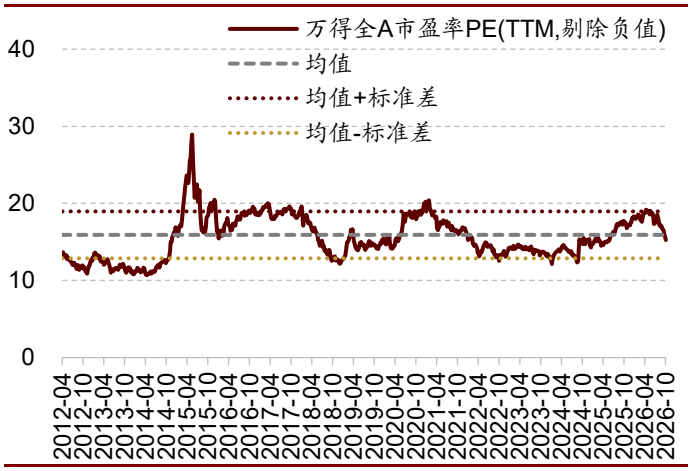
➢ 估值

➢ 整体情况

今年十月末万得全 A 指数绝对估值水平为 15.2X（处于 2010 年以来 48.0%分位），相比九月末下行 1.5x。

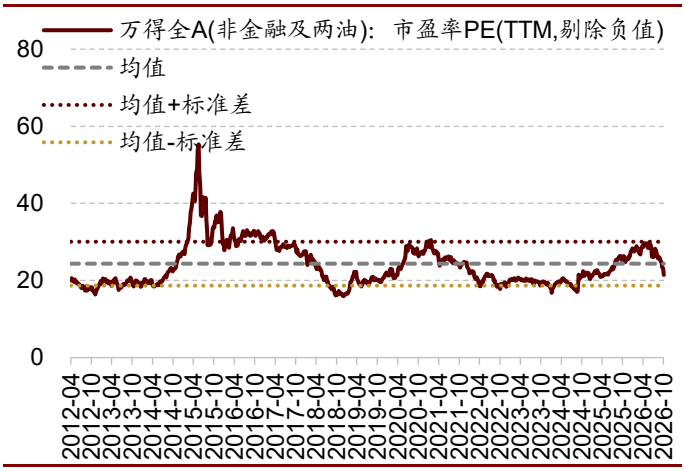
今年十月末非金融及两油万得全 A 绝对估值水平为 21.5X（处于 2010 年以来 42.9%分位），相比九月末下行 3.6x。

图 118：万得全 A 指数绝对估值：PE（TTM）



资料来源：Wind、招商证券

图 119：非金融及两油绝对估值：PE（TTM）



资料来源：Wind、招商证券

➢ 板块变化

今年十月末创业板指绝对估值水平为 23.3X（处于 2010 年以来 1.0%分位），相比九月末下行 8.3x。

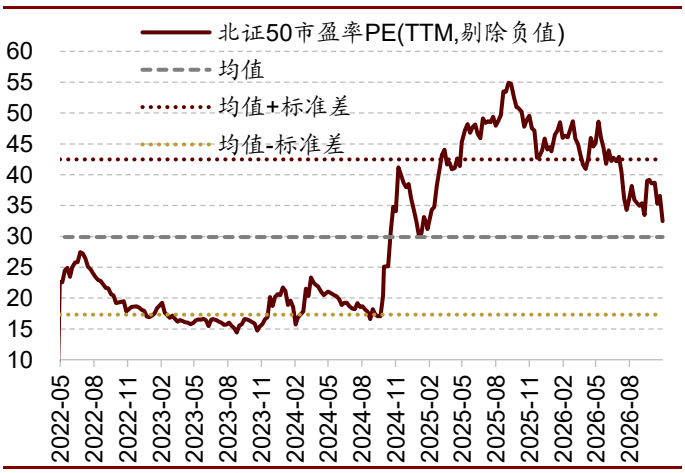
今年十月末北证 50 指数绝对估值水平为 32.5X（处于历史以来 56.9%分位），相比九月末下行 6.1x。

