

策略周报

超跌特征明确，短期抓手验证

本轮调整的核心矛盾在海外而非国内基本面，10 月 23 日市场的反弹短期或有延续性，具体赛道上把握人形机器人和端侧 AI 两大抓手。

- **10 月以来本轮调整的核心矛盾在海外而非国内基本面。**美债 10 年期收益率一度攀升至 2007 年以来新高，从估值分母端直接压制全球风险资产；AI 中长期成长趋势虽未根本逆转，但市场开始纠偏算力通胀的远期乐观预期，云厂商债务融资与资本开支逻辑迎来重定价，AI 板块同步经受业绩兑现与资本开支预期双重验证，这是本轮全球权益下行及 A 股跟跌的两大核心驱动。
- **杠杆资金持续出清，海外风险尚未充分释放。**融资余额由 9 月初约 2.65 万亿元回落至 2.46 万亿元附近，全 A 成交额最低下探至 1.5 万亿元以下；长端美债收益率虽自阶段高点回落但绝对水平仍高，美联储 10 月按兵不动只是加息周期的阶段性暂停而非政策转向，12 月仍存加息可能，叠加地缘扰动下油价高位运行，利率终端峰值尚未确认。
- **短期超跌特征明确，但中期反弹持续性仍取决于两大前提。**宽基指数回落至关键区域，成交明显缩量，估值分位与情绪指标同步偏低，BOCIASI 情绪指标快线最低下行至 13.7%，跌破阈值再度发出加仓信号，恐慌性抛压多已一次性释放，继续大幅降仓必要性下降；但超跌不等于趋势反转，中期反弹一方面依赖政策在稳增长、稳市场、稳预期上保持连续性，另一方面需等待三季报、三季度公募持仓、美联储议息、美国中期选举与 APEC 等验证窗口，信号明朗前市场大概率以震荡修复方式消化超跌。
- **具体赛道上，超跌反弹已获明确抓手。**10 月 23 日市场迎来反弹：OpenAI 切入机器人赛道、特斯拉明确 Optimus 量产时间表，为 AI 产业叙事提供新的落地抓手；四部门集中表态稳预期、首批主动型 ETF 获批、宽基 ETF 持续大额净流入，形成短期托底。具体赛道上，人形机器人赔率仍在击球区，端侧 AI 业绩拐点逐步明晰。机器人行情始于低位，板块成交占全 A 比重已回到年内高点，OpenAI 入局与特斯拉时间表发布注入板块新动能，但量产或要等到 2028 年，年底至明年上半年为催化真空，行情预计仍会反复；端侧 AI 确定性更高，四季度为北美大厂新品密集发布窗口，若消费级存储价格涨幅收敛，明年二季度至三季度将现真正业绩拐点，存储价格是最大风险变量，若不收敛则成本压力顺延、估值修复将被业绩证伪。总体而言，人形机器人弹性优于端侧但需择时，端侧业绩渐明但需紧盯存储。
- **风险提示：**1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期；2) 市场波动风险；3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

相关研究报告

《2026 年金融街论坛学习体会》20261020

《9 月和三季度经济数据点评》20261019

《策略周报》20261018

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东

(8621)20328702

peidong.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

目录

市场热点思考	4
一周数据集锦	6
风险提示	9

图表目录

图表 1. BOCI 情绪指数于 10 月 22 日再度发出快线加仓信号.....	4
图表 2. 本轮机器人低位启动，但成交额占比已重回年内高位.....	5
图表 3. 特斯拉 Optimus V3 价值链成本拆分	5
图表 4. 本周全球资产表现.....	6
图表 5. 当前金油比 31.62.....	6
图表 6. 本周小盘成长风格表现相对占优.....	7
图表 7. 本周主力资金重回净流入.....	7
图表 8. 本周股票型 ETF 扩大净申购	7
图表 9. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）	8

