



A 股策略周报 20261011

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：方智勇（执业 S1130525070001） 分析师：梅锴（执业 S1130525060004）
mouyiling@gjzq.com.cn fangzhiyong@gjzq.com.cn meikai@gjzq.com.cn

继续等待

中美科技股背离背后：基本面预期压制下的估值收敛

近期中美科技股的表现出现了明显的背离，这背后直接的导火索是以美国 FCC 为代表的潜在制裁风险导致的对未来基本面担忧，从而带来了估值的压制，同时还伴随着国内交易结构仍然拥挤下的推波助澜。当下，在 A 股科技股经过大幅调整之后，股价/估值有所反映投资者对 A 股科技股未来基本面的担忧，但难言完全 price in：A 股科技股的估值还是不够便宜，甚至仍高于美股：（1）从自身的估值水位来看，当前以光模块、PCB 以及算力芯片为代表的成长板块 PE TTM 估值分位数仍在 60% 以上，而 PB 估值分位数更高，都还在 85% 以上。尽管动态估值可能合理，ROE 水平当下看已经提升，但这也意味着对未来的基本面假设提出了更高的要求，而这一假设的基础正在面对各种不确定性。（2）和美股对比：当前 A 股科技股的估值仍高于美股，PB 略高于而 PE 远远高于。从细分板块来看：A 股光模块/PCB 的 PB 估值仍远高于美股；A 股 AI 芯片的 PE 估值远高于美股。中国科技股过往相对 A 股内部的极度稀缺景气，是其过去超额收益与估值更快提升的动力；但在全球科技缩圈期，也成为全球科技股横向比较视角下未来走势的隐忧。

未来美国 AI 投资周期的两种走向

当前美股在创新高之后也开始面临自身的问题：盈利开始由于计算口径的差异出现分歧，以 OPEN AI 的营收（500 亿美元 VS 700 亿美元）为代表。尽管乐观和悲观的人都各执一词，但可以明确的是未来美股 AI 科技股的走势也存在较大的不确定性，我们分情况讨论：第一，如果美股科技股的基本面被证实没有问题，那么股价将会重新回归强势，对于 A 股而言，我们认为可能也会有大幅下跌之后的修复，但程度上不会太大，且大概率比美股要弱。理由如下：（1）中美科技股的基本面映射关系已经减弱，背后的核心在于美股科技股由此前的虹吸全球投资资金→注重未来回报之后的利润再分配，让全球 AI 产业链的利润回流美国本土以支撑更远期的投资需求，这是海外利润留存稀缺场景下的必然选择。所以尽管 FCC 并未落地，但只要还未落地就会对中国以光模块为代表的切入美国产业链的板块形成基本面预期压制。（2）交易层面的问题依旧还没消化完毕。本周五（2026-10-09）A 股科技股在暴跌之后出现明显回暖，背后主要是 ETF/市场平准基金进场托底，因为当下融担保比例又回到了前期低点附近，市场维稳必要性在上升。但即便如此，公募基金的筹码集中+逆势操作却是制约反弹的最大因素：7 月底以来在科技股的弱反弹过程中，公募基金在 Q2 重仓的电子和通信板块上都呈现出明显的逆势操作，即反弹时减仓，下跌时略加仓。第二，如果美股科技股的基本面也出现问题，在美股科技股下跌的趋势下 A 股科技股可能更难独善其身。在这种情况下，美国 AI 对全球资金的虹吸效应将会下降，实际利率上行压力将会缓解，叠加 10 月加息预期大幅回落，来自名义利率上行的压力也有所缓和，此时黄金的配置机遇反而可能到来。所以当下来看，全球投资视角下持有美股 AI 科技股+黄金的组合可能是一个对冲组合，但对于国内投资者而言，A 股科技股在科技缩圈过程中不占优势，此时对利率敏感度较低且具备红利属性的能源板块反而成为较好的替代品。

内需：潜在的对冲选择，短期有积极变化但同时存在担忧

在海外高利率+中美科技背离的背景下，除了能源+黄金以外，对于不想离开或无法离开市场的投资者而言，内需也是一个潜在的对冲领域：（1）一方面在经过了过去几年的持续调整之后，消费板块的股息率已经十分可观，甚至部分细分板块的股息率已经超越了银行。（2）另一方面，政策近期也在积极发力：本周五财政部定调“加大逆周期调节力度，加力扩大内需”，预计四季度基建实物工作量加速，对内需形成一定的托底作用。只不过内需目前也存在一些担忧：9 月的 PMI 数据显示供强需弱，现实的走弱可能并未结束，这对股价表现的持续性形成了制约。

