浦银国际研究

策略月报 | 投资策略

浦銀國際 SPDB INTERNATIONAL

月度市场策略：为有源头活水来

- **AI 叙事再受质疑，港股回调幅度明显大于 A 股。**10 月以来，全球市场表现分化，美股区间震荡，中国市场主要指数均有所回调，核心原因是市场再次质疑 AI 巨额投入的可持续性、融资成本及回报周期。同时，美债利率一度快速冲高，高估值科技股明显承压。中国市场中，上证综指下跌 5.0%，恒生指数回落 6.7%，恒生科技指数和创业板指数跌幅领先。港股跌幅明显大于 A 股，主要受到资金面边际收紧、政策监管的影响，港股沽空仓位亦升至高位，放大了市场波动。

- **估值缓冲有所提升，三季报开启验证窗口。**目前，MSCI 中国和恒指的前瞻市盈率分别为 9.3 倍和 9.5 倍，均跌至过去五年均值以下，AH 溢价扩大至 32.9%。但以风险溢价衡量，港股估值尚未到历史低位，估值修复的动力将更多来自资金面与盈利预期的改善。美国超大云厂商三季报显示 AI 需求端仍强，压力在融资与回报端。市场奖励以自有现金流支撑资本开支的公司，惩罚依赖发债与卖股扩张的公司。AI 板块内部强者更强、弱者更弱的分化将更加明显。

- **资金面尤为关键，关注南向资金能否转为持续净流入。**美债收益率与港股估值在长期趋势上呈负相关，但在短期变动上几乎无关，资金面对港股的影响更为关键。10 月南向资金转为净流出 274.2 亿港元，为年内第二次单月净流出，主要减持平台与 AI 硬件龙头，显示内地资金在降低港股的整体风险敞口。回测显示南向资金流入具有领先性，而当前过去 13 周净流入处于 2021 年以来约 19%分位，短期对港股的支撑偏弱，且 12 月多数年份南向流入明显偏弱。我们预计，南向资金需恢复至每月约 600 亿港元的净流入，才能基本消化当前的股票供给。

- **美股市场：AI 交易的调整或进入后段，11 月中下旬是观察窗口。**美股内部调整已相对充分，半导体等 AI 链条个股普遍较高点回撤超过两成，市场对 AI 的担忧已由需求转向资本回报、发债融资与数据中心信用风险。我们认为，美股短期仍需消化 AI 融资与加息预期的双重压力，但盈利增长依然稳健。若 11 月下旬 AI 算力龙头的业绩与 AI 相关融资节奏缓解市场疑虑，叠加中期选举不确定性消退，年底前美股风险偏好有望逐步修复，修复的动力更可能来自盈利端。

- **中国市场：将维持区间震荡，A 股或较港股更稳健。**11 月上中旬，美国中期选举、美联储 12 月加息预期以及配售与解禁带来的供给压力仍在，港股或维持区间震荡，短期预计 A 股较港股更稳健（资金盘更稳定，受外部扰动更小）。**配置上提升红利端权重**，红利端以公用事业、金融、必选消费作为底仓，提供稳定现金流，并对冲风险偏好下行。成长端聚焦结构性机会，优选高盈利、低估值的晶圆制造、芯片设计龙头。

- **浦银国际重点关注股票组合。**自上次更新至今，浦银国际重点关注股票组合录得下跌 10%，跑输了 MSCI 中国和中概股指数，但跑赢了恒生科技。其中深南电路、康诺亚和百度跌幅较大，而蒙牛乳业表现较佳。**本次组合移除深南电路，加入英伟达，**主要考虑其短期内丰富的催化剂有望提升股价。目前，重点关注股票组合包含台积电、阿里巴巴、百度、百济神州、蒙牛乳业、康诺亚、江南布衣等 8 只股票。

- **投资风险：**政策刺激不及预期，地缘政治紧张局势升级，流动性趋紧。

赖烨烨

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 6441

2026 年 10 月 30 日

扫码关注浦银国际研究

浦银国际 策略月报 月度市场策略：为有源头活水来

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

市场回顾及展望 4
估值：港股估值缓冲有所提升 7
盈利增长：三季报开启验证窗口，AI 资本开支与现金流分化加剧 9
资金流向：南向资金转为净流出，港股资金面边际收窄 11
行业配置、轮动与风格切换 14
投资交易策略：年底前市场如何布局？ 18
浦银国际重点关注股票组合更新 20

图表目录

图表 1：10 月中国市场回调幅度扩大 5
图表 2：10 月，MSCI 中国指数大部分板块表现疲弱，信息技术、医疗健康和材料领跌，而必选消费相对抗跌 5
图表 3：恒生综合指数中，除公用事业和能源以外板块均下跌，材料、医疗健康、信息技术跌幅领先 6
图表 4：沪深 300 指数各板块涨跌不一，必选消费、能源、公用事业表现较佳，但电信服务、信息技术、材料领跌 6
图表 5：相对于全球主要市场，中国股票指数仍具性价比 7
图表 6：经过回调，全球大部分股指的估值已回归至其过去十年均值附近，但港股科技股估值仍相对偏低 8
图表 7：MSCI 中国指数前瞻市盈率 8
图表 8：恒生指数前瞻市盈率 8
图表 9：沪深 300 指数前瞻市盈率 8
图表 10：10 月，AH 溢价进一步扩大至 32.9% 8
图表 11：主要中国股指 2026 年/2027 年盈利增长预期：科技股和 A 股较领先 9
图表 12：MSCI 中国 2026/2027 年的 EPS 一致预期：过去一个月微幅下调 10
图表 13：恒生指数 2026/2027 年的 EPS 一致预期：过去一个月基本持平 10
图表 14：上证综指 2026/2027 年的 EPS 一致预期：2026 年盈利预期有所下调，但 2027 年有所上调 10
图表 15：10 月 1 日至 10 月 28 日，全球主要市场海外资金流向 11
图表 16：10 月 1 日至 28 日，被动型外资净流入基本被主动型外资净流出所抵消 12
图表 17：然而，本土资金净流入加速 12
图表 18：10 月以来，外资持续净流入港股 12
图表 19：……被动型外资录得净流入，但主动型外资转为净流出 12
图表 20：10 月，南向资金转为净流出 13
图表 21：……且在港股成交额占比较 9 月明显降低 13
图表 22：MSCI 中国指数各板块估值 15
图表 23：近一月，信息技术、医疗健康板块盈利预期上调幅度领先，但材料、房地产板块下调幅度较大 15
图表 24：恒生综合指数轮动热力图 16
图表 25：沪深 300 指数轮动热力图 16
图表 26：10 月，价值股大幅跑赢成长股 17
图表 27：……大盘股明显跑赢小盘股 17
图表 28：浦银国际重点关注股票组合：反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点 20
图表 29：浦银国际重点关注股票组合：个股投资逻辑 21

市场回顾及展望

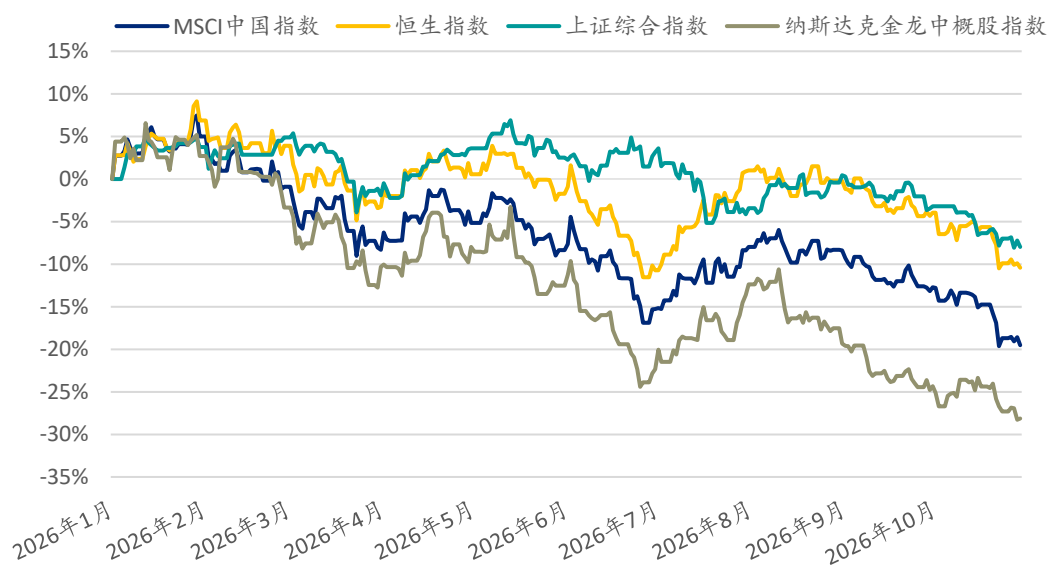
投资者风险明显降温，科技股回调拖累大盘下跌。10 月以来，全球市场表现分化，美股区间震荡，中国市场主要指数均有所回调，核心原因是市场质疑再次质疑 AI 巨额投入的可持续性、融资成本及回报周期。同时，美债利率一度快速冲高对全球股市的风险偏好和估值都形成压制，高估值科技股明显承压。当地时间 10 月 28 日，美联储按兵不动，将基准利率维持在 3.75%-4.00%，但市场对 12 月加息预期在 80%以上。地缘政治方面，中东局势再度升温，推动国际原油价格大幅走高。