市场热点思考

进入 10 月以来，市场延续调整态势，我们认为本轮调整核心矛盾并非国内基本面，而是海外因素主导：10 月 10 年期美债收益率一度攀升至 2007 年以来新高，从估值分母端直接压制全球风险资产，产业层面 AI 中长期成长趋势虽未发生根本性逆转，但市场开始纠偏算力通胀的远期乐观预期，云厂商债务融资，资本开支逻辑迎来重定价，AI 板块同步经受业绩兑现与资本开支预期的双重验证压力，以上两点是本轮全球权益下行以及 A 股跟跌的核心驱动；从 A 股交易结构观察，调整过程中杠杆资金持续出清，融资余额由 9 月初的 2.65 万亿元回落至 2.46 万亿元附近，市场成交最低下探至 1.5 万亿元以下。综合来看，海外风险尚未充分出清，长端美债收益率虽自阶段高点有所回落，但绝对水平依旧偏高。即便美联储 10 月议息维持利率不变，也仅为加息周期阶段性暂停而非政策转向，主流预期认为 12 月仍存加息可能，叠加地缘扰动下油价高位运行，而美债收益率见顶的先决条件是前端通胀预期与油价同步回落，油价的高位韧性或意味利率终端峰值尚未确认。但短期 10 月 23 日市场迎来反弹，一方面 OpenAI 切入机器人赛道，特斯拉明确 Optimus 量产时间表，为 AI 产业叙事提供新的落地抓手，另一方面四部门集中表态稳增长预期，首批主动型 ETF 获批，宽基 ETF 持续大额净流入形成短期托底。

我们认为，短期择时性价比已然凸显，市场超跌特征明确，但中期反弹仍取决于内部政策是否连续，以及上市公司三季报、三季度公募基金持仓、美联储议息会议、美国中期选举 APEC 等验证窗口。经过前期快速调整，指数回落至关键区域，成交明显缩量，估值分位与情绪指标同步进入偏低区间，超跌特征较为明确；恐慌性抛压多已一次性释放，此时继续大幅降仓的必要性下降。我们主要观测的 BOCIASI 情绪指标本周快线最低下行至 13.7%，跌破阈值线再度发出加仓信号。但超跌只提供修复的起点并不等于趋势反转，中期反弹能否真正展开，我们认为取决于两个前提，一是内部政策能否保持连续性，即在稳增长、稳市场、稳预期方向上持续加码，政策节奏的连续性决定着反弹是短期脉冲式的情绪修复还是中期可持续的风险偏好回升。二是等待多重验证窗口的结果：上市公司三季报检验盈利底是否成立，三季度公募基金持仓揭示机构调仓的真实方向，美联储议息会议关系到全球流动性与风险资产定价，美国中期选举与 APEC 会议则决定外部不确定性能否收敛。在这些信号明朗之前，我们认为市场大概率以震荡修复的方式消化超跌，而非直接展开趋势性上行。