全面防御思路下的配置思路

自我们提出积极防御以来，市场出现了明显降温；自我们提出全面防御以来，市场的温度开始进一步下降。积极防御和全面防御的差异，在于：前者意识到了市场的风险，但仍在寻找存在超额收益的资产；而后者则是以防范下行风险为主进行的资产配置。对于海外投资者而言，持有美股科技+黄金仍可以实现有效对冲，但这一点对于国内投资者而言并不成立。黄金是下一个场景的占优资产，而当下可以寻找的是需求对利率敏感度较低同时供给侧发生了较大变化的能源链。基于此，我们推荐：第一，以石油、油运、煤炭为代表的能化链条将继续受益于全球对能源的补库需求，同时是具备红利属性的资产。第二，在 AI 产业趋势存在放缓趋势、基本面产生分歧的背景下，叠加 10 月加息预期大幅回落，实际利率的利率压制逐步缓和，黄金正在迎来配置时机。

风险提示

地缘冲突继续升级；AI 产业趋势迎来重大突破。



内容目录

如何看待当前中美科技的背离：基本面预期压制下的估值收敛	3
未来情景推演：美国 AI 投资周期下的两种走向	5
内需：潜在的对冲领域，有一些积极的变化但同时存在担忧	8
全面防御思路下的配置思路	10
风险提示	10

图表目录

图表 1：近期中美科技股表现出现了明显背离	3
图表 2：8 月中旬后光模块的远期业绩预测增速又下一个台阶	3
图表 3：当前以光模块等为代表的成长板块 PE 估值分位数仍在 60% 以上	3
图表 4：PB 分位数更高，都还在 85% 以上	3
图表 5：尽管这一轮 A 股科技股的估值已经腰斩，但与美股相比，PB 相近，PE 仍高出许多	4
图表 6：细分板块来看，A 股光模块/PCB 的 PB 估值仍远高于美股；A 股 AI 芯片的 PE 估值远高于美股	4
图表 7：高利率对美股科技股的估值存在压制，美股创新高主要靠盈利贡献，估值贡献甚至为负	5
图表 8：ETF 在市场下跌的过程中持续大幅净申购，两融担保比例又回到了前期低点附近	6
图表 9：7 月底以来公募基金在电子板块逆势操作：反弹就减仓，下跌略加仓	6
图表 10：通信也呈现出类似的特征	6
图表 11：若美国 AI 投资放缓，实际利率上行将继续缓和	6
图表 12：10 月加息概率大幅回落	6
图表 13：部分消费细分板块的股息率甚至已经超过了国有大型银行	8
图表 14：地方政府债务结存限额的使用可能会提升四季度实物工作量的回暖	8
图表 15：9 月呈现出明显的供强需弱	9

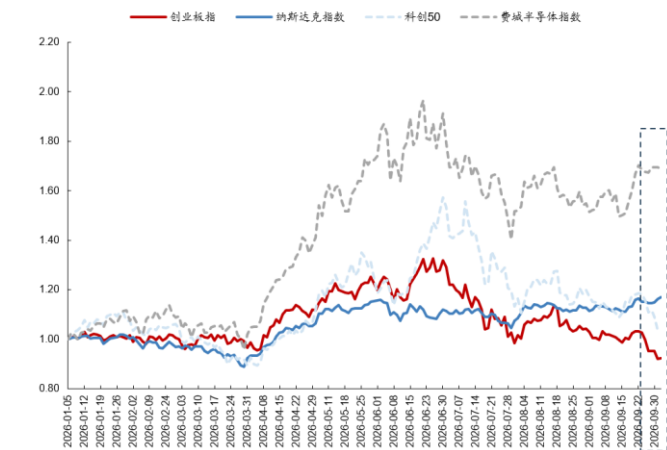


如何看待当前中美科技的背离：基本面预期压制下的估值收敛

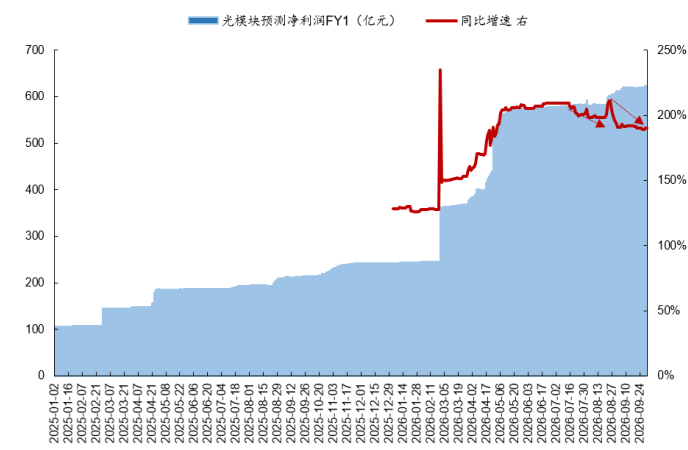
近期中美科技股的表现出现了明显的背离：在纳斯达克指数创年内新高时创业板指却创年内新低，而费城半导体指数修复至前期高位时，科创 50 却回到了 4 月行情启动前的位置附近。我们认为这背后并非是当前基本面已经出现了问题，而是美国以 FCC 为代表的潜在制裁风险带来的对未来基本面担忧带来的杀估值，同时还伴随着交易结构拥挤下的推波助澜。