港股跌幅明显大于 A 股，科技股领跌。截至 10 月 29 日，10 月上证综指下跌 5.0%，恒生指数回落 6.7%，MSCI 中国指数下跌 7.8%，科技属性较强的恒生科技指数和创业板指数分别下跌 12.0%和 19.7%（图表 1）。港股表现较弱，主要受到资金面边际收紧（南向转为净流出）以及政策监管的影响（电商平台监管与离岸信托税宽限期到期等）。港股沽空仓位亦升至高位，放大了市场波动。近期，A 股宽基 ETF 净流入加速，成交额明显放量，托底资金的作用较为明显。

展望 11 月，中国市场或维持区间震荡，A 股或较港股更稳健。经过 10 月的调整，港股估值已有一定缓冲，但以风险溢价衡量尚未到历史低位。11 月上中旬，美国中期选举、美联储 12 月加息预期以及配售与解禁带来的供给压力仍在，港股或以震荡筑底为主。中期选举后港美股联动将增强，美股 AI 情绪的修复将对港股科技形成外溢支撑。年底前港股要想修复，需要资金面和盈利面的共同改善。我们预计，南向资金需恢复至每月约 600 亿港元的净流入，才能基本消化当前的股票供给，帮助港股市场企稳。在股指区间波动下，预计大盘防御风格将受青睐。11 月中下旬，港股 AI 龙头将陆续公布三季报，资本开支与自由现金流有望改善，叠加不再新增股权融资，有助于盈利预期企稳。12 月 7 日，恒生科技指数扩容将带来个股再平衡，带来短期个股交易机会。相对而言，A 股托底资金明确、融资盘已大幅出清，且受外部扰动更小，短期表现或更为稳健。

年底前交易策略：提升杠铃策略中红利端的权重。红利端聚焦央国企红利资产和稳定现金流标的，以公用事业、金融、必选消费作为底仓，既能对冲风险偏好下行的影响，又能持续贡献稳定的现金收益。成长端聚焦结构性机会，AI 仍是中期主线，盈利预期进入检验期，回调后优选高盈利、低估值龙头。我们认为，市场大幅回调后，盈利仍能兑现、动态估值已明显消化乐观预期的龙头，风险收益比正逐步改善。选股上，优先考虑历史盈利能力强、跨周期利润率更稳定、现金流充裕，且按保守盈利测算估值仍具吸引力的行业龙头，比如晶圆制造、芯片设计龙头。

图表 1：10 月中国市场回调幅度扩大

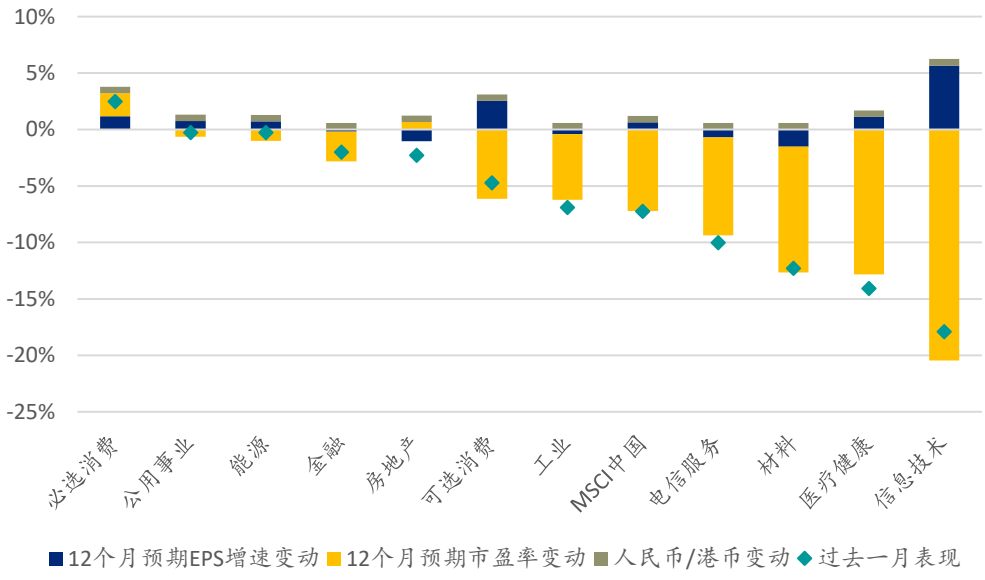


注：数据截至 2026 年 10 月 29 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

从板块上看，估值收缩导致大部分板块下跌。10 月，MSCI 中国指数大部分板块表现疲弱，信息技术、医疗健康和材料领跌，而必选消费相对抗跌。恒生综合指数中，除公用事业和能源以外板块均下跌，材料、医疗健康、信息技术跌幅领先。沪深 300 指数各板块涨跌不一，必选消费、能源、公用事业表现较佳，但电信服务、信息技术、材料领跌（图表 2-4）。

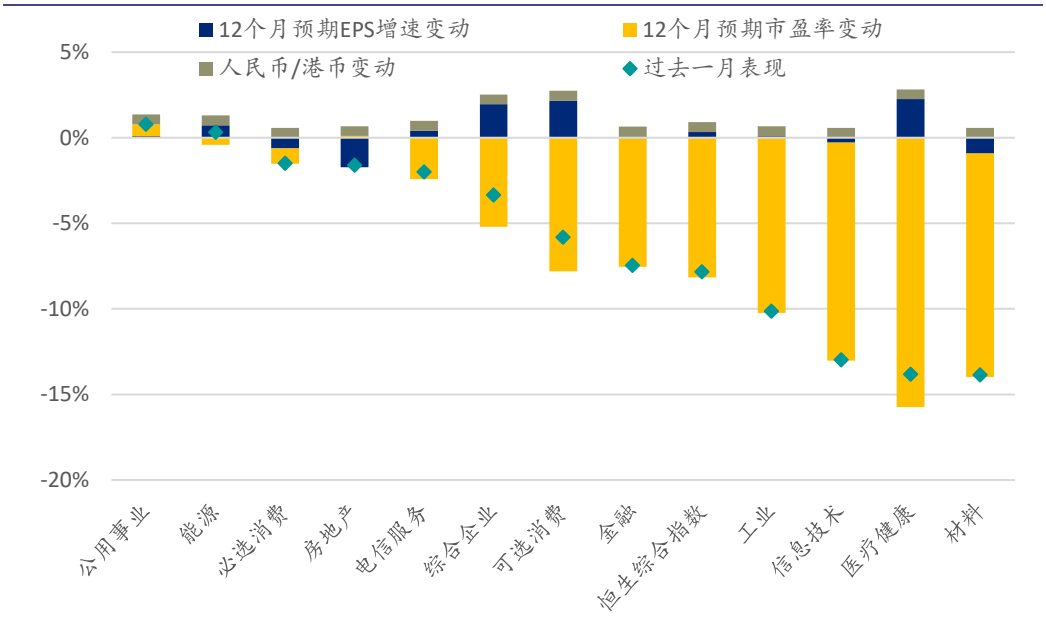
图表 2：10 月，MSCI 中国指数大部分板块表现疲弱，信息技术、医疗健康和材料领跌，而必选消费相对抗跌



注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

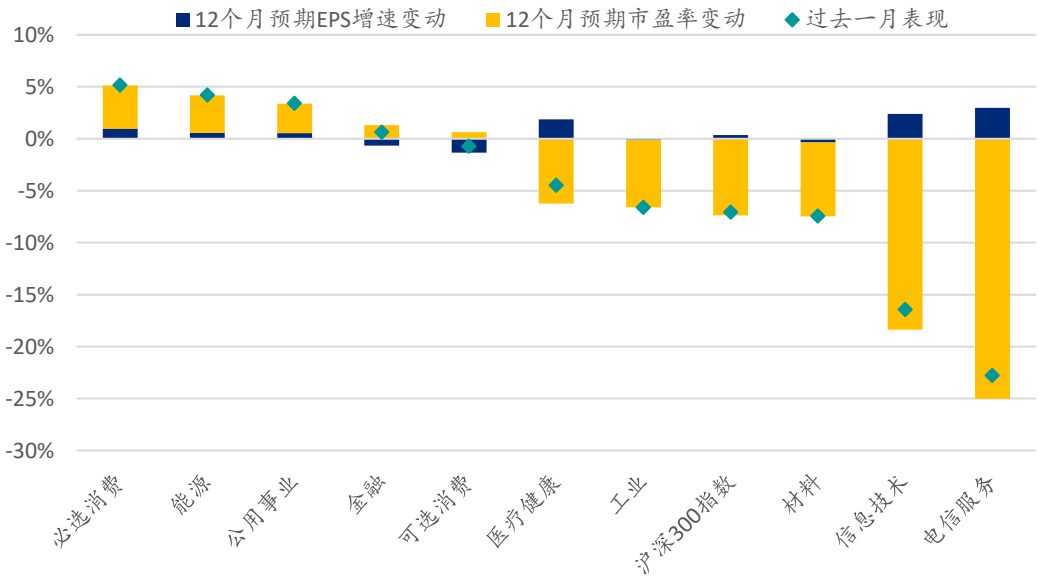
图表 3：恒生综合指数中，除公用事业和能源以外板块均下跌，材料、医疗健康、信息技术跌幅领先



注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：沪深 300 指数各板块涨跌不一，必选消费、能源、公用事业表现较佳，但电信服务、信息技术、材料领跌



