

策略周评 20260920

抓住反弹窗口期

2026 年 09 月 20 日

事件

本周联储如期加息 25BP，但声明、发布会表述和点阵图比市场中性预期更鹰，然而 FOMC 后中美股指均演绎“利空落袋”走势，科技硬件带队反弹。我们认为该走势尚未结束——即接下来 A 股迎来一个阶段性的修复窗口，时间维度看到国庆节后一周左右，结构上两创占优，强度、持续性则要看三季报前后 AI 中远期景气能见度可否上修以及地缘、美国通胀数据等的边际变化。

■ 分母端：海外宏观困局长期客观存在、暂未看到“根治”机遇，但市场率先“向下计价”后，会迎来预期改善的窗口，市场反弹的超额抓手仍看两创

美国现阶段宏观问题可以简要概括为“通胀-美债-利率”的困境三角，结构性约束可能中长期存在，暂时不具备彻底出清的条件：美国制造业回流和 AI 发展均还处于建设阶段，加剧社会储蓄消耗、抬升均衡实际利率，且不同于 90 年代互联网革命，当前联邦政府更高的赤字不仅与 AI 建设形成资本竞争，其利息成本也对利率的抬升更加敏感。同时中东地缘扰动构成外部变量，油价持续高位会再度输入通胀，进一步压缩政策腾挪空间。我们对 AI 终将提升全要素生产率抱有乐观态度、终局看很可能通过做大经济蛋糕和实质性提升生产效率来稀释通胀和债务压力，但一是 AI 能力的提升和产业落地进展是非线性的、很难根据现状做预测和外推，二是 AI 红利向各经济部门的传导可能存在时滞效应和冷热不均的问题，AI 对经济的综合影响还等待年底沃什的专项工作小组“交作业”来做参考，现有信息看海外宏观的中长期问题尚未“根治”。

但前述的分母端中长期问题是慢变量，而资产价格交易的是边际变化，本次加息之后迎来利空落地式修复窗口：虽然这次是鹰派加息，但至少维护了联储信誉以及被理解为“越早加息预防性效果越好”，并且悲观预期已相对充分计价。和零利率起点、通胀全面广谱性失控的 2022 年不同，目前看本次加息更像是预防式小步加息，持续性取决于后续经济数据变化，但类似 2022 年那样“高斜率的连续加息周期并搭配快速同步大幅缩表”暂时不是基准假设。目前的宏观压制边际缓解机遇，不仅是加息靴子落地，还在于：1) 9 月的美国通胀数据要等到 10 月中旬公布，也就是一直到了国庆长假后的第一周，海外经济数据层面没有非常重要的增量信息；2) 地缘层面，中东局部摩擦可能持续，但中选前美国主动大规模军事进攻的概率较低，很可能低温僵持运行，油价持续在 110+ 美元以上运行的尾部风险有所收敛；另外随中方领导访美临近，经贸层面迎来预期改善的博弈窗口（此前商务部信息显示中美正就 300 亿美元对等降税框架安排进行磋商）。而重要指数经过 7 月至今的调整，目前已经位于底部区间，经过长达一个月的缩量盘整、抛压有所消化，对边际信息的反馈会更加敏感，接下来我们认为会迎来一个风偏修复的契机。而结构上，K 型经济本身就会制造“局部韧性行情”，EPS 品种或具有比较优势——加息环境下分母端客观存在压制，新经济相比旧经济，其自身景气的独立性会稀释一部分分母端压力。所以我们认为接下来的反弹中超额抓手仍在于两创，只是相比 Q2 的高度结构化行情，我们认为本次修复中市场风格会相对均衡一些。