图1：近期中美科技股表现出现了明显背离

图2：8月中旬后光模块的远期业绩预测增速又下一个台阶



来源：wind，国金证券研究所



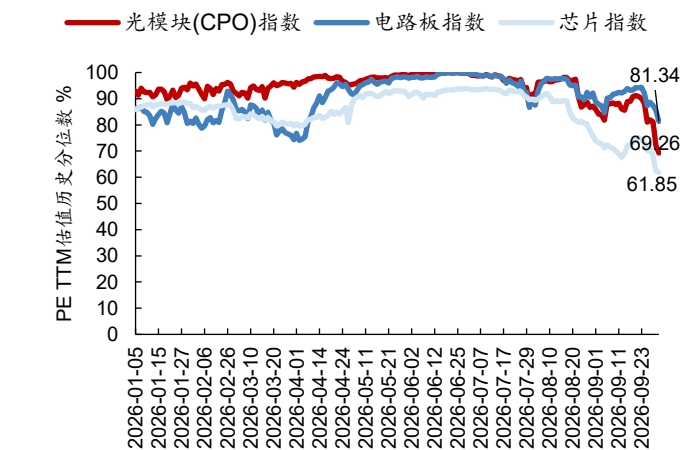
来源：wind，国金证券研究所

经过这一轮调整之后，国内科技股的估值是否已经杀到位？我们分别从两个维度分析：

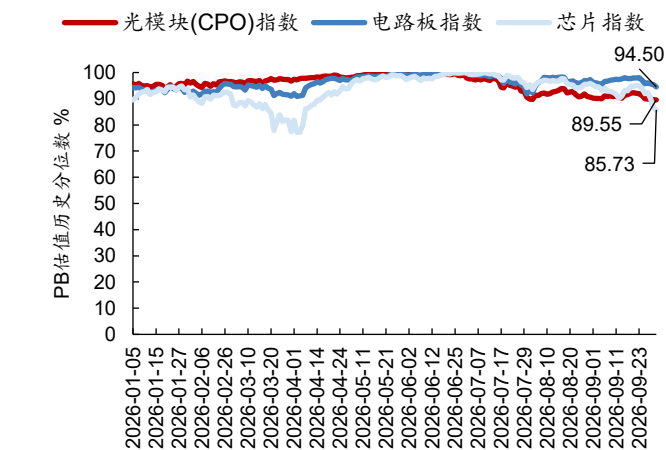
（1）从自身的估值水位来看，当前以光模块、PCB 以及算力芯片为代表的成长板块 PE TTM 估值分位数仍在 60% 以上，而 PB 估值分位数更高，都还在 85% 以上，难言进入到较为便宜的区间。

图3：当前以光模块等为代表的成长板块 PE 估值分位数仍在 60% 以上

图4：PB 分位数更高，都还在 85% 以上



来源：wind，国金证券研究所



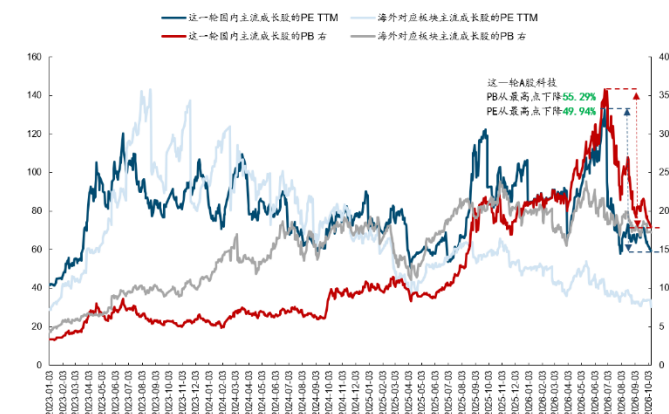
来源：wind，国金证券研究所

（2）和美股对比：我们分别选取中美代表性的科技龙头公司作为分析样本，从整体估值来看，这一轮 A 股科技股的 PE 和 PB 估值自高点已经腰斩，但美股的估值甚至在接近新高/上涨过程中下降，因此当前 A 股科技股的估值仍高于美股，PB 略高于而 PE 远远高于。从细分板块来看：A 股光模块/PCB 的 PB 估值仍远高于美股；A 股 AI 芯片的 PE 估值远高于美股；存储板块的估值相同。