注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。

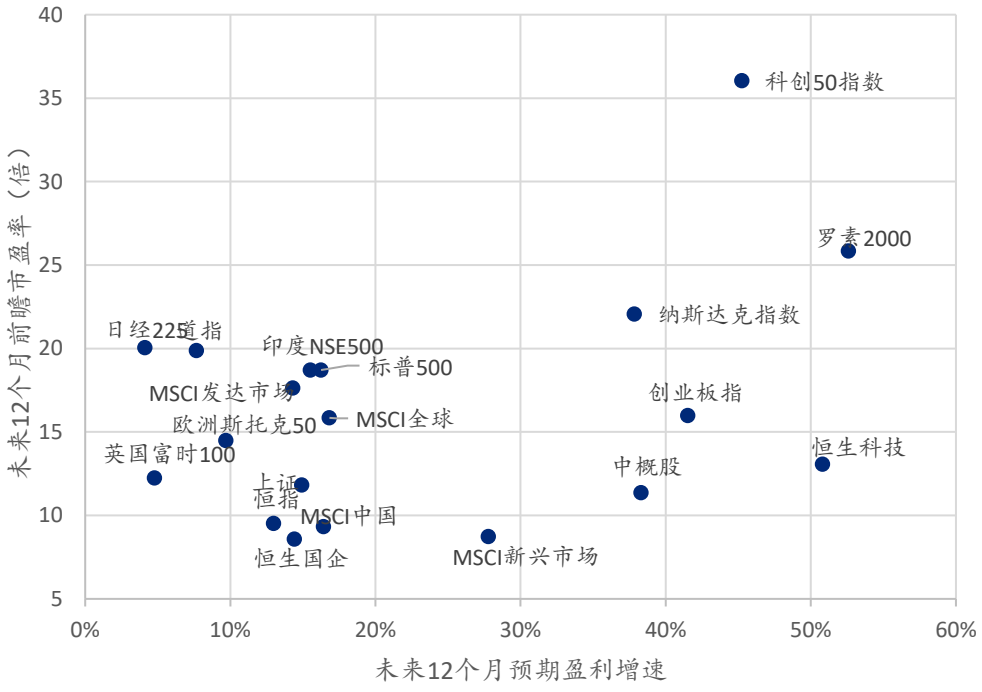
资料来源：Bloomberg、浦银国际

估值：港股估值缓冲有所提升

中国市场估值明显调整，跌至五年均值以下。截至 10 月 28 日，MSCI 中国指数和恒生指数的前瞻市盈率分别为 9.3 倍和 9.5 倍，分别位于过去五年均值负 1.1 倍和负 0.2 倍标准差附近，较此前明显收缩。经过进一步回调，沪深 300 指数前瞻市盈率为 11.5 倍，接近其过去五年负 0.7 倍标准差。对比全球其他主要股票市场指数，标普 500 指数的前瞻市盈率为 18.7 倍，欧洲斯托克 50 指数为 14.4 倍，MSCI 全球市场指数为 15.7 倍。10 月以来，港股回调幅度更深，导致估值相对于全球其他市场的折价更为明显，尤其是科技属性较强的恒生科技指数的前瞻市盈率仅为 13.3 倍，低于其过去五年均值 1 倍标准差，也显著低于美股纳斯达克指数的 22.4 倍，及 A 股创业板指数的 16.3 倍和科创 50 指数的 36.8 倍（图表 5-9）。经过调整，港股估值缓冲有所提升，但尚未触及过去五年历史低位，估值修复的动力将更多来自资金面与盈利预期的改善。

近期，AH 溢价明显扩大，但仍低于过去五年均值。10 月，AH 溢价较 9 月底的 24.5%进一步扩大至 32.9%，港股相对 A 股的折价加深，但仍低于过去五年约 37%的均值（图表 10）。AH 成分股中金融板块和央国企上市公司的占比较高，受 AI 叙事影响相对有限，AH 溢价的扩大更多反映港股资金面的边际变化。接下来，如果南向资金重新转为净流入，有助于 AH 溢价的收窄。

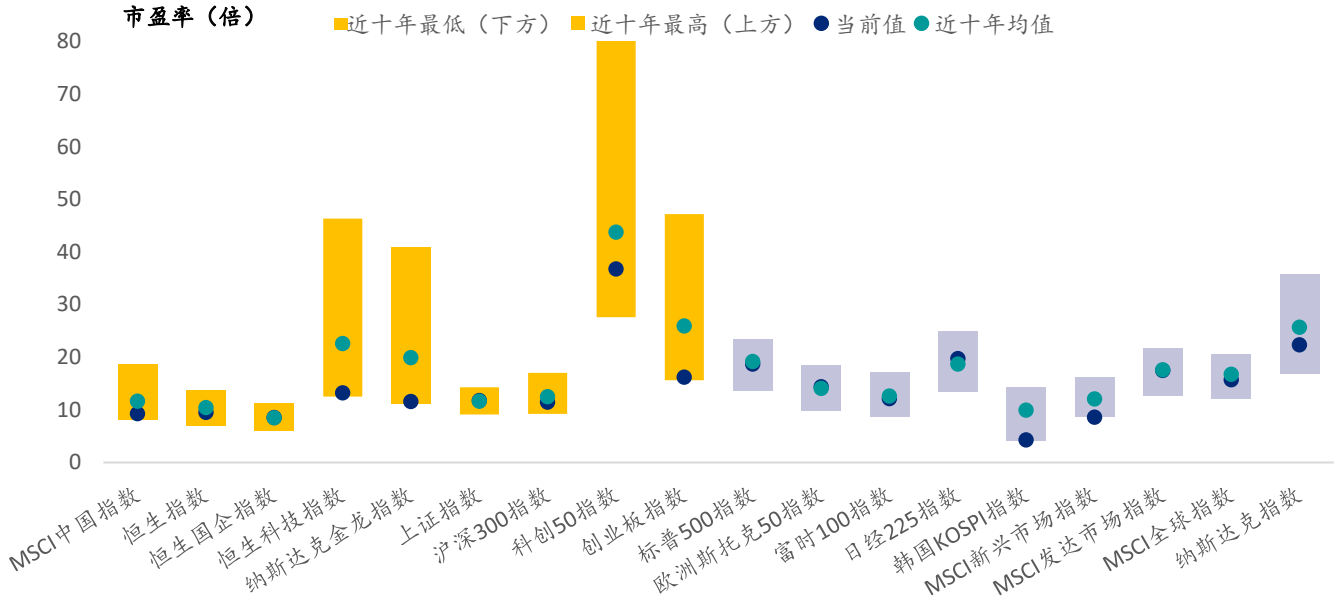
图表 5：相对于全球主要市场，中国股票指数仍具性价比



注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6：经过回调，全球大部分股指的估值已回归至其过去十年均值附近，但港股科技股估值仍相对偏低



注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。黄色柱状图为中国股指，蓝色为全球其他主要股市股指。资料来源：Bloomberg、浦银国际

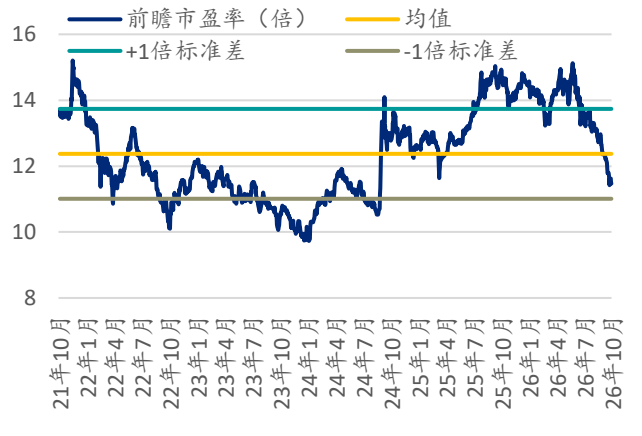
图表 7：MSCI 中国指数前瞻市盈率

注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：恒生指数前瞻市盈率

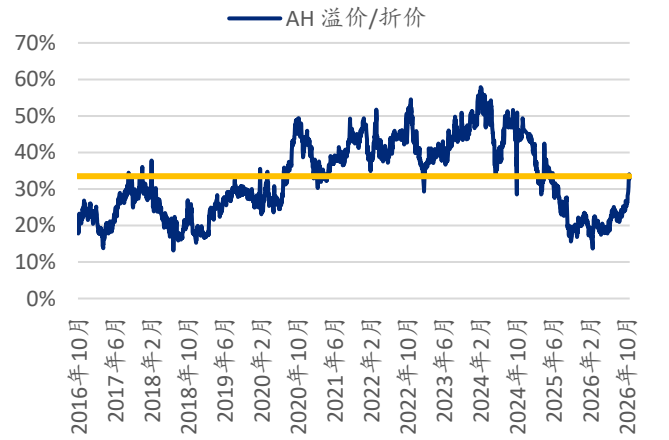
注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：沪深 300 指数前瞻市盈率



注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：10 月，AH 溢价进一步扩大至 32.9%



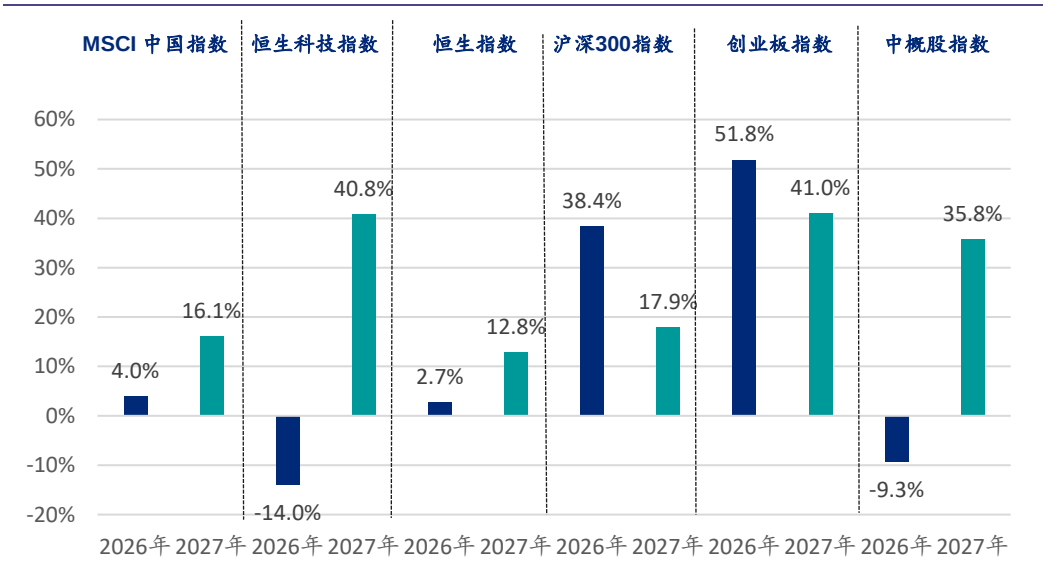
注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

