超跌反弹

报告日期： 2026-11-1

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超
执业证书号：S0010520090001
电话：13269985073
邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：陈博
执业证书号：S0010525070002
电话：18811134382
邮箱：chenbo@hazq.com

联系人：张玥
执业证书号：S0010126020001
电话：18501994101
邮箱：zhangyue1@hazq.com

相关报告

1.策略月报《震荡蓄势，积极布局 —2026 年 10 月 A 股市场研判及配置机会》2026-10-07

2.策略季报《第二阶段收尾加速行情值得期待 — 2026 年四季度 A 股投资策略》2026-09-21

3.策略月报《长期坚守和短期波动的平衡 —2026 年 9 月 A 股市场研判及配置机会》2026-08-30

主要观点

● **当前时点可以逐步乐观，11 月市场有望超跌反弹。一方面 10 月扰动因素如 FOMC 会议、三季报已落地，微观流动性负反馈下已然超跌。二方面存在监管稳市举措、APEC 峰会会晤、中央经济工作会议预期等潜在偏好提振因素。三方面 11 月起机构年末排名冲刺和春节躁动预期提前有助于凝聚市场交易共识。配置上，成长产业景气周期投资节奏框架显示 11 月将进入第二阶段尾声加速上涨期，超跌 AI 上中游硬件方向是首选，此外具备强 α 农产品链条亦可配置。而红利资产在市场超跌反弹以及股息率消化至临界点的情况下，性价比已然较低。**

● 市场观点：超跌反弹

成长产业景气周期投资节奏框架显示 11 月市场将迎来第二阶段尾声加速上涨行情。根据历史复盘规律框架指引，第二阶段行情可细分为“期初快速上涨→中段震荡→尾端加速上涨”三段式，并具备清晰时间规律。今年 4 月初启动第二阶段并进入期初快速上涨期，7 月初进入中段宽幅震荡期。中段宽幅震荡期结束的历史规律上，一方面该期间通常持续 3.5-4 个月，二方面市场成交额将较前期高点下降 2/3 左右且会出现 2-3 次触底，三方面成长风格换手率触及本阶段低位且同样 2-3 次触底。截至当前这 3 方面条件均已具备，意味着中段宽幅震荡期即将结束，并进入尾声加速上涨期，该期间通常持续 1 个月左右，成长风格有望出现 15%、主线行业 20%涨幅且表现领先。

美国中期选举落地、APEC 峰会会晤、监管稳市举措以及中央经济工作会议预期都有望成为风险偏好重要引导事件。①11 月初美国中期选举落地，美伊形势预期扰动也将结束，且市场对此已有预期和反应，甚至超跌；②11 月中旬 APEC 峰会有望实现中俄美三方元首会晤，中美关系进一步缓和、推动缓解国际地区热点问题、油价下行的预期升温；③央行、金融总局、证监会将召开会议研究推动支持资本市场工具的使用，包括股票回购增持再贷款等，有望缓解市场微观流动性负反馈；④进入 11 月，市场关注点将回归国内明年经济形势与政策，并对年末中央经济工作会议产生期待。此外，10 月 FOMC 会议及三季报业绩扰动结束，11 月并无 FOMC 会议，同时机构年末排名冲刺和春节躁动预期提前有助于凝聚市场交易共识。**市场最悲观时点已过，风险偏好有望迎来回归，可逐步积极。**

● 行业配置：首选 AI 上中游硬件

展望 11 月，扰动性因素如 FOMC 会议以及三季报落地，尽管美伊扰动仍有不确定性，但 11 月初也将很快落地且市场对此已然有所反应甚至超跌，同时考虑到 11 月起机构年末排名冲刺和春节躁动预期提前有助于凝聚市场共识，叠加潜在催化事件如监管坚决稳定资本市场的态度举措、APEC 峰会、年末中央经济工作会议预期等，当前时点不宜再惯性悲观，可以为年末反弹行情做准备。此外根据我们成长产业景气周期投资节奏框架所示，11 月起科技有望进入第二阶段尾声加速上涨期，且类似情形下，按过往规律该上涨期预计将出现持续时间在 1 个月左右，成长风格 15%、主线行业 20%左右涨幅且产业主线表现领先的机会。因此配置思路上，建议为年末反弹行

情即第二阶段尾声加速上涨行情做准备，算力硬件即 AI 上中游环节将是最重要的方向，此外部分具备强催化或者强景气支撑的品种也具备较强 α 支撑，如农产品链条。同时提醒红利类避险资产在市场波动减弱、股息率消化至临界点，性价比已然较低。建议重视以下三条投资线索：