因此，根据上述分析我们可以得到如下结论：当下，在 A 股科技股经过大幅调整之后，股价/估值有所反映投资者对 A 股科技股未来基本面的担忧，但并未完全反映：估值还是不够便宜，甚至仍高于美股。

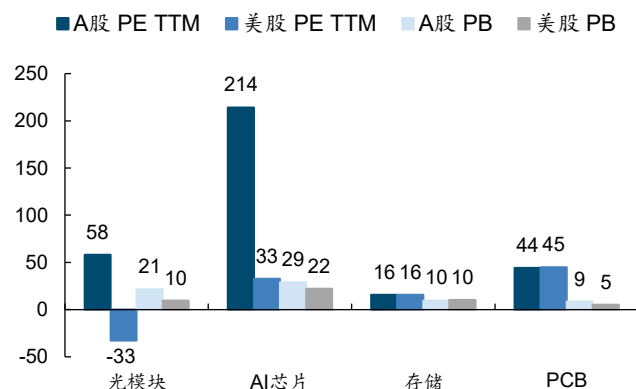


图表5：尽管这一轮A股科技股的估值已经腰斩，但与美股相比，PB相近，PE仍高出许多



来源：wind，国金证券研究所。A股的主流成长股我们选取了TMT行业中2023年以来表现排名靠前的个股，主要集中于光模块、AI芯片、存储以及PCB；同理美股也是在这四个细分领域中选取典型的龙头股。

图表6：细分板块来看，A股光模块/PCB的PB估值仍远高于美股；A股AI芯片的PE估值远高于美股

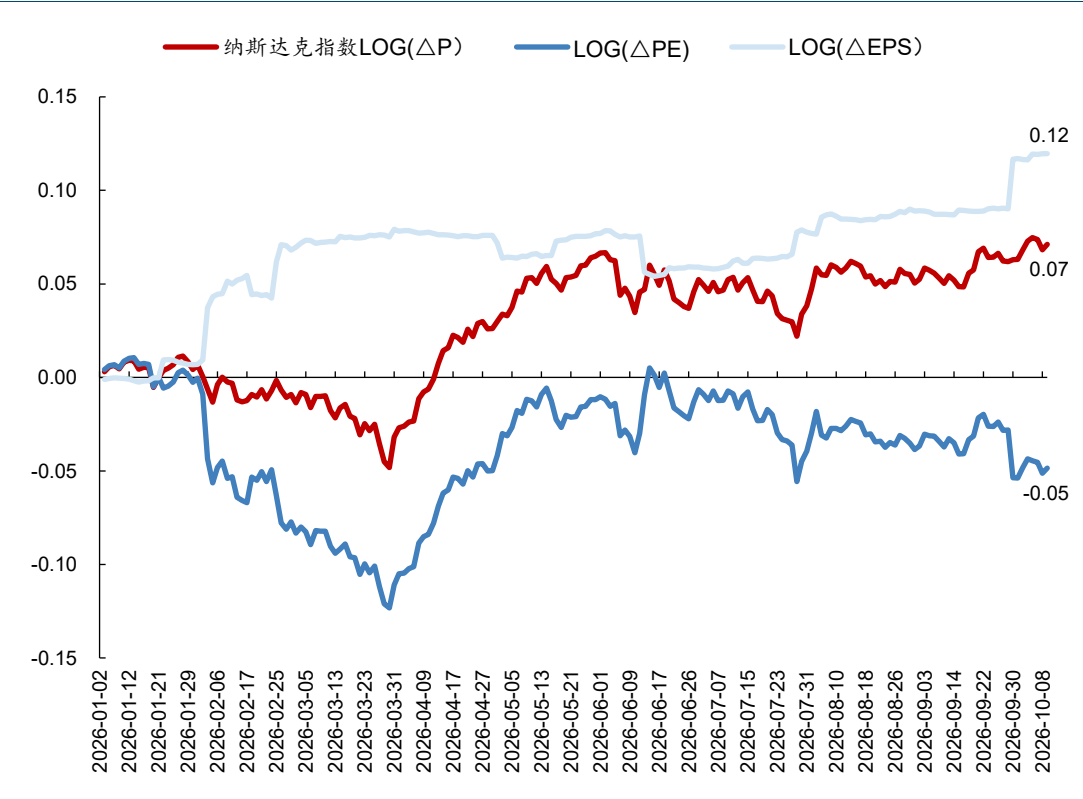


来源：wind，国金证券研究所

未来情景推演：美国 AI 投资周期下的两种走向

当前美股在创新高之后也开始面临自身的问题：一方面是高利率对估值的压制，所以基本上美股目前只涨盈利，估值甚至还在下降；另一方面，盈利也开始由于计算口径的差异出现分歧，以 OPEN AI 的营收（500 亿美元 VS 700 亿美元）为代表。