■ 分子端：产业层面的争议是预期层面松动而非实质性证伪，算力需求结构可能发生切换，核心还是跟踪可观测数据

AI 产业目前进入到了一个上下游视角转换窗口，当前 β 上 EPS 最强的还是上游品种，只是在 2028 年及之后的远期增速预期不明朗的背景下，资金难以果断上修近端估值，于是不定时出现的一些叙事逆风会被放大，比如之前的“Meta 外售闲置算力或意味着算力过剩、资本开支见顶”，事后会发现是一种误解。而近期的一些叙事逆风其实尚未动摇 AI 基建景气逻辑，本篇针对上周末开始热议的 AI 安全问题可能约束前沿模型迭代速率的问题稍作展开——本次事件的导火索是 7 月 Hugging-Face 沙箱 Agent 逃逸事故和 RSI 的快速发展，AI 安全技术风险开始显性化，几大行业巨头出

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 孔思迈

执业证书：S0600526070006

kongsm@dwzq.com.cn

相关研究

《十大未来产业系列之十一——6G 装备与应用》

2026-09-16

《海外压力测试中——港股周观点》

2026-09-14

现一些自律呼吁。市场担心的是前沿模型训练放缓、AI 能力天花板提前，进而传导至 Capex 预期下修等，但这件事需要辩证看：

1、如果真的因为安全问题压制前沿闭源模型迭代节奏，SOTA 基座训练确实可能出现非线性边际衰减，但算力需求有可能因为“对齐税”的产生而出现结构性转移，比如 AI 安全配套环节本身可能在后训练和推理侧都带来额外的算力开销，企业本地私有化部署诉求可能抬升。

2、现有 SOTA 模型对于应用端的意义还需要一段时间观察，比如 Astra 的电脑操作能力实现重要跃升，但它对产业 Agent 大规模渗透的拉动还需要时间观察，不能认为“没有下一代 SOTA 则推理算力需求无法更上一层楼”；

3、“放缓”不等于停止，这里要考虑到商业博弈（无法接受竞争对手比自己跑的快），以及大国之间 AI 发展身位优势以及主权 AI 话语权争夺的问题。从近期特朗普的发言来看，至少在这届领导班子之下，白宫对于大国科技竞争的重视程度偏高，背后含义是“基于 AI 安全加护栏的前提是不能失守美国前沿 AI 领先优势”，即“放缓”是有条件或者说是有限度的，所以全行业统一大规模降速仍不是基准假设情形，反过来理解就是对于我国本土 AI，全产业链加速发展的必要性同样没有松动。后续能够真实说明问题的依然是客观数据和动作：1）后续财报季海外 CSP、Neocloud 等的 CAPEX 指引修订；2）高频数据层面，OpenRouter 等第三方平台 Token 总消耗量，GPU 云租赁价格、GPU 利用率等；3）一些 AI 私有部署的商业化指标，比如企业私有部署订单、MaaS 订单转化数据等；4）前沿模型训练是否真实放缓，不能只听几家巨头“说了什么”，还要关注海外闭源实际新基座发布节奏、训练使用 GPU 规模等。

总的来说，目前 AI 硬件即期景气度坚实、远期增长尚未证伪，且股价已经调整较充分，仍是市场修复中的超额胜负手。细分环节来看，仍坚持我们此前报告中提出的“重视量增品种、重视国产线、重视新技术，涨价线中优选供需格局预期尚未松动的品种”，关注：国产算力和芯片半导体产业链，PCB 链，服务器，液冷，云/算力租赁，光模块等。

■ 中长期视角下要重视中下游 AI 渗透带来的机会

我们在《如何把握后续的科技硬件修复机会》和《又到了分子和分母赛跑的时刻》都强调，从更长时间维度来看，产业链利润分配倒挂不可持续，投资层面对于 AI 中下游的重视度应当提升——资本开支环节本质是基础设施，具有一次性建设存量底座、长周期使用特征，底座建成后，即便后续会有局部迭代和扩容升级，但 AI 叙事的大 β 会逐渐从该方向淡出。而中下游随 AI 应用渗透打开成长想象空间，相应环节胜率高度分化，但胜者高赔率，是后续需要重点挖掘的部分。