盈利增长：三季报开启验证窗口，AI 资本开支与现金流分化加剧

10 月，港股大盘盈利预期有所企稳。根据彭博，近期卖方分析师小幅下调 MSCI 中国指数 2026 年/2027 年预期盈利增速至 4.0%/16.1%；恒生指数 2026 年/2027 年预期盈利增速维持在 2.7%/12.8%；下调恒生科技指数 2026 年预期盈利增速至-14.0%，上调 2027 年至 40.8%；沪深 300 指数 2026 年/2027 年预期盈利增速在 38.4%/17.9%；下调创业板指数 2026 年预期盈利增速至 51.8%，2027 年维持在 41.0%；下调追踪在美上市中概股的纳斯达克中国金龙指数 2026 年预期盈利增速至-9.3%，上调 2027 年增速至 35.8%（图表 11）。

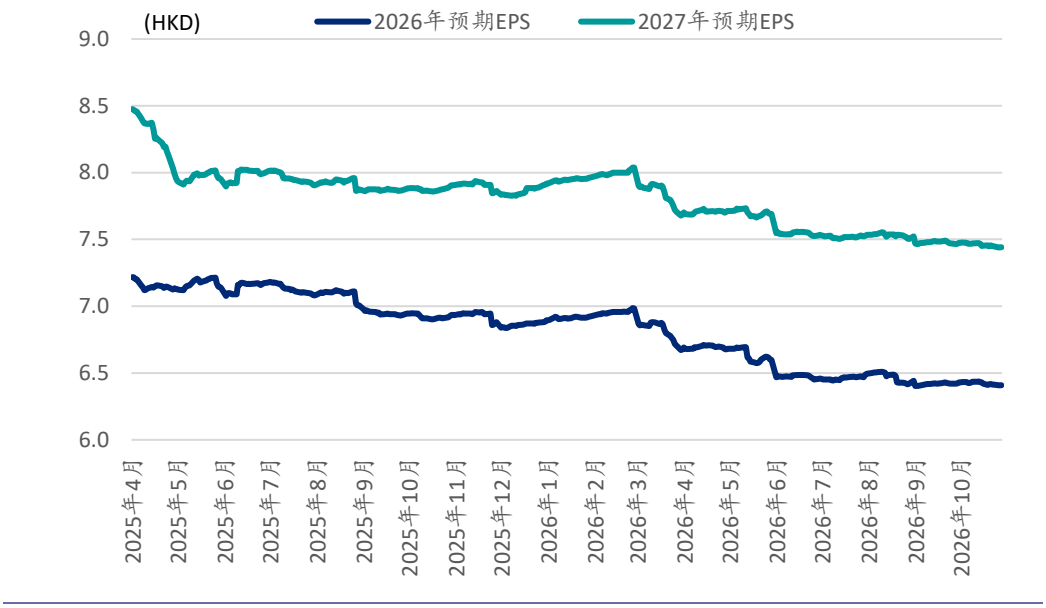
三季报开启验证窗口，AI 资本开支与现金流分化加剧。10 月下旬，美国超大云厂商陆续公布三季报，财报显示 AI 需求端仍强，压力在融资与回报端。三季度微软 Azure 收入同比增长 48%，资本开支低于预期，自由现金流仍为正，业绩公布后一交易日股价上涨约 4%。然而，谷歌云业务收入增长 103%，但 Alphabet 资本开支升至 514 亿美元，自由现金流连续两个季度为负，且已通过发债与卖股融资，业绩公布后一交易日下跌约 10%。与此同时，SK 海力士等 AI 硬件公司三季度利润增长进一步加速，显示 AI 硬件需求仍然强劲。市场的定价逻辑正在改变，奖励那些以自有现金流支撑资本开支、云收入增长清晰的公司，依赖发债与卖股扩张的公司股价则受到惩罚。尽管中国大型云厂商的杠杆水平仍明显低于美国同行，但融资压力已经显现，因此三季报将是关键验证窗口。百度、腾讯及阿里巴巴三季报将在 11 月中陆续公布，市场关注焦点在于资本开支、自由现金流与 AI 收入能否匹配，以及是否有新的融资安排。我们预计 AI 板块内部强者更强、弱者更弱的分化将更加明显。

图表 11：主要中国股指 2026 年/2027 年盈利增长预期：科技股和 A 股较领先



注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

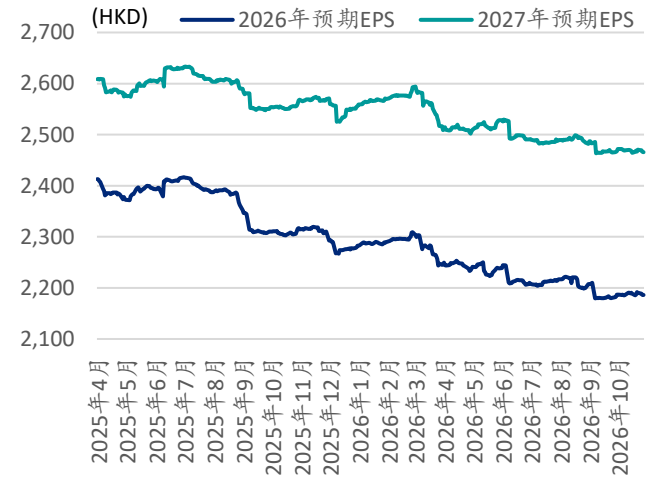
图表 12：MSCI 中国 2026/2027 年的 EPS 一致预期：过去一个月微幅下调



注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

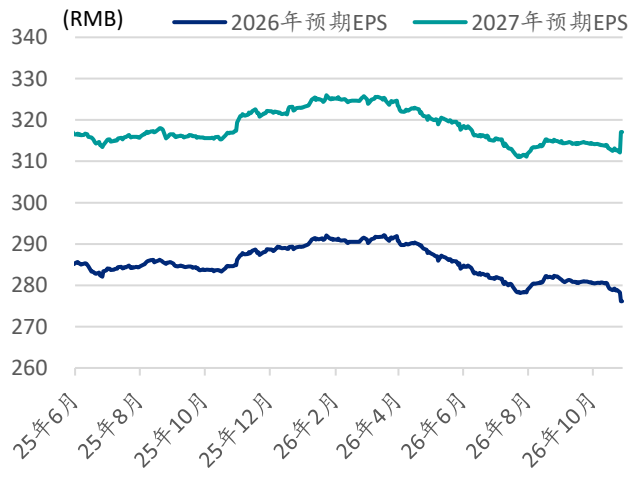
图表 13：恒生指数 2026/2027 年的 EPS 一致预期：过去一个月基本持平



注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 14：上证综指 2026/2027 年的 EPS 一致预期：2026 年盈利预期有所下调，但 2027 年有所上调



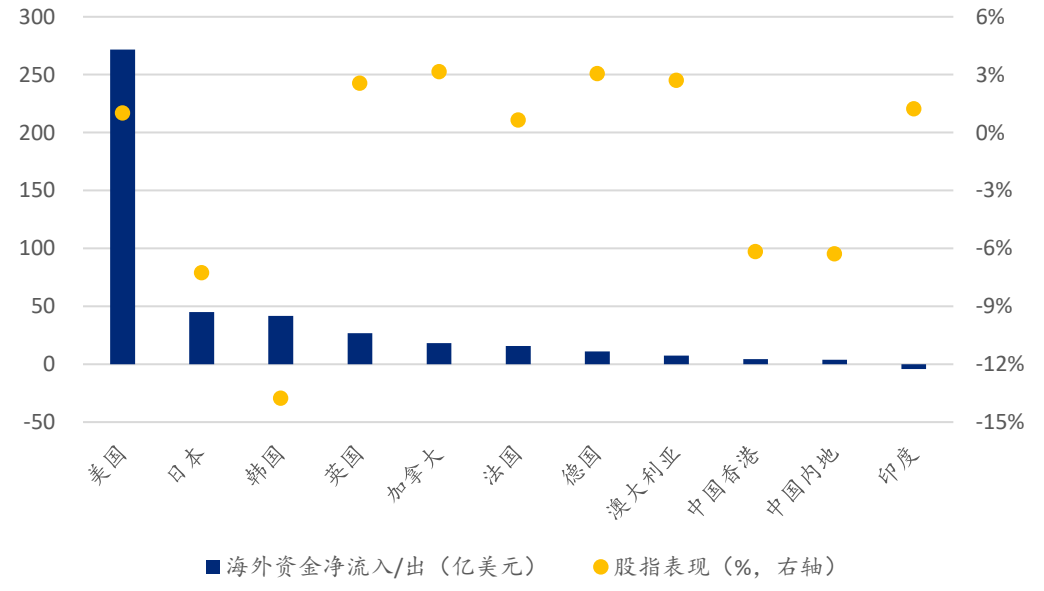
注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