图表7：高利率对美股科技股的估值存在压制，美股创新高主要靠盈利贡献，估值贡献甚至为负



来源：wind，国金证券研究所

尽管乐观和悲观的人都各执一词，但可以明确的是未来美股 AI 科技股的走势也存在较大的不确定性，我们分情况讨论：

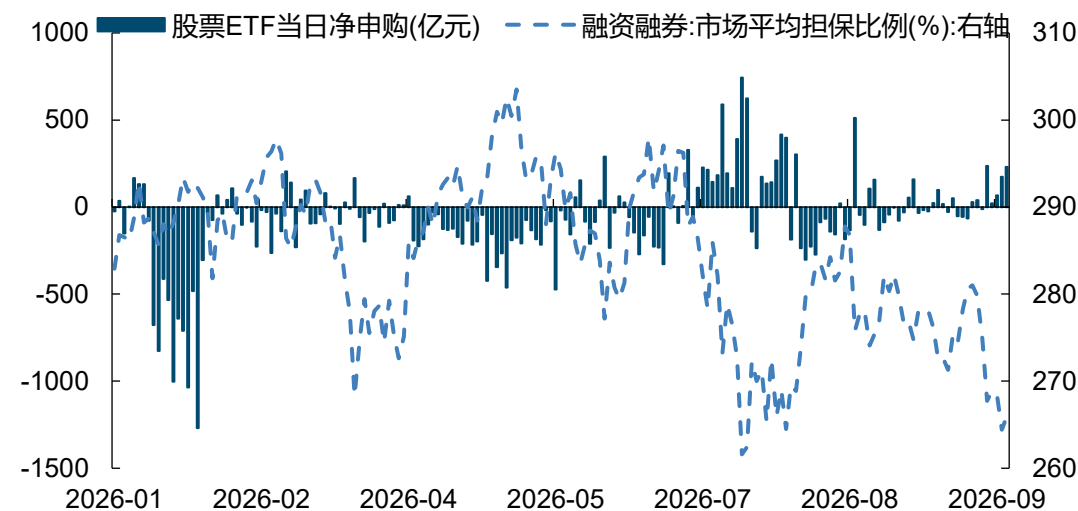
第一，如果美股科技股的基本面被证实没有问题，那么股价将会重新回归强势，对于 A 股而言，我们认为可能也会有大幅下跌之后的修复，但程度上不会太大，且大概率比美股要弱。理由如下：

（1）美股科技股的基本面没问题并不意味着 A 股的基本面压制解除，中美科技股的基本面映射关系已经减弱，背后的核心在于美股科技股由此前的虹吸全球投资资金→注重未来回报之后的利润再分配，让全球 AI 产业链的利润回流美国本土以支撑更远期的投资需求。所以即便美股科技股的基本面继续向好，但背后其实不再是此前做大蛋糕下的共赢，而是远期回报要求下的分其他非美科技股蛋糕的过程。所以尽管 FCC 并未落地，但只要还未落地就会对中国以光模块为代表的切入美国产业链的板块形成基本面预期压制。

（2）交易层面的问题依旧还没消化完毕。本周五（2026-10-09）A 股科技股在暴跌之后出现明显回暖，背后主要是 ETF/市场平准基金进场托底，因为当下融担保比例又回到了前期低点附近，市场维稳必要性在上升。但即便如此，公募基金的筹码集中+逆势操作却是制约反弹的最大因素：7 月底以来在科技股的弱反弹过程中，公募基金在 Q2 重仓的电子和通信板块上都呈现出明显的逆势操作，即反弹时减仓，下跌时略加仓。



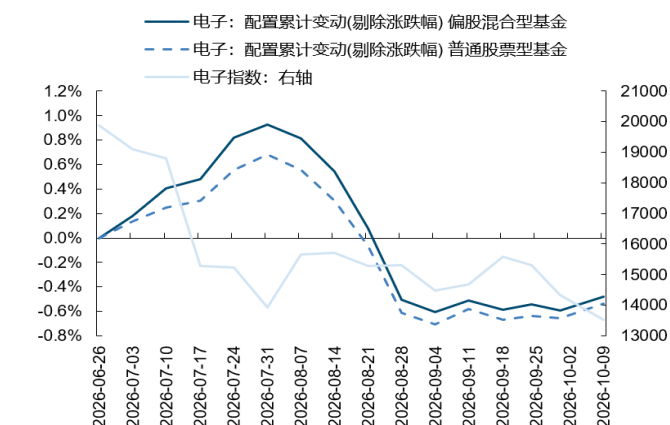
图表8: ETF 在市场下跌的过程中持续大幅净申购, 两融担保比例又回到了前期低点附近