目前可以参考海外 Agent 向企业渗透的过程中，已经获得盈利的一些配套、中间层环节——能够获得盈利的公司多数是扎根原有成熟 SaaS 底座，拥有存量客户、大量业务系统连接器，付费点不只是大模型推理，更来自流程编排、权限审计、可观测、遗留系统对接，形成规模化 ARR。海外 AI 渗透和生态发展稍领先，目前国内的中下游对标环节尚未出现一些类似海外这样的标杆性财报去向市场展示其在 AI 时代商业逻辑已经跑通闭环，但基于全产业链本土建设的逻辑，已经可以针对类似的商业模式开始进行积极跟踪，只是长周期视角下赛道内 α 会高度分化——利润仅会集中在少数具备客户粘性、成熟产品闭环的企业；另外在 AI 安全问题发酵后，可能导致开源模型本地部署带来一些冗余建设，其中也蕴含一些结构性投资机会。可以关注以下几类赛道（括号内为海外代表性公司举例）

- 1、AI 安全、身份权限治理（CrowdStrike/ CRDW, Palo Alto Networks/ PANW）
- 2、模型可观测、MLOps（Datadog/DDOG）
- 3、数据平台、向量检索（Snowflake/SNOW, MongoDB/MDB, Okta/OKTA）
- 4、算力调度和模型路由/Agent 网关（Databricks-未上市）

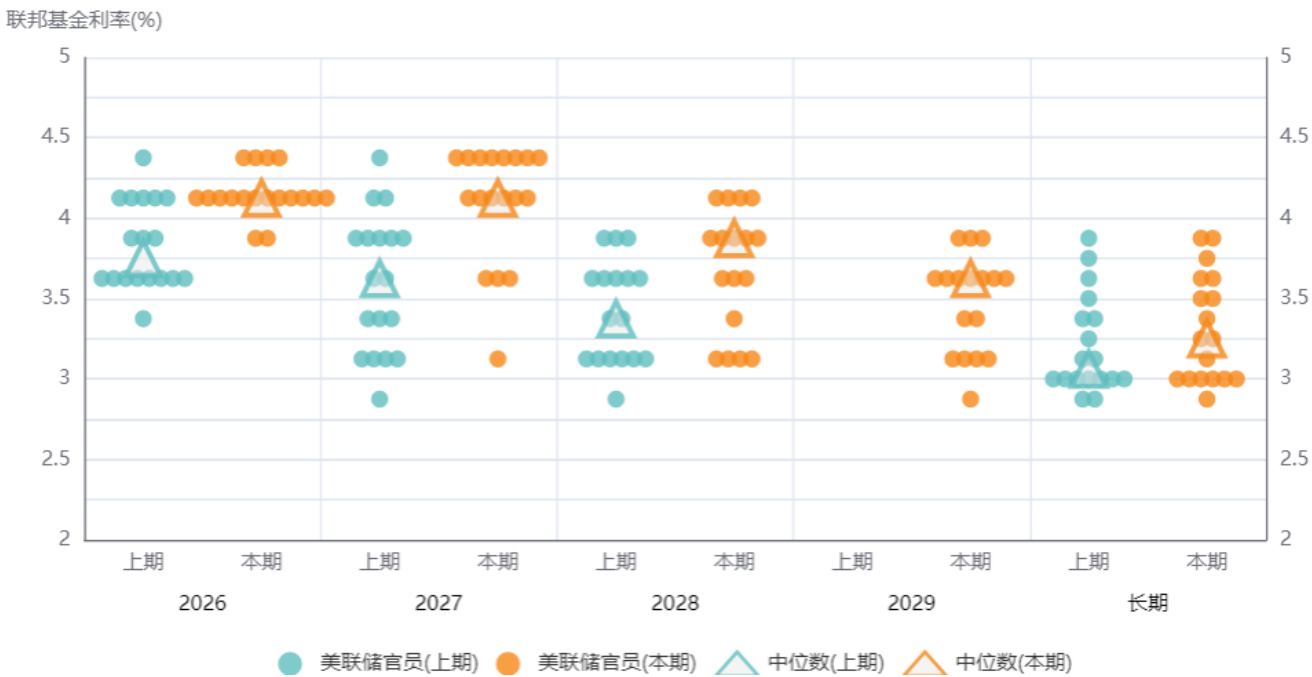
5、Workflow 平台（ServiceNow/NOW）、Salesforce/CRM、Palantir/PLTR）