图 120：创业板指绝对估值：PE（TTM）



资料来源：Wind、招商证券

图 121：北证 50 指数绝对估值：PE（TTM）



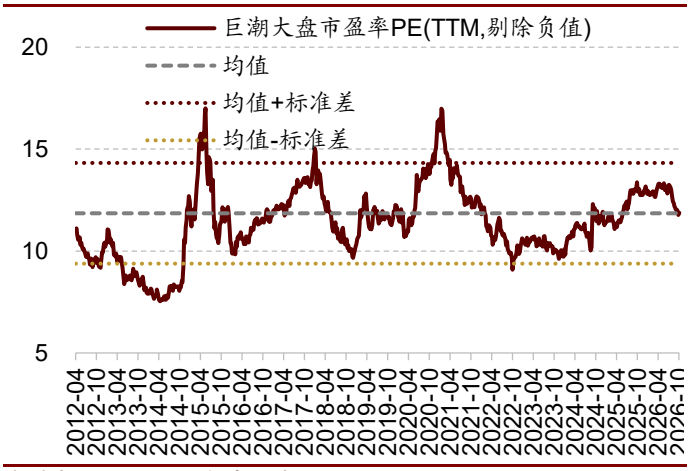
资料来源：Wind、招商证券

今年十月末大盘指数绝对估值水平为 11.9X（处于 2010 年以来 56.5%分位），相比九月末下行 0.2x。

今年十月末中盘指数绝对估值水平为 19.0X（处于 2010 年以来 24.6%分位），相比九月末下行 4.6x。

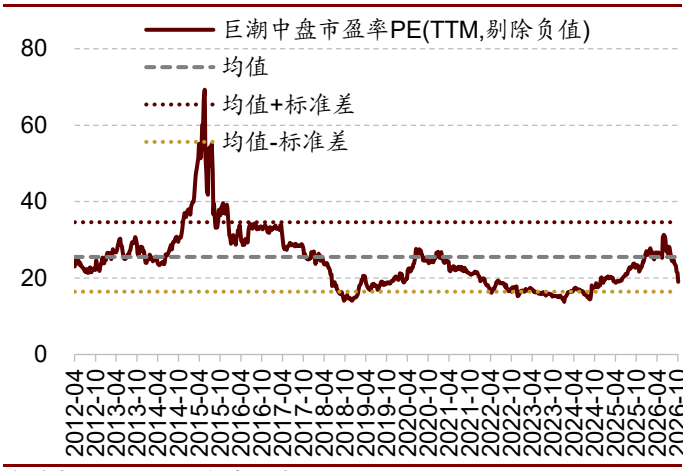
下载日志已记录，仅供内部参考

图 122：大盘指数绝对估值：PE（TTM）



资料来源：Wind、招商证券

图 123：中盘指数绝对估值：PE（TTM）

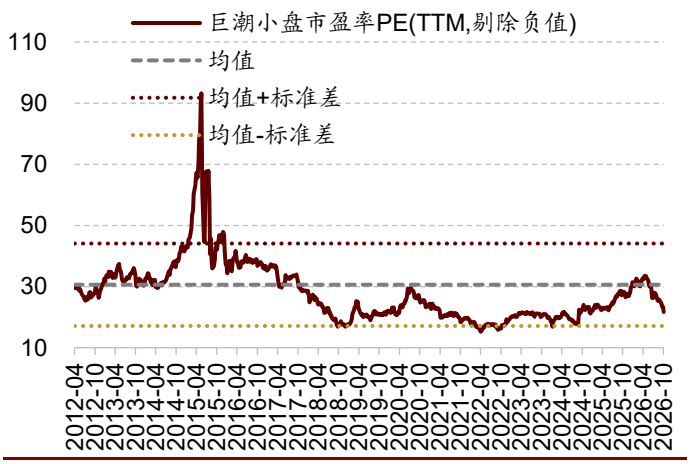


资料来源：Wind、招商证券

今年十月末小盘指数绝对估值水平为 21.7X（处于 2010 年以来 28.4%分位），相比九月末下行 3.3x。

今年十月末沪深 300 指数绝对估值水平为 12.2X（处于 2010 年以来 52.9%分位），相比九月末下行 0.3x。

图 124：小盘指数绝对估值：PE（TTM）



资料来源：Wind、招商证券

图 125：沪深 300 绝对估值：PE（TTM）



资料来源：Wind、招商证券

今年十月末中证 500 指数绝对估值水平为 21.9X（处于 2010 年以来 33.8%分位），相比九月末下行 4.0X。

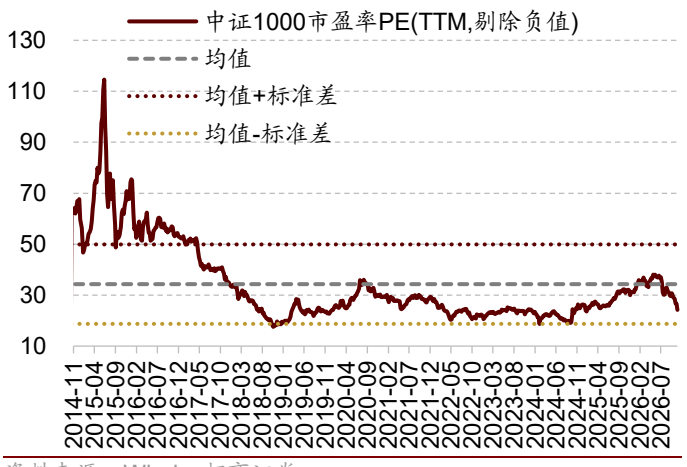
今年十月末中证 1000 指数绝对估值水平为 24.2X（处于 2010 年以来 28.7%分位），相比九月末下行 4.9X。