第一条主线是为年末反弹行情做准备，首选弹性最大的 AI 上中游硬件等环节，包括光模块、PCB、CPO、光纤、液冷、存储及半导体设备链等。当下 AI 产业景气周期的资本市场演绎已经处于第二阶段中段震荡期末期或结束，尾声加速上涨行情预计将在 11 月到来，在该上涨期内产业趋势主线领涨且弹性大。

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，二是近期存在较多催化剂，如 AI 电影剧集、KIMI 新一代模型等。

第三条主线是具备强 α 支撑的农产业链条，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

AI 叙事进一步恶化；海外芯片半导体估值消化持续担忧；微观流动性负反馈延续；美伊形势再现紧张升级；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。

正文目录

1 市场观点：超跌反弹 5
1.1 成长产业景气周期投资节奏框架显示 11 月市场有望迎来大幅反弹 5
1.2 11 月初美国中期选举后的美伊形势变化及月中 APEC 峰会会晤将成为风险偏好重要引导事件 9
1.3 经济基本面再现边际下行压力 10
1.4 宏观流动性维持充裕，利率调控有望更加精准 13
2 行业配置：首选 AI 上中游硬件 14
2.1 主线一：第二阶段尾声加速上涨行情内，产业主线弹性大且明显占优，重视 AI 上中游硬件 14
2.2 主线二：AI 下游应用方向近期存在较多事件催化 17
2.3 主线三：农化制品仍具备α支撑 18
风险提示： 19

图表目录

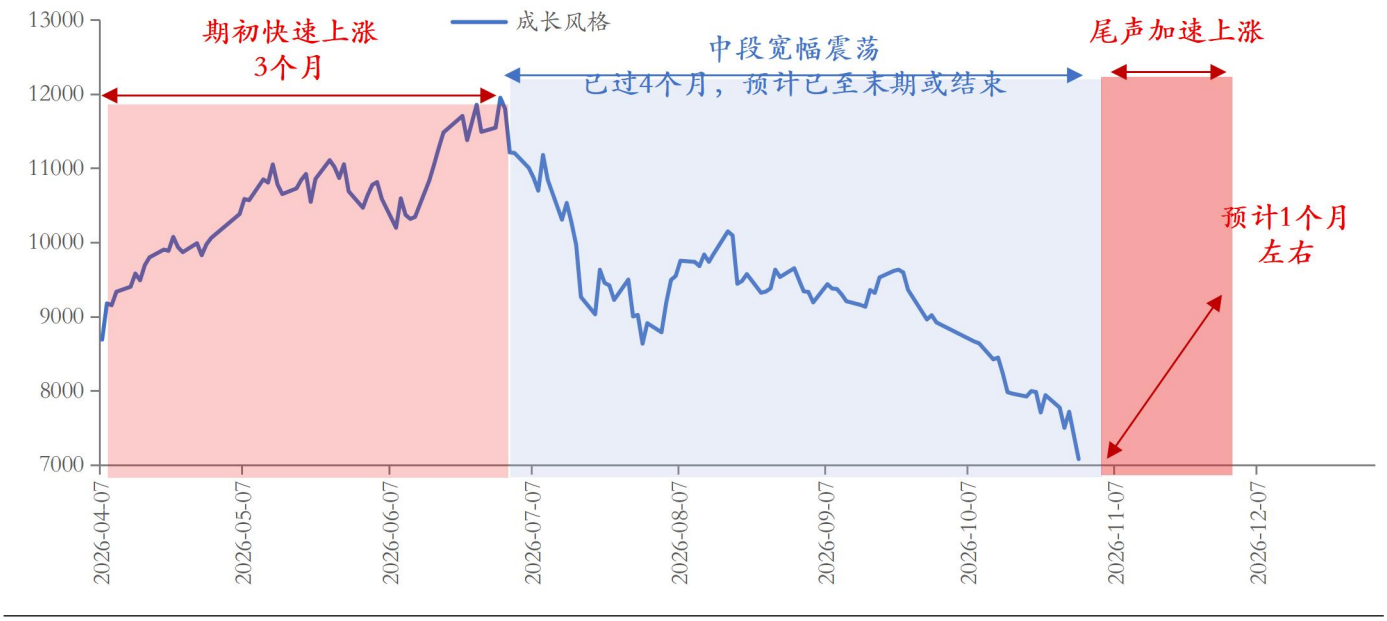
图表 1 成长产业周期第二阶段的三段式节奏框架及对本轮行情第二阶段定性预测 5
图表 2 智能手机产业时期震荡期后半程成交额走势 6
图表 3 移动互联网产业时期震荡期后半程成交额走势 6
图表 4 新能源产业时期震荡期后半程成交额走势 6
图表 5 本轮 AI 产业时期震荡期后半程成交额走势 6
图表 6 智能手机时期内成长风格换手率走势 7
图表 7 移动互联网时期内成长风格换手率走势 7
图表 8 新能源时期内成长风格换手率走势 7
图表 9 智能手机时期内成长风格成交额走势 7
图表 10 智能手机时期内成长风格成交额走势 7
图表 11 移动互联网时期内成长风格成交额走势 7
图表 12 当前换手率成长换手率已出现 2 次触底迹象 8
图表 13 当前换手率成长成交额也已出现 2-3 次触底迹象 8
图表 14 成长产业周期第二阶段的尾声加速上涨行情中产业趋势主线涨幅领先 8
图表 15 10 月制造业 PMI 再度回落至荣枯线以下 10
图表 16 各类订单需求均有所转弱 10
图表 17 生产端景气明显回落，产成品库存维持稳定 11
图表 18 原材料库存增加，材料采购量明显回落 11
图表 19 原材料购进价格和产品出厂价格均有所回落 12
图表 20 从业人员 PMI 维持稳定 12
图表 21 生产经营活动预期继续回落 12
图表 22 大中小型企业景气均走弱 12
图表 23 高技术制造业和装备制造业景气均明显回落 13
图表 24 消费品行业和基础原材料行业景气均回落 13
图表 25 DR001 小幅回升，但仍低于 7 天逆回购利率 13
图表 26 DR007 降至 7 天逆回购利率之下，流动性较为充裕 13
图表 27 2027 年云厂资本开支增速仍然不低 15
图表 28 数据中心被取消规模 15
图表 29 三季报显示 AI 硬件方向营收增速并未降档 16
图表 30 AI 硬件核心方向盈利也呈高景气状态 16
图表 31 模型使用量仍在持续增长 18
图表 32 中国人形机器人市场规模预测 18
图表 33 原油或农产品价格上行均会对农化制品形成景气映射 19
图表 34 Nino3 区海表温度距平数值模式预测结果 19