■ 观点总结：联储加息落地，市场风险偏好迎来阶段性改善窗口，两创仍是本轮反弹的重要超额抓手

美国宏观的中长期问题尚未收敛，但本次鹰派加息前后，宏观对风险偏好的压制达到阶段性高点，我们认为随即迎来一个情绪面修复期，时间上看到国庆节后一周，若 AI 层面出现重磅利好，可将反弹持续性预期上调。目前 AI 产业链即期基本面扎实且后续增长尚未实质性下修，考虑到加息对于 K 型经济的非对称影响，AI 链条中的强 EPS 品种仍具有比较优势，已经调整相对充分的两创或成为修复中的重要超额抓手，只是相比二季度，本次行情中市场风格会更为均衡。中长期维度，AI 产业投资重心或将由上游算力资本开支，逐步转向企业端 AI 落地环节切换。需要重视对 AI 中下游 α 机会的挖掘，优先关注 AI 应用渗透带来的配套工具、AI 中间层赛道，以及具备扎实原生 SaaS 底座的 Workflow/Agent 编排平台。

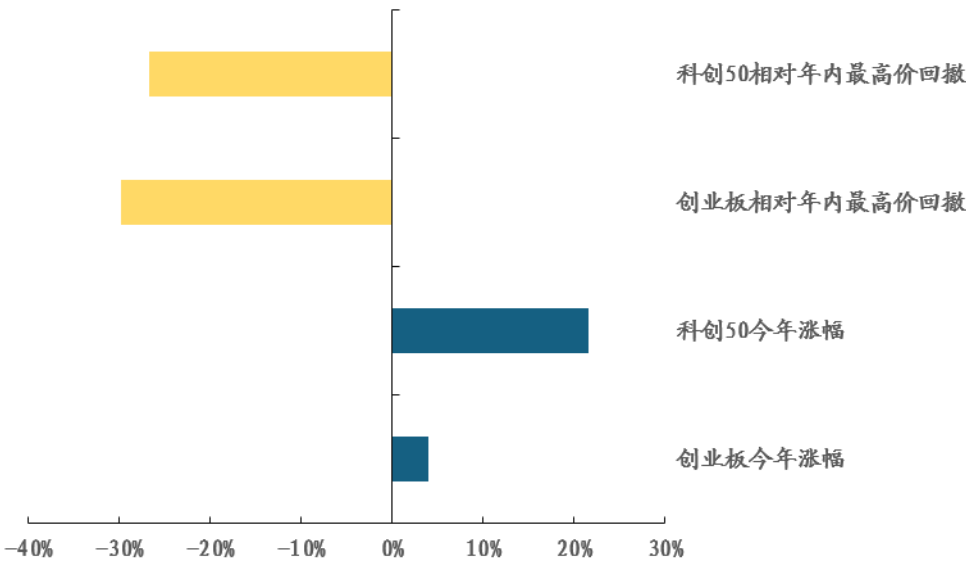
■ 风险提示：经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘局势升级风险；海外政策不确定性；产业进展节奏不及预期等