图 126：中证 500 绝对估值：PE（TTM）



资料来源：Wind、招商证券

图 127：中证 1000 绝对估值：PE（TTM）



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

➢ **行业变化**

表 22：行业指数估值，包含 PE（TTM，剔除负值）、PB（LF,内地）、PS（TTM）

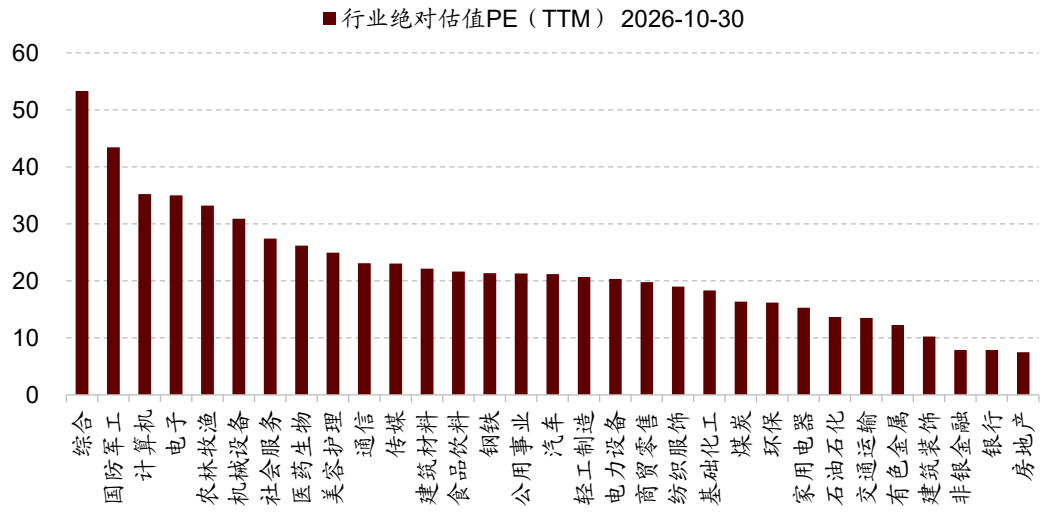
	PE(TTM,剔除负值)		PB(LF,内地)		PS(TTM)	
	现值	分位数	现值	分位数	现值	分位数
农林牧渔	33.19	76.5%	2.29	5.8%	0.93	4.8%
基础化工	18.31	32.2%	1.83	23.4%	1.51	62.4%
钢铁	21.33	82.1%	0.88	8.8%	0.42	41.8%
有色金属	12.24	0.0%	2.34	42.8%	0.91	37.9%
电子	34.98	37.1%	4.18	72.4%	3.16	74.5%
汽车	21.16	41.8%	1.94	26.8%	0.88	25.0%
家用电器	15.30	34.6%	2.21	4.3%	1.18	42.4%
食品饮料	21.61	21.5%	3.41	4.5%	4.01	7.4%
纺织服饰	19.02	45.2%	1.61	8.8%	1.23	9.5%
轻工制造	20.67	20.3%	1.60	7.2%	1.31	3.5%
医药生物	26.21	23.0%	2.42	5.4%	2.50	21.5%
公用事业	21.31	77.2%	1.51	29.5%	1.76	72.7%
交通运输	13.48	25.8%	1.17	1.7%	0.64	19.5%
房地产	7.47	6.8%	0.74	13.6%	0.64	43.8%
商贸零售	19.80	24.4%	1.52	28.5%	0.61	36.3%
社会服务	27.44	14.4%	2.27	1.7%	1.95	1.7%
银行	7.86	98.6%	0.55	37.5%	2.91	99.0%
非银金融	7.87	1.3%	1.01	4.3%	1.67	31.5%
综合	53.29	86.6%	2.05	58.7%	1.78	59.6%
建筑材料	22.14	76.5%	1.25	16.6%	1.41	48.7%
建筑装饰	10.25	73.3%	0.63	0.5%	0.20	9.3%
电力设备	20.35	9.1%	2.16	18.3%	1.40	6.0%
机械设备	30.89	70.4%	2.60	61.4%	2.37	73.3%
国防军工	43.40	3.5%	2.73	30.3%	3.43	41.0%
计算机	35.25	7.0%	3.12	17.0%	2.43	5.8%
传媒	23.02	26.4%	2.36	36.7%	2.52	27.7%
通信	23.09	36.2%	3.61	84.7%	2.17	88.0%
煤炭	16.36	86.1%	1.55	79.4%	1.82	94.9%
石油石化	13.65	49.7%	1.40	56.1%	0.75	96.8%
环保	16.20	3.7%	1.33	6.8%	1.81	3.3%
美容护理	24.95	4.8%	2.21	0.0%	2.30	14.2%