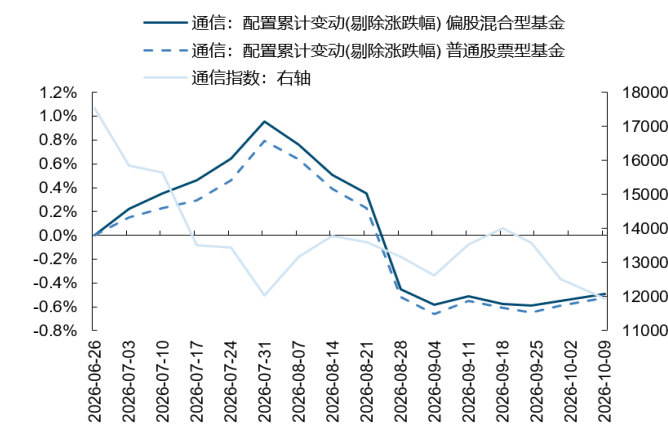
来源: wind, 国金证券研究所

图表9: 7月底以来公募基金在电子板块逆势操作: 反弹就减仓, 下跌略加仓

图表10: 通信也呈现出类似的特征



来源: wind, 国金证券研究所

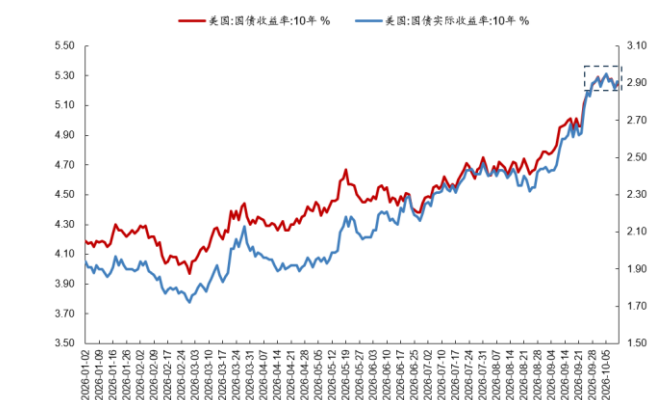


来源: wind, 国金证券研究所

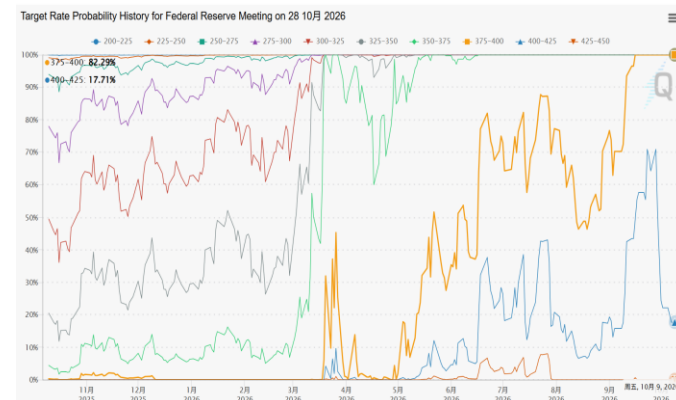
第二, 如果美股科技股的基本面也出现问题, 在美股科技股下跌的趋势下 A 股科技股可能更难独善其身, 此时反而中美科技股的走势开始趋同。在这种情况下, 美国 AI 对全球资金的虹吸效应将会下降, 实际利率上行压力将会缓解, 叠加 10 月加息预期大幅回落, 来自名义利率上行的压力也有所缓和, 此时黄金的配置机遇反而可能到来。OPEN AI 的收入放缓信号与近期实际利率上行放缓再次同步, 可能是这一场景的重要验证。