资金流向：南向资金转为净流出，港股资金面边际收窄

全球市场风险偏好有所下降，但美股仍最受外资青睐。10 月以来，全球资金风险偏好有所降低，因月初美债利率一度冲高，中东冲突重新升温，AI 叙事再度受到投市场质疑，全球主要股指的走势较为波动。根据 EPFR，10 月 1 日至 10 月 28 日，美股仍最受外资青睐，期间录得净流入 271.7 亿美元。亚太市场中，日本股市受外资加仓较多，净流入 45.1 亿美元，其次是韩国股市净流入 41.6 亿美元。中国内地市场仍录得净流入 3.8 亿美元，中国香港市场净流入 4.5 亿美元。欧洲市场中，法国股市和德国股市分别录得净流入 15.6 亿美元和 11.0 亿美元，英国市场录得净流入 26.7 亿美元。从表现上看，欧洲市场表现较佳，但亚太市场承压，日韩和中国市场跌幅领先（图表 15）。

图表 15：10 月 1 日至 10 月 28 日，全球主要市场海外资金流向



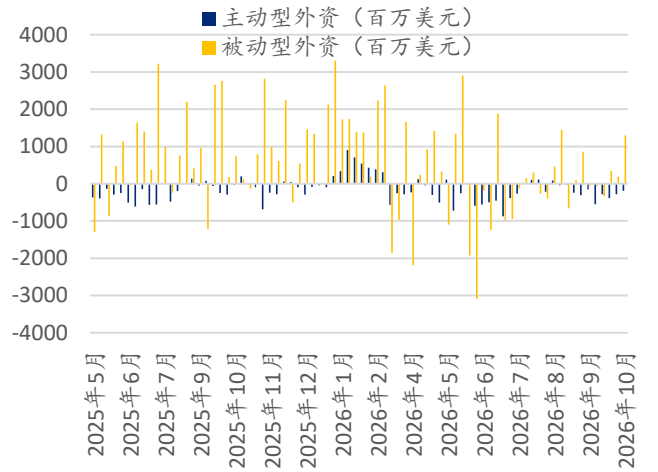
注：2026 年 10 月 1 日至 28 日数据。

资料来源：EPFR、Bloomberg、浦银国际

外资在配置中国资产上结构分化加剧。根据 EPFR，10 月 1 日至 10 月 28 日，共有 3.8 亿美元外资净流入中国内地市场（9 月：-4.7 亿美元），被动型外资净流入加快至 15.1 亿美元，但主动基金净流出略扩大至 11.3 亿美元（图表 16）。尽管目前外资在中国股市的仓位仍然偏低，但主动型和被动型外资分化加剧。我们预计，对冲交易型基金仍会通过被动型基金交易港股，但主动型外资转为净流入仍需待基本面出现扭转。

本土资金加速净流入中国内地市场。根据 EPFR，10 月 1 日至 10 月 28 日，共有 521.4 亿美元的本土资金净流入中国股市，较 9 月净流入 71.0 亿美元明显加大，主要以被动型资金为主（图表 17）。我们观察到，“国家队”整体交易风格偏向逆向投资，即在市场低迷的时候加仓，在市场过热的时候减持，有助于维护市场的稳定。

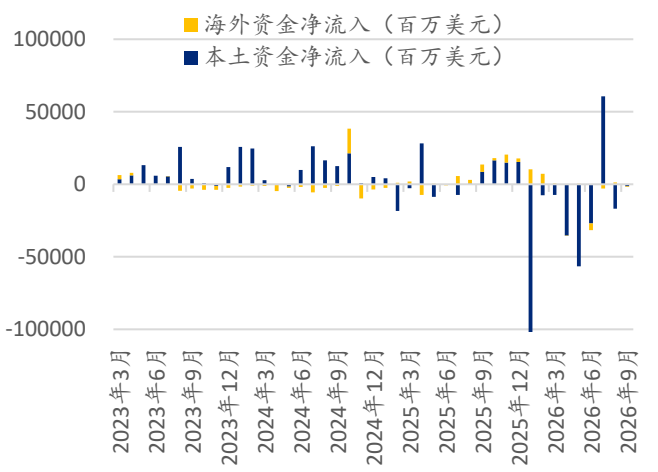
图表 16：10 月 1 日至 28 日，被动型外资净流入基本被主动型外资净流出所抵消



注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

图表 17：然而，本土资金净流入加速

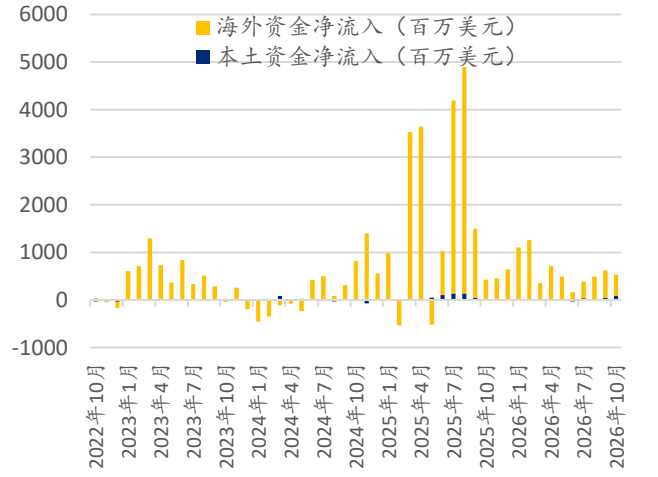


注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

被动型外资净流入港股，但主动型外资转为净流出。根据 EPFR，10 月 1 日至 10 月 28 日，共有 5.3 亿美元净流入港股市场，其中本土资金净流入 0.8 亿美元，外资净流入约 4.5 亿美元，较 9 月净流入 5.8 亿美元略有放缓。值得注意的是，被动型基金仍为外资回流的主力，期间录得净流入 5.1 亿美元，但主动型外资转为净流出 0.6 亿美元（图表 18-19）。

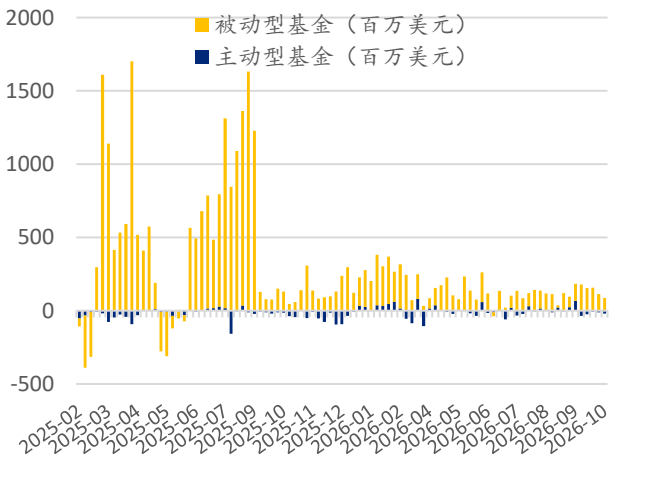
图表 18：10 月以来，外资持续净流入港股……



注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

图表 19：……被动型外资录得净流入，但主动型外资转为净流出



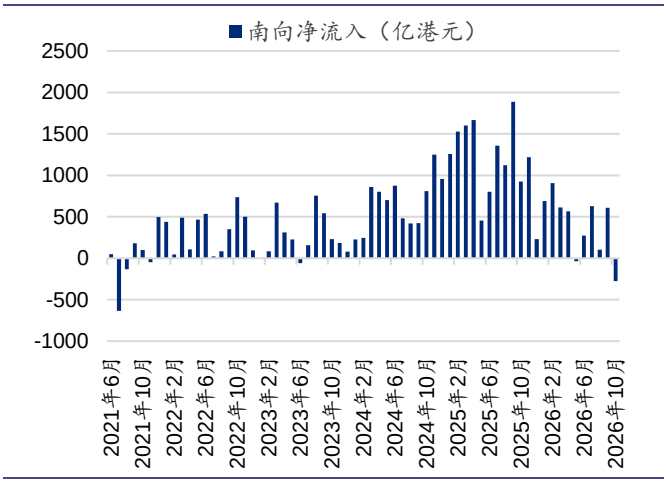
注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

10 月以来南向资金转为净流出……截至 10 月 29 日，南向资金转为净流出港股 274.2 亿港元（日均净流出 1.71 亿港元），为年内第二次单月净流出（且显著高于 5 月净流出的约 36 亿港元）（图表 20）。年初至今，南向资金累计净流入为 4,076.5 亿港元（去年同期：12,600 亿港元）。**南向资金在港股的活跃度有所降低。**截至 10 月 29 日，10 月南向资金的当月日均成交额在港股占比为 18.6%，较 9 月日均成交额的 20.5%明显降低（图表 21）。

……对港股大盘走势有一定的边际影响。从港股资金结构上看，南向资金仍是港股较大的单一资金群体，截至 10 月 29 日，持有港股通标的市值约 5.9 万亿港元，占标的总市值 14.4%，。10 月，南向资金主要减持阿里巴巴、小米、中芯国际等平台与 AI 硬件龙头，同时加仓腾讯与非银金融，同时银行、电信等高股息板块亦遭净卖出，显示内地资金在降低港股的整体风险敞口。值得注意的是，港股优质高息股对南向保险资金等配置型资金具有吸引力。目前，恒生指数股息率上升至 3.6%，较 10 年期中债收益率（1.62%）高出约 2 个百分点。