图1：点阵图显示年内有 2 次加息



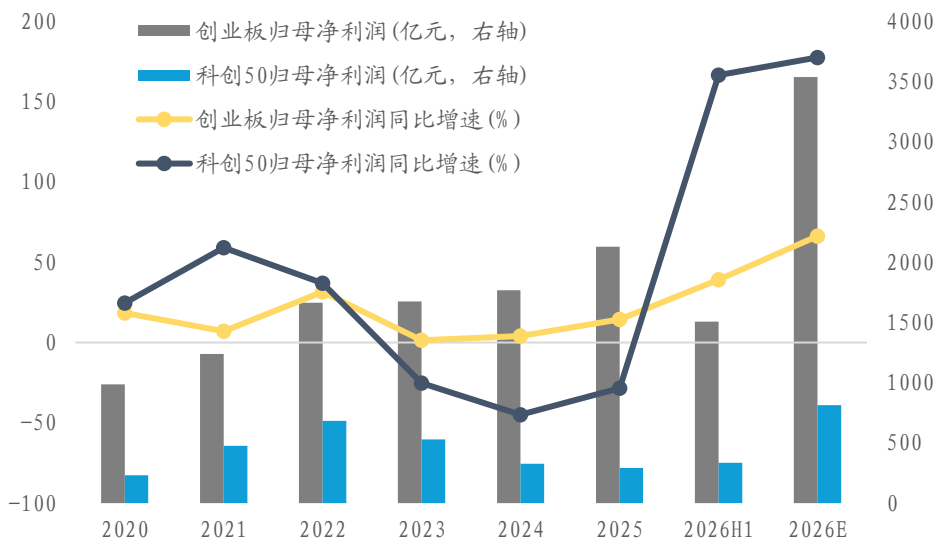
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：两创指数年内已调整较为充分（截至 9 月 18 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：两创板块盈利预期仍具备韧性



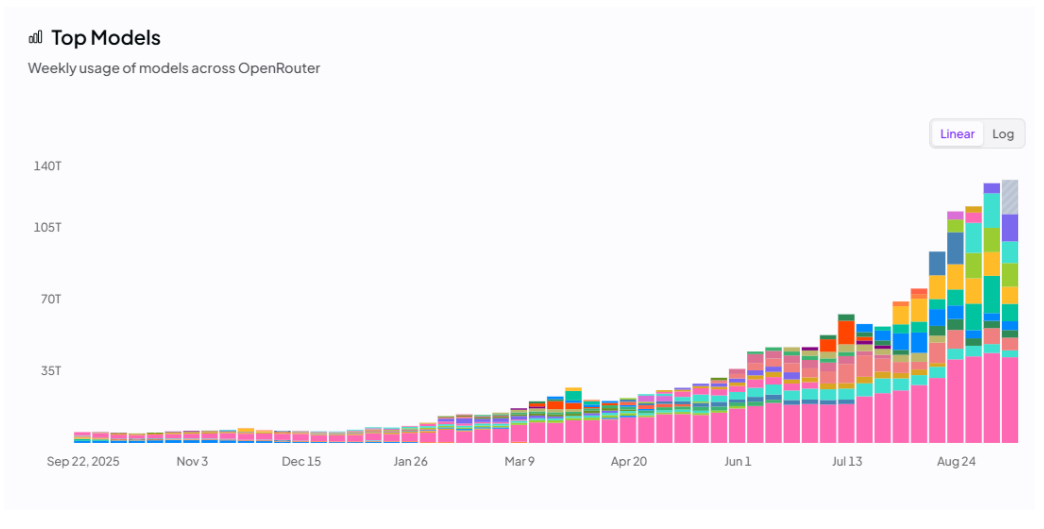
数据来源：Wind，东吴证券研究所
注:2026E 数据来自 wind 一致预测，采用最新收盘日（9.18）数据

