

乍暖还寒时，波动易放大

报告日期：2026-10-29

策略分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

策略分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

策略分析师：陈博

执业证书号：S0010525070002

电话：18811134382

邮箱：chenbo@hazq.com

主要观点

● 市场异动

10月29日市场大跌，其中上证指数下跌0.82%，创业板指下跌4.45%。全A成交额1.64万亿，较上一交易日减少4%。煤炭(+2.21%)、银行(+1.97%)、食品饮料(+1.17%)领涨，通信(-7.56%)、电子(-5.47%)、美容护理(-3.39%)领跌。风格方面，红利和大盘收涨，红利风格如红利指数(+1.06%)领涨，成长风格如创成长(-6.15%)领跌。

● 三星和谷歌业绩不及预期加剧市场对AI景气持续性的担忧，成长产业主线仓位仍高也加大了市场对卖盘压力的担忧

三星、谷歌等AI代表性企业业绩不及预期，脆弱的市场交投环境下再度引致科技板块未来景气持续性的担忧。10月29日，三星电子公布第三季度业绩，销售额195.25万亿韩元，低于市场预期的195.79万亿韩元，净利润75.21万亿韩元，同比增加526%，但仍低于市场预期的86.13万亿韩元。财报不及预期，三星电子今日收跌4.1%。同时谷歌也发布第三季度财报，搜索业务增速、广告收入、云业务等多项核心业务指标均不及市场预期，财报公布后谷歌夜盘跌超10%。当前市场交投情绪仍处于今年4月以来的底部水平，任何利空性事件均会放大对市场的扰动，在海外科技代表性标的业绩不及预期影响下，今日A股相关科技板块大跌。

AI硬件相关板块的高仓位压力还未得到充分释放，加剧了市场对后市卖盘压力的担忧。根据2026年3季度基金持仓数据显示，公募三大主动权益基金在通信、电子行业上的总仓位仍占43.8%，虽较今年2季度下滑了9个百分点，但仍处于历史极高值水平。尽管经历了3季度的大跌，但机构持有产业趋势主线的仓位仍然十分高企，并未如市场预期般大幅回落，由此加剧了市场对筹码过度集中、未来卖盘压力较大的担忧，这与7月下旬基金披露2季报持仓显示“成长产业趋势主线相关方向基金持仓大幅提升创历史新高”，市场担忧筹码过度集中后引发再度下跌类似。

● 脆弱市场偏好环境下扰动易被放大，但扰动事件即将落地有望迎来反弹机会

成市场风险偏好低迷，利空事件易被情绪化放大。立足于成长产业周期第二阶段的三段式框架来看，当前市场处于弱势震荡期末期，预计该过程即将于10月底或11月初左右结束。通常在市场弱势、交投情绪降温的阶段，任何利空性事件的影响都将被市场情绪放大，形成涨跌波动加剧。这在本周市场大涨大跌日度频繁交互中，极致体现。

市场近期的事件扰动较多但即将过去，当下时点不宜惯性悲观。FOMC会议决议利率按兵不动，加息预期扰动暂告段落。3季度基金持仓披露完毕，今日市场已有快速反应。上市公司三季报也即将披露结束，市场对成长科技尤其是AI公司的业绩担忧也将暂告段落。不确定性扰动即将结束，进入11月市场有望迎来基于机构年末业绩考核排名冲刺和春季躁动行情预期提前

的交易性共识，因此市场最悲观时点即将结束。

根据我们的成长产业景气周期投资节奏框架所推演，11月初将进入第二阶段行情的尾声加速上涨阶段，该阶段有望出现一波持续1个月左右、成长风格15%左右涨幅、主线行业20%左右涨幅（按照历史演绎规律），且产业趋势主线行业表现将占优的机会。参考历史规律，市场交投情绪见底的信号较为明确，一方面成长风格和主线行业的换手率已触及第二阶段行情以来最低位，亦是本轮产业周期的底部区间，另一方面全A成交额较前期高点缩量2/3后也较难进一步萎缩，后续回升概率较高。当前时点或是年内的又一次决胜关键时点，趁低位布局成长科技主线或是占优选择。

● 仍可期待年末上涨行情，趁低位布局产业主线

FOMC会议、机构持仓等扰动已落地，三季报扰动也将很快结束，尽管美伊扰动仍有不确定性但市场已然超跌，考虑11月起机构年末排名冲刺和春节躁动预期提前将有助于凝聚市场共识，因此当前时点不宜惯性悲观，年末反弹行情或将到来。本轮年末反弹行情正好对应成长产业景气周期投资框架第二阶段尾声加速上涨期，按历史规律，中性预期可以设定为持续时间1个月左右，成长风格15%、主线行业20%左右且产业主线表现领先的行情，因此首选布局AI上中游硬件方向。

第一条主线是为年末上涨行情积极布局，其中AI上中游硬件等产业景气趋势方向将是最优选择，包括光模块、PCB、CPO、光纤、液冷、存储及半导体设备链、电源设备、数据中心等。我们独家提出的产业周期投资节奏框架对本轮AI产业周期行情把握效果十分优异。根据框架，当下AI产业景气周期的资本市场演绎正处于第二阶段中段震荡期，年内可期待第二阶段尾声加速上涨机会，我们预计将在11月份来临。

第二条主线是AI下游应用方向的主题和扩散性机会轮动机会，主要包括机械设备、机器人、游戏、软件等。其中机械设备同时受益多主题如机器人、商业航天、液冷、高端制造等主题辐射。机器人、游戏和软件一是天然作为AI算力最贴近方向，二是存在催化剂和轮动。

第三条主线是具备强 α 支撑的农产品链条，包括农产品、化肥、农化制品等。超强厄尔尼诺效应对农产品生存气候条件形成巨大变化，从而将对产量形成较大抑制，当前农产品价格已经出现趋势性涨价。

● 风险提示

微观流动性延续负反馈；海外芯片半导体估值消化持续担忧；美伊形势再现反复扰动；美联储货币政策紧缩预期再起；成长风格历史演绎规律的局限性和学习效应偏差等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6/12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。