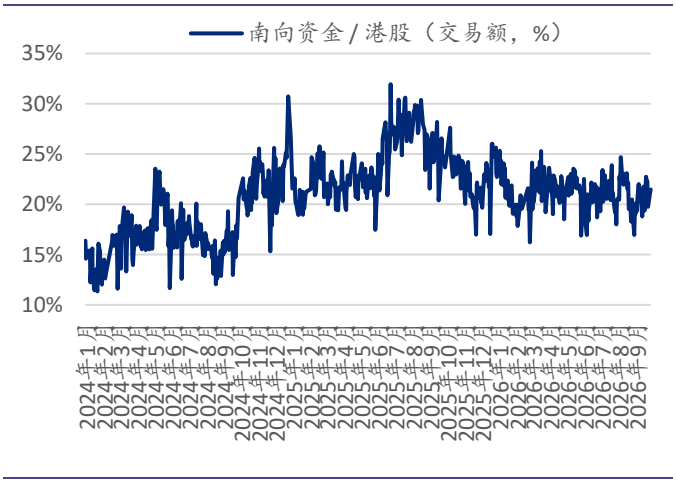
图表 20：10 月，南向资金转为净流出……



注：数据截至 2026 年 10 月 29 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 21：……且在港股成交额占比较 9 月明显降低



注：数据截至 2026 年 10 月 29 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

IPO 供给若继续放缓，将对资金面有一定的支撑。10 月以来港股新上市申请出现近两年来最长的空窗期，多只新股临近上市前宣布延期，9 月以来新股首日破发比例约六成，一级市场进入存量消化期。但三季报后进入配售窗口，二级市场的供给压力仍在。

港元流动性尚未成为约束，但弹性较小。美元兑港元一度升至 7.8487，接近 7.85 的弱方兑换保证，主要源于 HIBOR 低于美元利率带来的套息交易。目前银行体系总结余约 540 亿港元，1 个月 HIBOR 稳定在 2.7%附近，流动性渠道尚未被触发。但总结余基数较小，若美联储 12 月加息导致息差扩大，或大型 IPO 集中冻结资金，HIBOR 的反应可能明显放大，需持续留意。

行业配置、轮动与风格切换

行业配置上，增加防御型板块的配置，比如公用事业、金融和必选消费板块。

公用事业：现金流稳定、派息清晰，优选香港电力、燃气与清洁能源运营商。公用事业需求刚性，现金流稳定、派息政策清晰，与美股 AI 情绪的相关性较低。结构上，香港本地电力受《管制计划协议》保护，准许回报率为平均固定资产净值的 8%，城市燃气的配气业务亦按准许收益率定价，盈利确定性最高；水电、核电不受煤价影响，成本端稳定。

金融：内银提供高股息底仓，保险受益于南向配置需求。内银方面，央行 LPR 已连续 17 个月维持不变，净息差收窄压力趋缓，盈利与 AI 情绪相关性低，适合作为红利底仓。保险方面，保险股息率较境内 10 年期国债高出约 2 个百分点，10 月南向资金在整体净卖出时仍净买入非银金融约 77 亿港元，但保险投资收益与资本市场表现相关，弹性与波动均高于内银。

必选消费：聚焦高派息、现金流充裕的龙头。在当下的消费环境中，必选消费的市场需求相较可选消费确定性更高，且整体股息率更高。考虑到市场避险情绪依然较强，投资者可能会更加倾向于配置必选消费板块。尽管今年下半年必选消费无法继续得益于 2025 年原材料价格大幅下降对毛利率的提振，但原材料价格的企稳或小幅回升将有利于行业竞争格局改善、产品结构优化以及集中度的提升。行业龙头净现金充裕，部分公司持续提高派息比例，股东回报确定性较高。

信息技术板块：盈利预期进入检验期，回调后优选高盈利、低估值龙头。我们认为，市场大幅回调后，盈利仍能兑现、动态估值已明显消化乐观预期的龙头，风险收益比正逐步改善。后续需重点跟踪应用付费增长、算力利用率及云厂商订单兑现，区分预期降温与基本面实质恶化。硬件端依然可以关注订单可见度和扩产节奏，若头部大模型公司收入数据出现向上波动，市场或将迎来强烈的价格向上修正机会。选股上，我们优先考虑历史盈利能力强、跨周期利润率更稳定、现金流充裕，且按保守盈利测算估值仍具吸引力的行业龙头，降低盈利预测与估值同步下修所带来的“戴维斯双杀”风险。

从关键指标上看，目前，**消费（包括可选消费、必选消费）、电信服务板块**的前瞻市盈率和前瞻市净率均低于其过去五年均值，且 2025-2028 年盈利的年复合增长率和 ROE 均较为强劲（图表 22）。过去一月，信息技术、医疗健康板块盈利预期上调幅度领先，但材料、房地产板块下调幅度较大（图表 23）。**中长期建议关注驱动中国未来经济增长的行业，如高端和先进制造业、人工智能、新能源和可再生能源、新兴消费和服务消费等。**

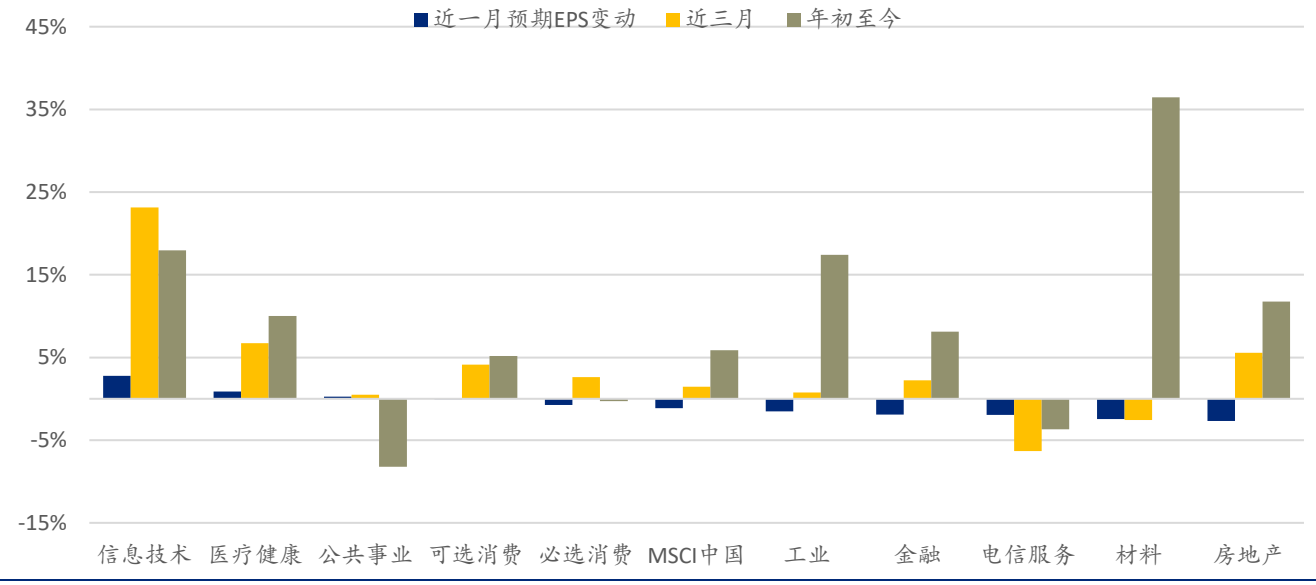
图表 22：MSCI 中国指数各板块估值

	必选消费	可选消费	能源	金融	医疗健康	工业	信息科技	材料	电信服务	公用事业	房地产
前瞻市盈率											
当前	16.2	14.8	9.1	5.9	25.7	10.3	23.8	8.7	11.6	10.8	12.7
过去五年	21.3	20.2	7.6	5.1	33.3	9.4	23.1	11.4	18.8	10.1	10.7
过去十年	23.7	24.9	10.5	5.9	34.1	9.6	26.3	10.9	19.6	10.9	8.7
前瞻市净率											
当前	2.4	1.4	0.9	0.6	3.2	1.1	2.6	1.6	1.9	0.9	0.6
过去五年	3.6	2.2	0.8	0.6	2.9	1.0	2.7	1.5	2.7	1.0	0.7
过去十年	3.9	2.9	0.8	0.7	3.3	1.0	3.5	1.3	2.4	1.2	0.9
2025-2028 年 EPS 年复合增长率	***10.7%***	***14.5%***	***12.6%***	***6.6%***	***10.8%***	***7.8%***	***31.8%***	***25.4%***	***7.7%***	***4.8%***	***33.6%***
ROE	***14.6%***	***9.7%***	***10.5%***	***10.7%***	***12.1%***	***10.4%***	***10.1%***	***18.1%***	***14.1%***	***8.4%***	***5.1%***
股利收益率	***4.0%***	***1.9%***	***6.2%***	***5.1%***	***1.0%***	***3.7%***	***1.1%***	***4.2%***	***1.7%***	***4.7%***	***3.4%***

注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。市盈率/市净率高于其过去五年均值用粉红色突出，市盈率/市净率低于其过去五年均值用绿色突出。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 23：近一月，信息技术、医疗健康板块盈利预期上调幅度领先，但材料、房地产板块下调幅度较大