1 市场观点：超跌反弹

1.1 成长产业景气周期投资节奏框架显示 11 月市场有望迎来大幅反弹

根据成长产业周期行情框架的节奏来看，今年 4 月初启动了第二阶段业绩驱动上涨行情，同时第二阶段可细分“期初快速上涨➡中段震荡➡尾端加速上涨”三段式，时间规律较为清晰。相对应的，今年 2 季度即期初加速上涨，7 月初进入中段震荡，截至当前 10 月底已历经近 4 个月基本持平于历史规律，目前市场已经处于中段震荡期末尾或结束。

图表 1 成长产业周期第二阶段的三段式节奏框架及对本轮行情第二阶段定性预测

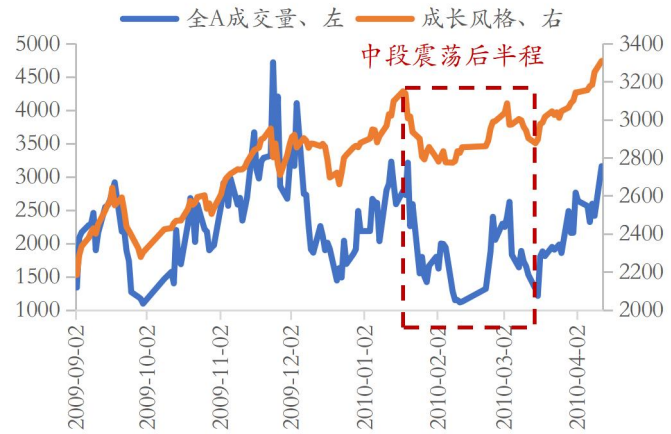


资料来源：Wind，华安证券研究所。注：所示为收盘价，单位为点

在中段震荡期末尾阶段，通常市场交投情绪较为低迷，将相较于前期高点明显缩量且持续处于较低水平，符合当前市场低迷的交投表现。复盘三轮成长产业周期的第二阶段行情的中期震荡的后半段时间内，全 A 成交量均明显缩量，并持续于底部震荡，震荡期内低点较前期高点（期初加速上涨阶段的顶部）缩量 2/3-3/4 左右。