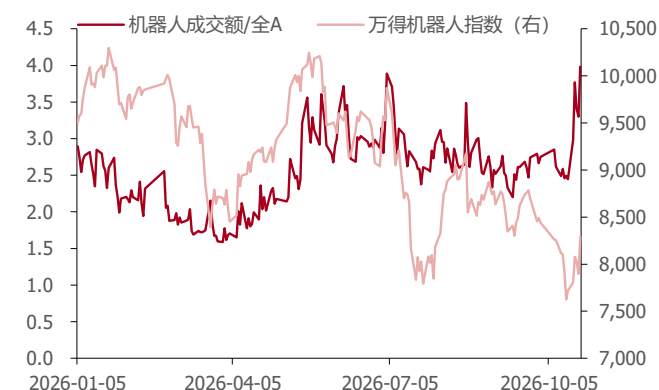
图表 1. BOCI 情绪指数于 10 月 22 日再度发出快线加仓信号



资料来源：万得，中银证券

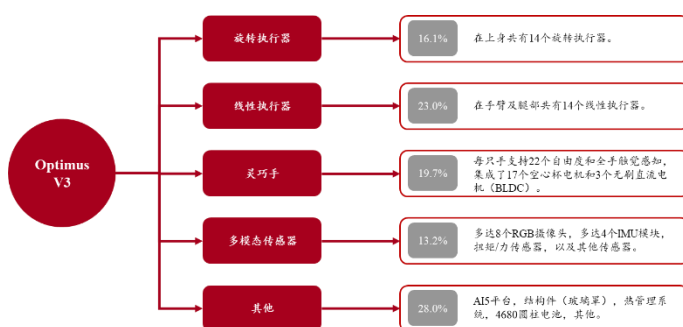
人形机器人赔率仍在击球区，端侧 AI 业绩拐点逐步明晰。本周开启的机器人行情始于低位，年初至今板块指数回撤幅度较大，向上空间更为开阔，但板块成交额占全 A 的比重回到高点。产业端增量信息持续导入，OpenAI 入局让具身智能的模型路径出现新可能，特斯拉给出了产线设计和对外销售的时间表。在算力硬件的分歧在加大，红利资产容纳不下进攻性资金的背景下，机器人板块的承接度和叙事宽度相较其他板块有优势。不过人形机器人真正量产或要等到 2028 年，年底到明年上半年之间是催化真空，因而后续行情我们预计仍会反复。短期端侧 AI 确定性更高，催化时间表更清楚：四季度是北美大厂新品密集发布窗口，而端侧硬件成本端，存储价格与端侧需求是跷跷板，消费级存储价格涨幅一旦收敛，端侧的成本压力和需求压制同时缓解，真正的业绩拐点或在明年二季度到三季度。比较来看，机器人的弹性优于端侧，但需要择时；端侧 AI 业绩观点渐渐明晰，但最大的风险变量还是存储，如果消费级存储价格没有如期收敛，端侧的成本压力会顺延到明年，估值修复就会被业绩证伪。

图表 2. 本轮机器人低位启动，但成交额占比已重回年内高位



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 特斯拉 Optimus V3 价值链成本拆分



资料来源：Counterpoint's Robotics Research，中银证券

一周数据集锦

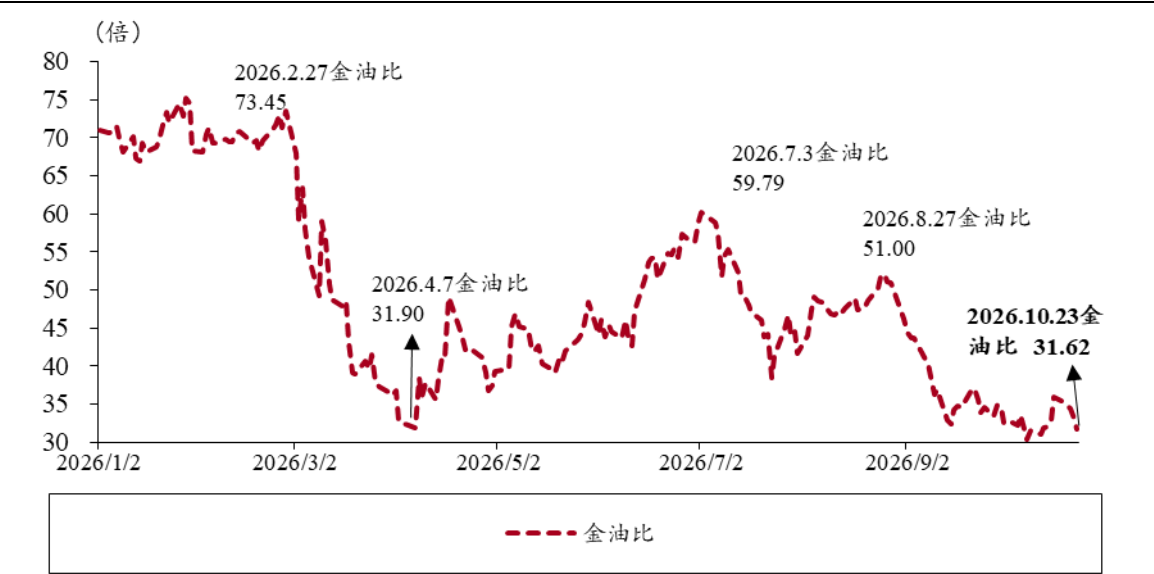
本周全球主要股指全面走弱。截至 10 月 23 日，最新金油比 31.62，自 10 月 8 日本轮低点上行 4.7%。BOCIASI 情绪指标本周慢线下行至 34.8%，快线下行至 13.7%后周五反弹至 23.4%，并于本周四再度发出加仓信号。此前本轮快线分别于 9 月 15 日、28 日及 10 月 14、15 日四次发出加仓信号。