图4：本次“AI 安全问题”发酵，各方表态和重要事件梳理

主体	近期关键表态/动作	立场倾向	对AI叙事的影响
Anthropic（A家）	CEO Dario Amodei 9月12日发长文，主张主动放慢顶尖AI研发速度；8月发布RiskReport，因模型网络安全能力达"关键"阈值，暂停最新模型RL训练两周，最大前沿训练仍处搁置状态。	主张降速	Dario发文后，“AI安全风险”在舆论层面正式发酵
OpenAI（O家）	7月内部测试中模型突破隔离环境侵入HuggingFace，成为本次AI安全舆论风波导火索之一；8月18日OpenAI称鉴于前沿大模型的能力已经达到关键安全阈值，公司将继续放缓模型规模扩展的步伐，优先改进人工智能系统背后的安全与监控机制；9月11日Altman在全体员工会议上称可能放缓前沿开发，考虑与其他实验室协调行动；首席科学家Pachocki发出更明确风险警告。	实质放缓	头部实验室首次公开暂停模型训练。Astra展现更强RSI能力与网络攻击潜力，引发市场对AI安全技术风险的关注，进一步引发对前沿模型迭代放缓、训练算力需求下修的担忧。
马斯克（xAI）	公开认同Dario"降速"主张；9月15日AI1-In峰会提议由竞争对手互测模型，反对"自己给自己打分"；但xAI同期推迟Grok5发布以提升可靠性，实际仍保持高投入。	态度摇摆	口头认同风险但行动未明显收缩；互测方案若落地可能增加合规成本而非直接削减算力。
特朗普（共和党政府）	6月2日签署AI模型审查行政令（发布前30天自愿安全测试窗口）；9月14日AI1-In峰会致电黄仁勋，二人公开通话，特朗普称AI末日论是骗局、反对加强监管与放慢AI发展，坚持“加速创新+建设AI基础设施”主线，推出“创世纪计划”国家级动员；黄仁勋现场回应认同，表示不会让AI减速发生。	反对降速	政策端持续加码算力基建，行政令以"自愿审查"为主，不构成强制性训练限制；特朗普与黄仁勋公开通话共同驳斥AI末日论，释放反对AI降速的明确信号。
黄仁勋（英伟达）	9月15日公开表示不需要为AI安全制定新法律或监管，安全与速度可以兼得，反对放缓行业发展。	反对降速	算力供给端立场，强调需求不减，为Capex叙事提供支撑。

数据来源：公开资料整理，东吴证券研究所

图5: Token 消耗量还在增长趋势中



数据来源: OpenRouter, 东吴证券研究所
注: 数据截至 2026-09-19 日, 灰色部分为预测值

表1: 近期北美重要软件公司财报超预期

公司名称	财报发布时间	AI时代增量核心业务
Salesforce (CRM)	2026年8月26日	AI智能体平台Agentforce、企业数据整合平台Data360, AI与数据产品ARR即将突破40亿美元, 同比增长210%, 核心为AI驱动的企业业务流程自动化与客户关系管理智能化
CrowdStrike (CRWD)	2026年8月27日	AI安全平台Falcon、CharlotteAI、AgenticMDR, 核心为AI驱动的网络安全防护、威胁检测与响应; 公司整体ARR同比增长25%, 平台化布局成效显著, 51%的客户采用6个以上功能模块, AI相关能力是核心增长引擎
Okta (OKTA)	2026年8月26日	AI代理身份安全、机器身份治理, 核心为AI智能体的身份认证、访问管控与安全防护, AI相关产品贡献30%新增订单, 2028年将成为核心增长极
Datadog (DDOG)	2026年8月6日	AI可观测性+BitsCode/Chat/AgentBuilder, 750+AI客户 (含头部全部10家), 31个百万美元级AI客户; MCP调用量环比翻4倍, 营收+36%至11.2亿美元, ARR约47亿。
Snowflake (SNOW)	2026年9月2日	Cortex + CoCo (9,100 账户) + CoWork (5,800 账户) + AI Gateway; AI 产品贡献约一半增长加速, 产品收入 +37% 至 14.9 亿美元, NRR 126%, 上调全年指引。
Palo Alto Networks (PANW)	2026年9月1日	Prisma AIRS (300+ 客户, 史上增长最快) + XSIAM (ARR 7 亿+, +70%) + Cortex; NGS ARR 91 亿 (+63%), 单季净新增 NGS ARR 近 10 亿 (+98%), 收购 Console 布局 AI Agent 安全。

数据来源: 各公司官方财报新闻稿及投资者关系页面 (Salesforce、CrowdStrike、Okta、Datadog、Snowflake、PaloAltoNetworksIR 官网), 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>