资料来源：Wind、招商证券

分行业来看，国防军工、计算机、电子、农林牧渔、机械设备的估值水平高于其他行业，房地产、银行、非银金融、建筑装饰、有色金属估值水平较低，其中房地产的估值水平处于末位。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 128：国防军工、计算机估值水平较高，房地产、银行估值水平较低

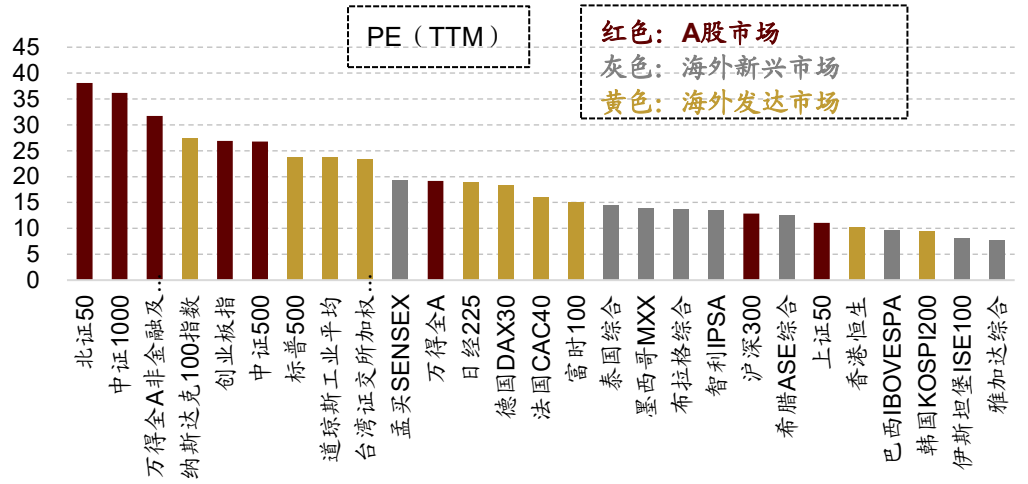


资料来源：Wind，招商证券

➢ **全球对比**

与世界其他主要股市相比，全部 A 股的估值处于中高水平。

图 129：世界主要股指估值（包含海外发达市场和新兴市场）



资料来源：Wind，招商证券，不剔除负值

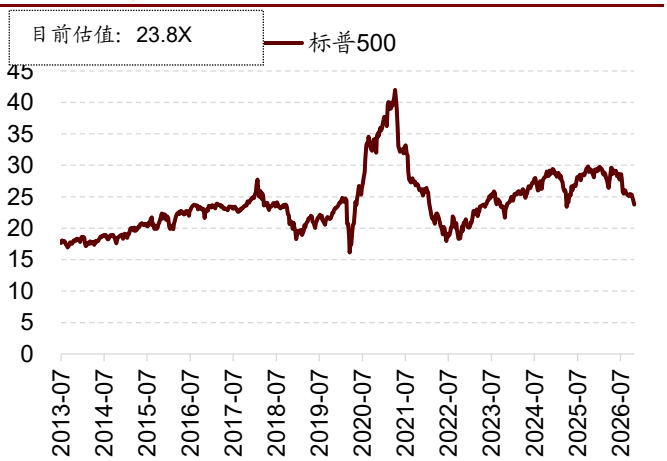
下载日志已记录，仅供内部参考

图 130：纳斯达克 100 指数目前估值 27.4X



资料来源：Wind、招商证券

图 131：标普 500 指数目前估值 23.8X



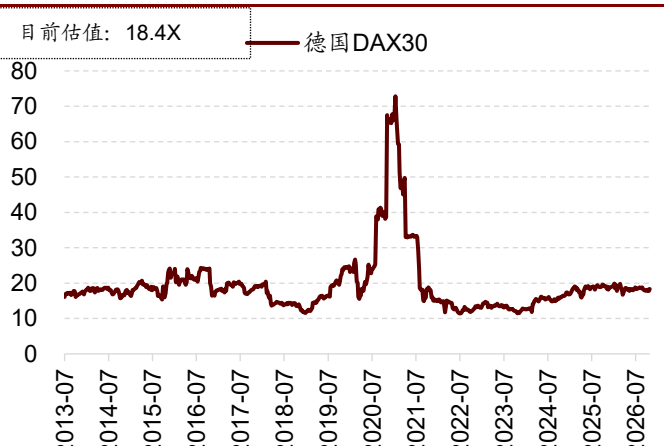
资料来源：Wind、招商证券

图 132：道琼斯工业平均指数目前估值 23.7X