图表 4. 本周全球资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	10月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	(0.67)	(0.57)	10.03
	MSCI新兴市场	(2.63)	(7.44)	12.37
	标普500	(0.47)	(0.36)	11.37
	日经指数	(4.03)	(6.08)	24.54
	斯托克指数	(2.12)	(2.98)	4.70
	韩国综指	(2.08)	(18.83)	31.71
	万得全A	(0.58)	(7.00)	(0.11)
	恒生指数	(4.52)	(6.18)	(9.90)
汇	美元指数	(0.03)	0.27	3.54
	美元兑人民币	(0.06)	(0.25)	(4.42)
	美元兑日元	(0.72)	(0.36)	0.11
	欧元兑美元	(0.32)	(1.11)	(4.61)
商	CRB商品	(0.29)	2.04	40.10
	LME铜	(0.76)	(0.78)	15.09
	布伦特原油	8.55	5.17	101.80
	伦敦金现	(4.20)	(3.90)	(5.84)
债	10Y美债收益率(Bps)	(9.00)	(29.00)	82.00
	10Y国债收益率(Bps)	(0.80)	(2.54)	(25.05)

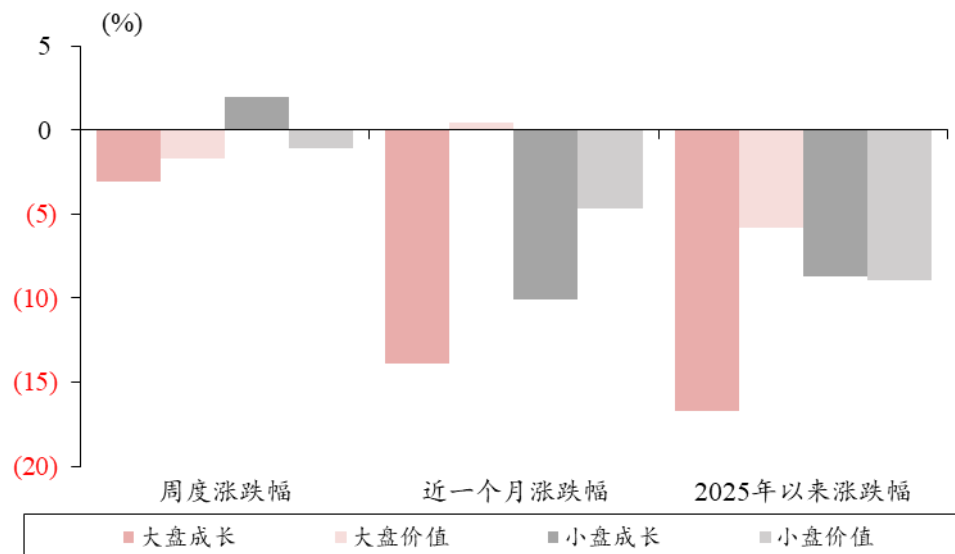
资料来源：万得，中银证券（注：数据截至 2026 年 10 月 24 日）

图表 5. 当前金油比 31.62



资料来源：万得，中银证券（注：截至 2026 年 10 月 24 日）

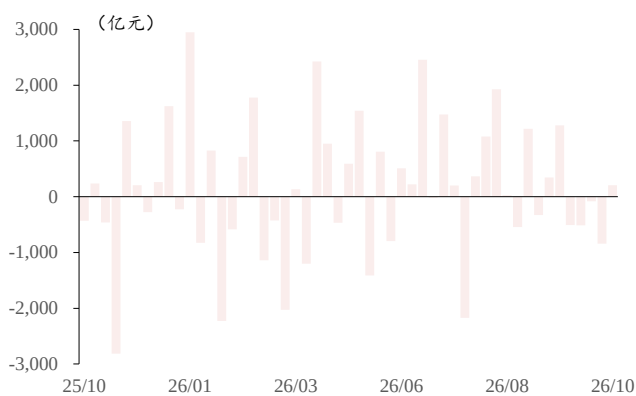
图表 6.本周小盘成长风格表现相对占优



资料来源：万得，中银证券（注：截至2026年10月24日）

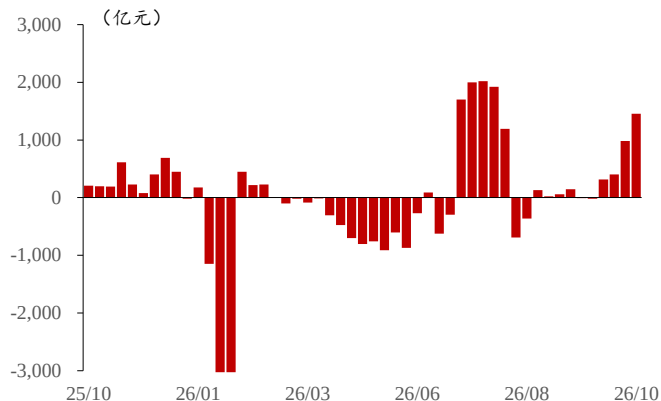
本周 A 股市场主力资金净买入 206.1 亿元，结束此前连续 4 周的净卖出，单周净买入规模创 5 周以来最大。具体行业上，本周市场资金倾向性最高的行业是电子，资金净流入规模达 233.29 亿元；机械设备、计算机分列二、三，资金净流入规模分别是 131.85 亿元和 125.71 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是有色金属、基础化工和公用事业。本周股票型 ETF 场内净申购金额 1452.40 亿元，为连续第 4 周净申购，当周净申购较前周增加 471.74 亿元，单周净申购规模创 3 个月以来最大。其中，份额增加最多的五只 ETF 分别是华泰柏瑞沪深 300ETF、华夏上证科创板 50 成份 ETF、易方达创业板 ETF、华夏沪深 300ETF、嘉实沪深 300ETF；减少最多的五只 ETF 分别是国泰中证煤炭 ETF、华夏中证电网设备主题 ETF、南方中证申万有色金属 ETF、广发中证全指电力公用事业 ETF、摩根标普港股通低波红利 ETF。