图表11: 若美国 AI 投资放缓, 实际利率上行将继续缓和

图表12: 10 月加息概率大幅回落



来源: CME, 国金证券研究所



来源: wind, 国金证券研究所



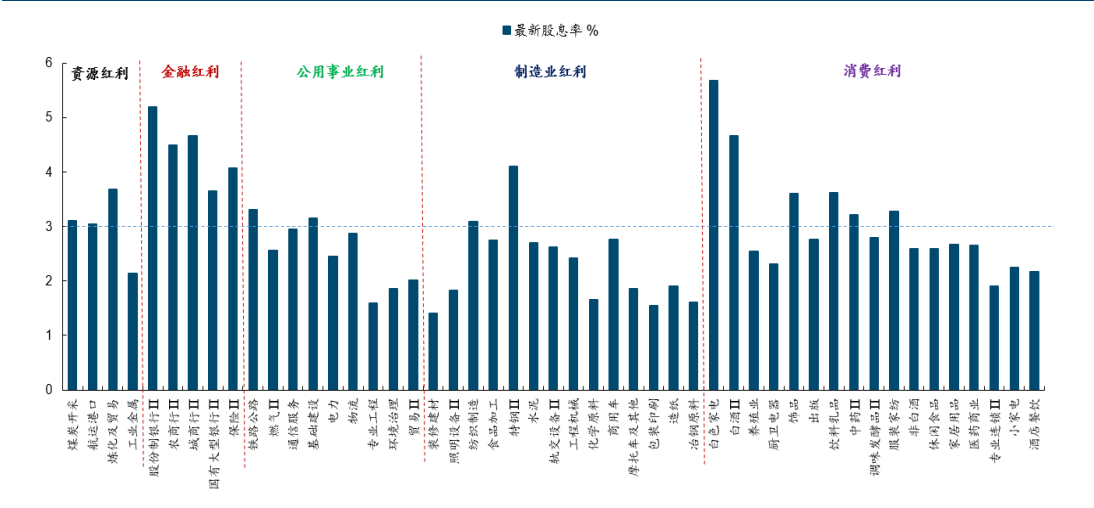
所以当下来看，持有美股 AI 科技股+黄金的组合可能是相对稳妥的选择，但对于国内投资者而言，A 股科技股自身的问题还未彻底解决，此时对利率敏感度较低且具备红利属性的能源板块反而成为较好的替代品，能源+黄金可能是 A 股投资者较好的组合。