注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。

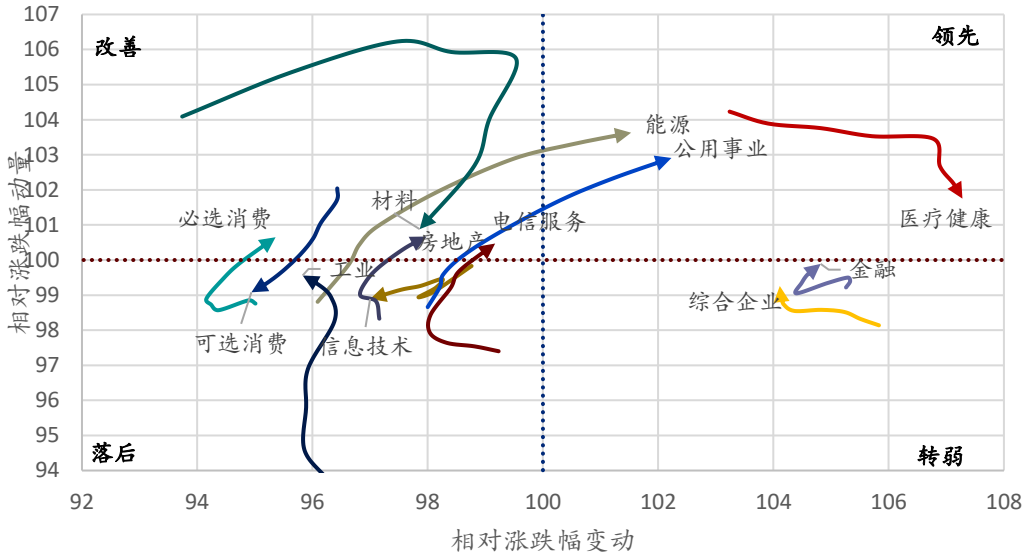
资料来源：Bloomberg、浦银国际

行业轮动热力图

我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph - RRG）来跟踪行业轮动。其中 X 轴代表相对强度(RS-Ratio)，而 Y 轴衡量该相对强度的势头(RS-Momentum)。行业所处的位置取决于其相对于基准指数的强度和动量，各行业在图上一般按照顺时针方向移动。相对旋转图分为四个象限，领先（右上象限）、转弱（右下象限）、落后（左下象限）、改善（左上象限）。由于行业轮动较快，我们主要观察过去 8 周的短期趋势。

行业轮动加快，防御性板块较为强势。恒生综合指数中，大部分板块落在改善和落后象限，医疗健康、能源和公用事业表现强势，必选消费、材料和房地产的动能有所改善，但可选消费、信息技术和工业等板块较为落后（图表 24）。沪深 300 指数中，大部分板块落在领先（6 个）和改善（2 个）象限，医疗健康、金融、能源、公用事业、消费动能较强，材料、工业动能改善，信息技术和电信服务的动能较为落后（图表 25）。

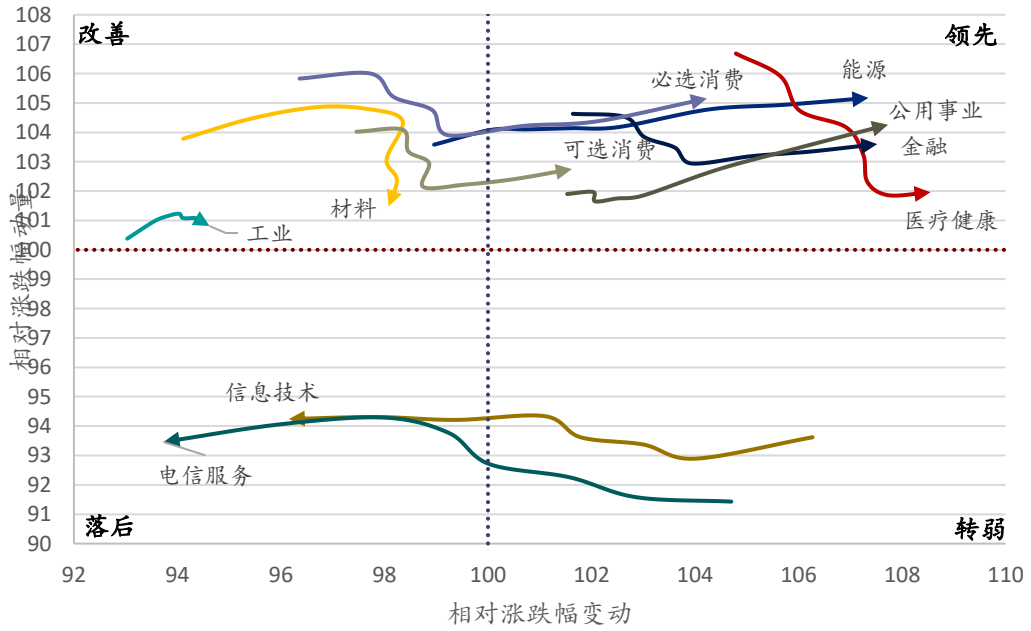
图表 24：恒生综合指数轮动热力图



注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 25：沪深 300 指数轮动热力图

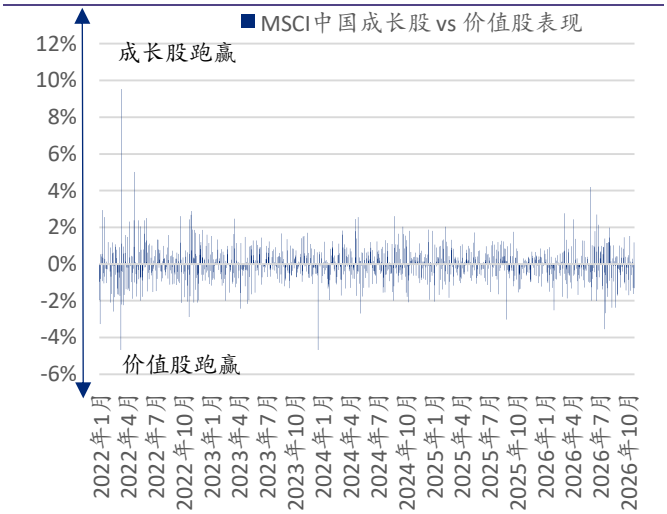


注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

风险偏好降低，大盘防御风格将受青睐。10 月至今，价值股大幅跑赢了成长股 6.4%，大盘股跑赢了小盘股 3.7%（图表 26-27）。短期来看，若中东冲突不确定性仍存，美联储年内加息预期升温，AI 叙事持续受到质疑，成长股或面临一定的抛压风险。投资者或更倾向于防御价值风格，大盘股也将更受投资者的青睐。然而，经过前期的调整，以科技板块为代表的成长股估值已回归相对合理的水平，交易拥挤度也有所缓解。如果 AI 产业释放新的催化剂，景气度有望延续，大盘成长龙头有望在资金回补的过程中率先受益。

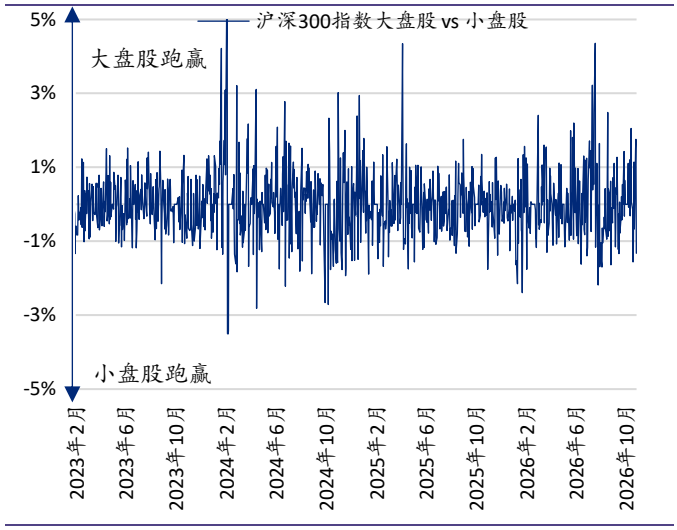
图表 26：10 月，价值股大幅跑赢成长股



注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 27：……大盘股明显跑赢小盘股



注：数据截至 2026 年 10 月 28 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

投资交易策略：年底前市场如何布局？

宏观上，美国增长韧性与通胀粘性并存，中国外需强于内需。美国 AI 投资对总需求的拉动持续，叠加能源价格高企，通胀仍高于美联储目标，美股三季报盈利增长依然稳健。中国方面，三季度 GDP 同比增长 4.5%，9 月出口同比增长 36.3%，但核心 CPI 同比涨仅为 1.0%，9 月居民贷款新增为零，M1 增速降至 3.2%，内需仍然偏弱。港股方面，10 月恒生指数一致预期每股盈利基本持平，但市场正在提前定价 AI 资本开支对平台公司利润率与自由现金流的压力。

政策上，美联储态度维持偏鹰，中国关注中央经济会议。美联储 10 月 28 日维持联邦基金利率在 3.75%–4.00%不变，但内部出现分歧，市场对 12 月再度加息的预期仍高，美国金融条件明显收紧。国内方面，央行 10 月 LPR 连续第 17 个月维持不变，政策仍以结构性工具为主。12 月的中央经济工作会议将对明年的宏观政策取向与市场方向具有重要的定调与引领作用。

美债收益率水平对港股估值的短期影响有限，资金面更为关键。根据我们此前分析，美债收益率与港股估值在长期趋势上呈负相关，但在短期变动上几乎无关。然而，美债收益率短期急升仍可能通过风险偏好触发港股抛售，但其对估值的影响往往难以持续。我们对 2021 年以来南向资金周度数据的回测结果显示：过去 13 周净流入处于较高水平时，之后 13 周恒生综合指数平均上涨 3.7%，上涨概率约 60%；处于较低水平时，之后 13 周平均下跌 4.0%，上涨概率仅约 25%。这种领先性主要来自南向资金流入本身的惯性，影响主要体现在市场整体。截至 10 月 29 日，过去 13 周南向资金合计净流入约 495 亿元，处于 2021 年以来约 19%分位，短期对港股的支撑偏弱。从季节性看，11 月南向资金流向通常随行情变化，但 12 月多数年份明显偏弱，而 1 月往往是全年流入最强的月份，或与年末机构锁定业绩、港股通假期休市以及险资“开门红”资金集中于年初配置有关。