图表 7.本周主力资金重回净流入



资料来源：通联数据，中银证券

图表 8.本周股票型 ETF 扩大净申购



资料来源：通联数据，中银证券

图表 9.主力资金行业流向情况（单位：亿元）

	近一周	近一月	近三月	近半年		近一周	近一月	近三月	近半年
电子	233.29	(577.93)	1024.70	6460.86	钢铁	(8.57)	(13.64)	(50.74)	(215.67)
机械设备	131.85	0.78	531.96	1816.70	环保	(9.85)	(40.07)	(49.19)	(80.55)
计算机	125.71	26.63	8.40	21.20	建筑装饰	(13.56)	(11.18)	61.98	(26.05)
通信	39.88	(239.80)	534.59	1279.12	煤炭	(13.91)	3.92	71.56	47.84
汽车	35.21	17.12	224.78	177.29	银行	(14.14)	55.21	264.46	55.96
家用电器	32.31	55.76	145.11	88.68	建筑材料	(15.64)	(68.89)	(17.11)	176.38
食品饮料	9.13	73.89	89.67	(162.88)	国防军工	(23.67)	(41.11)	(5.25)	(290.36)
轻工制造	7.15	2.17	107.56	121.82	交通运输	(25.31)	(2.86)	39.80	(144.02)
美容护理	1.71	3.20	(8.00)	(35.09)	传媒	(25.35)	118.07	278.08	(184.00)
农林牧渔	(0.76)	2.23	250.20	83.45	房地产	(28.71)	(37.86)	123.49	171.96
石油石化	(1.46)	28.06	37.43	(125.44)	电力设备	(33.14)	(97.64)	(244.28)	(1077.68)
商贸零售	(3.53)	(8.73)	38.84	(43.20)	非银金融	(38.72)	(130.88)	(463.41)	(966.36)
医药生物	(4.40)	46.08	501.11	281.90	公用事业	(39.73)	(12.08)	(164.49)	(312.24)
综合	(6.36)	(6.55)	17.24	32.14	基础化工	(42.74)	(136.26)	19.22	234.69
社会服务	(6.70)	(31.04)	16.12	(95.29)	有色金属	(47.01)	(188.09)	(171.76)	(342.01)
纺织服装	(6.88)	(15.27)	47.68	76.87					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2026/10/23

风险提示

- 1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。
- 2) 市场波动风险。
- 3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371