内需：潜在的对冲领域，有一些积极的变化但同时存在担忧

在海外高利率+中美科技背离的背景下，除了能源+黄金以外，对于不想离开或无法离开市场的投资者而言，内需也是一个潜在的对冲领域：

(1) 一方面在经过了过去几年的持续调整之后，消费板块的股息率已经十分可观，甚至部分细分板块的股息率已经超越了银行。

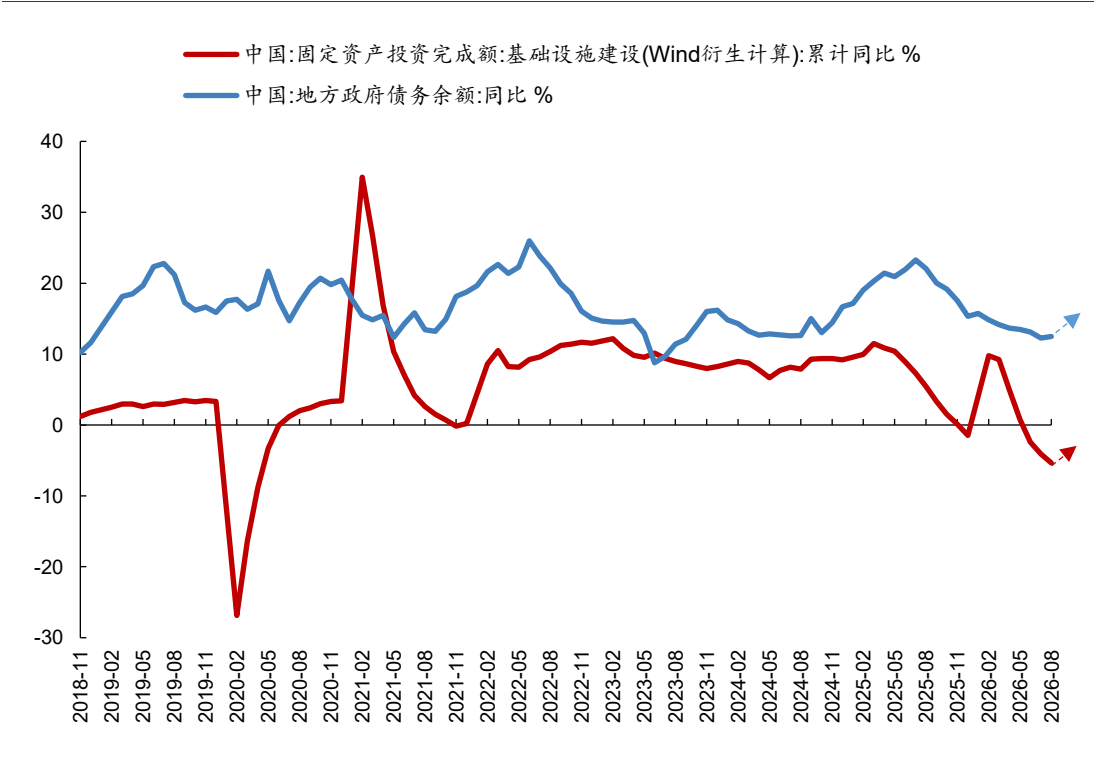
图表13：部分消费细分板块的股息率甚至已经超过了国有大型银行



来源：wind，国金证券研究所

(2) 另一方面，政策近期也在积极发力：本周五财政部发布了《财政部安排使用 5500 亿元地方政府债务结存限额》以及《2026 年上半年中国财政政策执行情况报告》，定调“加大逆周期调节力度，加力扩大内需”，预计四季度基建实物工作量加速，对内需形成一定的托底作用。

图表14：地方政府债务结存限额的使用可能会提升四季度实物工作量的回暖

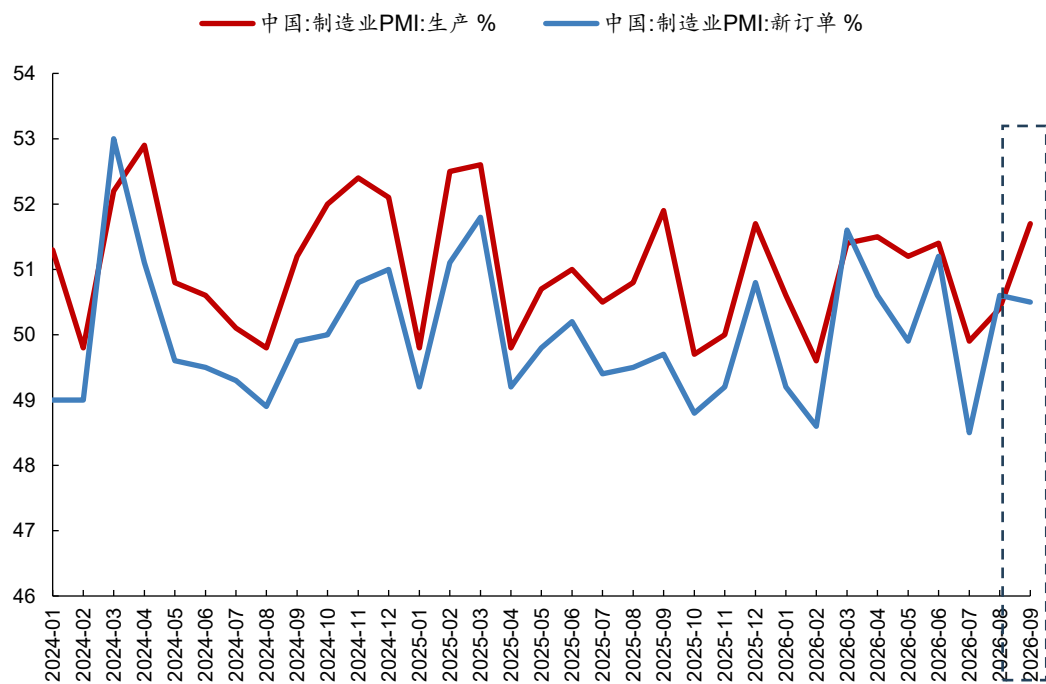


来源：wind，国金证券研究所

尽管如此，内需目前也存在一些担忧：9 月的 PMI 数据显示供强需弱，政策刺激需求的效果仍有待进一步观测。



图表15: 9月呈现出明显的供强需弱



来源: wind, 国金证券研究所

全面防御思路下的配置思路

自我们提出积极防御以来，市场出现了明显降温；自我们提出全面防御以来，市场的温度开始进一步下降。积极防御和全面防御的差异，在于：前者意识到了市场的风险，但仍在寻找存在超额收益的资产；而后者则是以防范下行风险为主进行的资产配置。对于海外投资者而言，持有美股科技+黄金仍可以实现有效对冲，但这一点对于国内投资者而言并不成立。黄金是下一个场景的占优资产，而当下可以寻找的是需求对利率敏感度较低同时供给侧发生了较大变化的能源链。基于此，我们推荐：

第一，以**石油、油运、煤炭**为代表的能化链条将继续受益于全球对能源的补库需求，同时是具备红利属性的资产。

第二，在AI产业趋势存在放缓趋势、基本面产生分歧的背景下，叠加10月加息预期大幅回落，实际利率的利率压制逐步缓和，**黄金**正在迎来配置时机。

风险提示

地缘冲突继续升级：如果地缘冲突持续升级，那么油价冲击持续，通胀压力将会带来紧缩预期，与文中对利率的假设不符。

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



特别声明：

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

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究