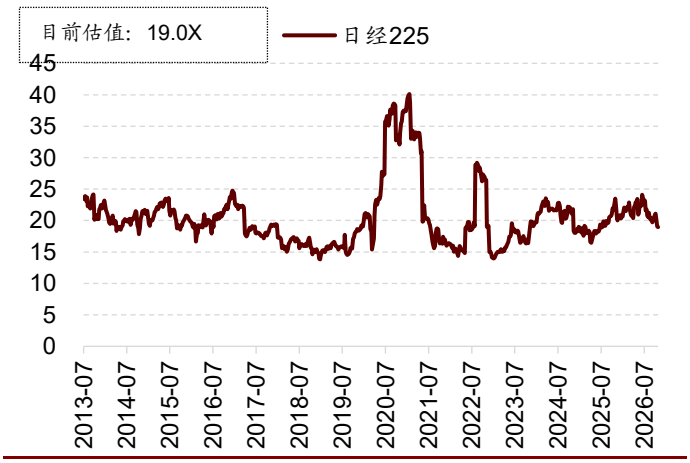
资料来源：Wind、招商证券

图 133：德国 DAX 指数目前估值 18.4X



资料来源：Wind、招商证券

图 134：日经 225 指数目前估值 19.0X



资料来源：Wind、招商证券

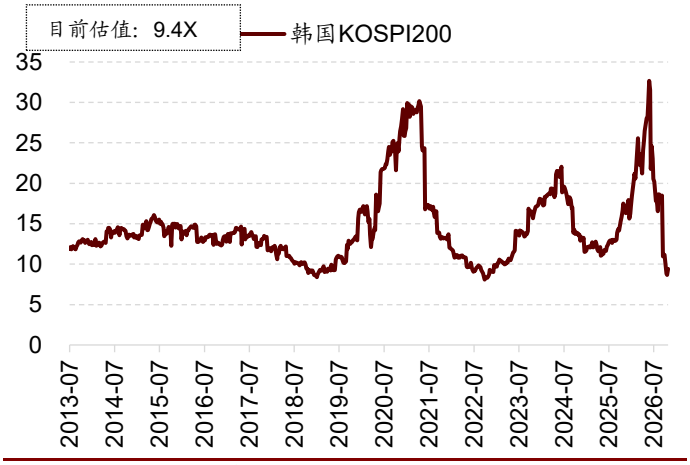
图 135：法国 CAC40 指数目前估值 16.1X



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 136：韩国 KOSPI200 指数目前估值 9.4X



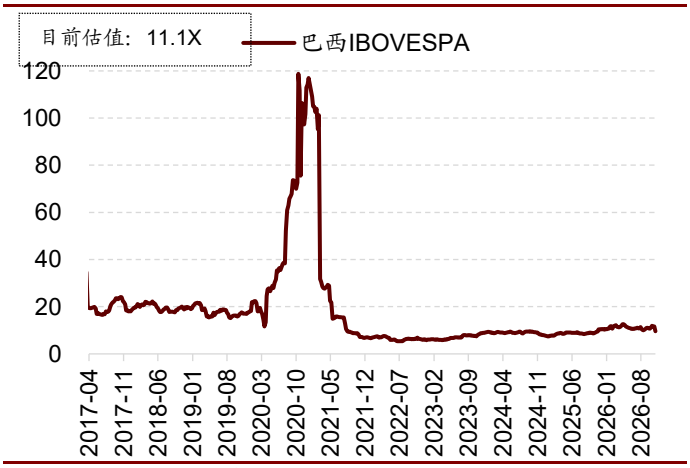
资料来源：Wind、招商证券

图 137：香港恒生指数目前估值 10.2X



资料来源：Wind、招商证券

图 138：巴西 IBOVESP 指数目前估值 9.6X



资料来源：Wind、招商证券

图 139：布拉格综合指数目前估值 13.8X



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

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。