美国中期选举基准情形转向民主党掌控两院，对港股的直接影响有限。美国中期选举将于 11 月 3 日举行。根据 Polymarket 与 Kalshi，截至 10 月 29 日，民主党赢得众议院的概率约 90%，赢得参议院的概率约 62%-65%。根据我们复盘，确定性信号往往要到选后三个月才逐步显现；在反对党控两院的情景下，选后三个月美股表现最好，美债次之，美元基本走平，大宗商品最弱。若民主党掌控两院，减税等需国会立法的财政议程推进受阻，赤字扩张受限，利好美债，但两党对立加剧亦可能带来政府停摆风险。美国对华关税与科技限制主要依赖行政授权，选举难以扭转对华政策方向。从表现上看，选后港美股联动或增强，而 A 股受影响较小。

短期来看，美股 AI 交易的调整或进入后段，11 月中下旬是观察窗口。目前，美股内部调整已相对充分，半导体等 AI 链条个股普遍较高点回撤超过两成，市场对 AI 的担忧已由需求转向资本回报、发债融资与数据中心信用风险。我们认为，美股短期仍需消化 AI 融资与加息预期的双重压力，但盈利增长

依然稳健。若 11 月下旬 AI 算力龙头的业绩与 AI 相关融资节奏缓解市场疑虑，叠加中期选举不确定性消退，年末前美股风险偏好有望逐步修复，修复的动力更可能来自盈利端。主要风险在于美联储 12 月加息幅度超预期，或 AI 相关信用风险进一步发酵。

展望 11 月，中国市场或维持区间震荡，A 股或较港股更稳健。经过 10 月的调整，港股估值已有一定缓冲，但以风险溢价衡量尚未到历史低位。11 月上中旬，美国中期选举、12 月加息预期以及配售与解禁带来的供给压力仍在，港股或维持区间震荡。选后港美股联动增强，美股 AI 情绪的修复将对港股科技形成外溢支撑。年底前港股要想修复，需要资金面和盈利面的共同改善。我们预计，南向资金需恢复至每月约 600 亿港元的净流入，才能基本消化当前的股票供给，有助于港股市场企稳。11 月中下旬，港股 AI 龙头将陆续公布三季报，资本开支与自由现金流的组合改善，且不再新增股权融资，有助于盈利预期企稳。12 月 7 日，恒生科技指数扩容将带来个股再平衡，带来短期个股交易机会。相对而言，A 股托底资金明确、融资盘已大幅出清，且受外部扰动更小，短期表现或更为稳健。

年末前交易策略：提升杠铃策略中红利端的权重。红利端聚焦央国企红利资产和稳定现金流标的，以公用事业、金融、必选消费作为底仓，既能对冲风险偏好下行的影响，又能持续贡献稳定的现金收益。成长端聚焦结构性机会，AI 仍是中期主线，盈利预期进入检验期，回调后优选高盈利、低估值龙头。我们认为，市场大幅回调后，盈利仍能兑现、动态估值已明显消化乐观预期的龙头，风险收益比正逐步改善。选股上，优先考虑历史盈利能力强、跨周期利润率更稳定、现金流充裕，且按保守盈利测算估值仍具吸引力的行业龙头，比如晶圆制造、芯片设计龙头。

浦银国际重点关注股票组合更新

浦银国际行业首选（Top-pick）个股组合。自上次更新至今，浦银国际重点关注股票组合录得下跌 10%，跑输了 MSCI 中国和中概股指数，但跑赢了恒生科技。其中深南电路、康诺亚和百度跌幅较大，而蒙牛乳业表现较佳。**本次组合移除深南电路，加入英伟达，**主要考虑其短期内丰富的催化剂有望提升股价。目前，重点关注股票组合包含台积电、阿里巴巴、百度、百济神州、蒙牛乳业、康诺亚、江南布衣等 8 只股票（图表 28-29）。

重点关注股票组合体现了我们自上而下的策略观点，中长期持续增加对新经济股票的关注。**同时，结合行业分析师自下而上的分析，**我们精选出基本面稳健、盈利增长确定性较高、估值合理且流动性良好的行业领先公司。我们的行业分析师预计这些公司有望在未来 6 至 12 个月内获得较强的相对表现。组合里面的个股为浦银国际的行业分析师覆盖，并获得“买入”评级。

我们建议关注兼具稳健增长、高收益率和合理估值的股票：1）具有竞争优势、议价能力和行业整合能力的行业领导者；2）政策支持和宽松的受益者；3）在外部存在不确定的环境下具有防御性的公司，或者受政治地缘紧张局势影响较小的公司。

图表 28：浦银国际重点关注股票组合：反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点

公司名称	股票代码	三级行业	收盘价 (LC)	目标价 (LC)	潜在上升空间	市值（亿港元）	成交额（百万港元）	自上次更新表现
维持								
台积电	2330.TT	半导体与设备	2,415.00	2,924.00	18%	151,176	14,098	-3%
阿里巴巴	9988.HK	零售业	96.10	188.00	77%	19,126	8,658	-10%
百济神州	6160.HK	制药、生物科技	222.20	270.2	22%	3,427	780	-1%
百度	9888.HK	软件与服务	75.55	150.00	77%	2,065	1,210	-12%
康诺亚	2162.HK	制药、生物科技	66.90	108.30	62%	200	167	-18%
江南布衣	3306.HK	耐用消费品与服装	21.22	26.80	26%	113	32	-9%
蒙牛乳业	2319.HK	食品、饮料与烟草	18.15	23.50	29%	703	338	2%
移出								
深南电路	002916.CH	技术硬件与设备	253.80	486.00	91%	2,047	3,391	-32%
平均表现								-10%
市值加权表现								-4%
新增								
英伟达	NVDA.US	半导体与设备	213.66	314.00	47%	403,996	197,464	N/A
基准指数								
MSCI 中国指数	MXCN.US		65.94					-8%
恒生科技指数	HSTECH.HK		3,744.14					-12%
中概股指数	HXC.US		5,411.30					-5%

注：收盘价截至 2026 年 10 月 29 日；市值为过去 3 个月日均市值，成交额为过去 3 个月的日均成交额。

资料来源：Bloomberg、Wind、浦银国际

图表 29：浦银国际重点关注股票组合：个股投资逻辑

股票	投资概要
台积电（2330.TT）	- AI 训练与推理需求推动先进制程及 CoWoS 封装升级，公司同时承接 GPU 与云厂商自研 ASIC 需求，有望跨架构受益于算力投资增长。 - 2nm 放量与 3nm 扩产支撑中期成长；公司预计 2027 年 N2 家族产能翻倍以上，先进节点渗透有望带动单片晶圆价值量提升。 - 技术、良率与规模优势支撑高盈利，2026 年第三季度毛利率达 66.4%。多客户、多应用布局有助于缓冲单一平台波动，是兼顾 AI 成长与盈利韧性的核心配置。
英伟达（NVDA.US）	- CUDA 生态与 GPU、互联及整机系统协同构成竞争壁垒。客户更重视投资回报，有望凸显公司在单位 Token 成本、开发便利性及部署效率上的综合优势。 - Blackwell 向 Rubin 迭代，叠加推理与 Agentic AI 应用扩张，为算力、网络及系统收入提供增长动力。 - 我们看好其生态壁垒和产品竞争力，板块回调后优先作为参与 AI 增长的核心持仓。
阿里巴巴（9988.HK）	- 深度布局“AI+云”，云业务需求强劲，推动估值修复。 - 电商基本盘相对稳固，即时零售 UE 持续改善。 - MaaS 增长迅猛，有助于推动利润率提升。
百度（9888.HK）	- AI 业务成为核心增长引擎，迎来叙事重塑。 - 全栈 AI 构建竞争力，云业务增长表现强劲。 - 昆仑芯分拆上市等资本市场动作，助力核心资产估值释放。
百济神州（6160.HK）	- 真实世界数据验证泽布替尼治疗持续性，患者存量累积有望推动远期收入上修。 - 2026 年收入及利润指引双双上调，全球商业化平台经营杠杆持续释放。 - 血液瘤多机制布局逐步完善，实体瘤管线进入后期开发及价值验证期。
康诺亚（2162.HK）	- 康悦达医保后放量持续加速，全年销售有望超预期。 - 产品收入占比持续提升，销售效率改善，商业化经营杠杆开始释放。 - CM512 长效差异化逐步明确，CMG901 进入关键临床价值验证期。
江南布衣（3306.HK）	- 公司是可持续稳健增长的高股息标的，现金流充足：以 10 月 29 日收盘价计，预计派息率保持 75%，对应未来一年（FY27，截至 2027/6/30）股息率约 8.4%。 - 近期流水趋势延续强劲：7 月至国庆期间维持高单位数的强劲同比增速。我们预计 FY27 收入和利润增长中高单位数。 - 我们看好公司的增长可持续性，原因是：江南布衣具备设计和艺术商业基因，公司以设计驱动，通过独特且具备风格一致性的产品及会员运营能力，构筑粉丝高粘性。全域零售+数字化中台+物流能力三大基础能力支撑持续成长。公司受益于消费的 K 型分化和悦己趋势，具备经营 Alpha 和业绩韧性。
蒙牛乳业（2319.HK）	- 原奶价格进入上升周期，利好乳制品行业 2H26 与 2027 年竞争格局改善。 - 短期来看，蒙牛 2026 全年达业绩指引（收入同比增长高单位数，经营利润率同比保持稳定）确定性较强。 - 长期来看，液态奶以外的业务（奶粉、奶酪及深加工业务等）有望为公司收入增长注入新的动力，同时改善品类结构，提升公司长期利润率表现。

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此，本报告不会向英国公众人士派发，亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义），即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站：www.spdbi.com
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