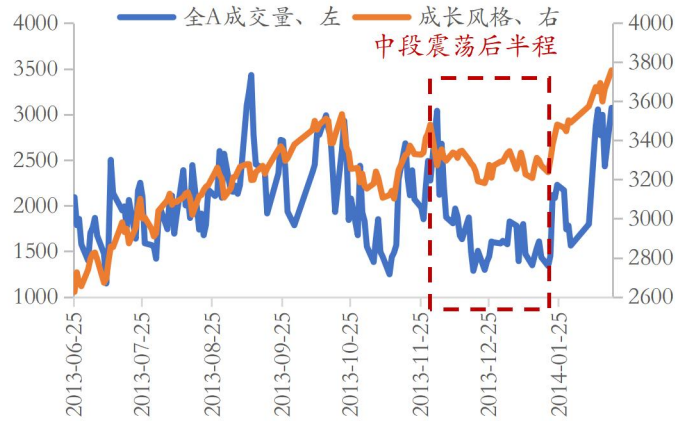
10 月以来全 A 成交额最低达到 1.43 万亿，相较 6 月高点缩量近 2/3。截至 2026 年 10 月 30 日，10 月以来万得全 A 当日成交额最低点出现在 10 月 14 日，为 1.43 万亿元，相较于 2026 年 6 月 22 日的 3.76 万亿高位缩量 62%左右，全 A 成交量从 9 月下旬至今持续在 1.4 万亿至 1.6 万亿区间附近震荡，10 月份持续处于今年 4 月第二阶段行情启动以来的底部水平，近期走势已和历史相似情形下的特征较为吻合。

图表 2 智能手机产业时期震荡期后半程成交额走势



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 3 移动互联网产业时期震荡期后半程成交额走势



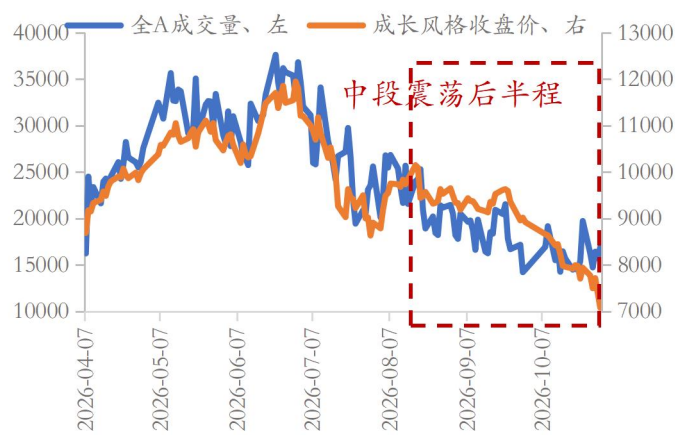
资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 4 新能源产业时期震荡期后半程成交额走势



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 5 本轮 AI 产业时期震荡期后半程成交额走势

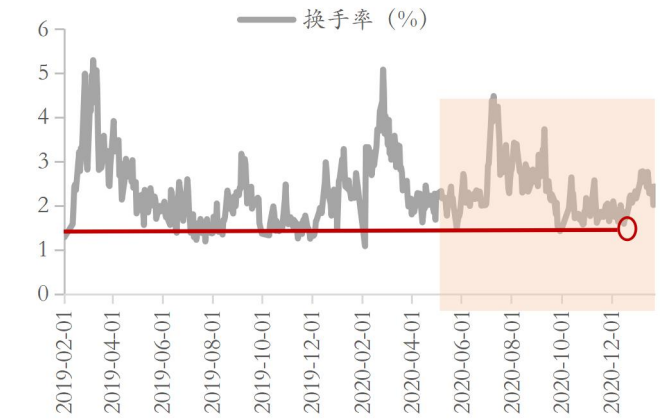


资料来源：Wind，华安证券研究所。

尾声加速行情通常开启于成长风格换手率和成交额在第 2-3 次触底之后，当前已出现该特征。中段震荡期结束时，成长风格换手率、成交额将触及第二阶段行情的最低位，但并非首次触底就步入尾声加速上涨阶段，而是在中段震荡阶段触底 1-2 次后，才会开始反弹，产业主线行业表现类似。

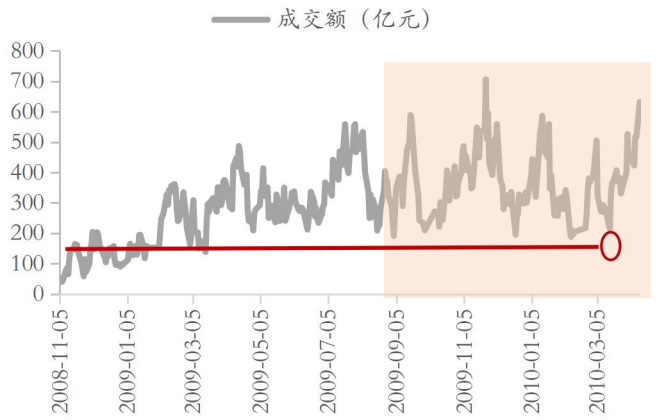
智能手机产业周期中，中期震荡期结束时，成长风格指数换手率触及该轮行情启动以来的最低位，成交额触及第二上涨阶段启动以来的最低位。**移动互联网产业周期中，**中期震荡期结束时，成长风格指数换手率同样率触及本轮行情启动以来的低位，成交额触及第二上涨阶段启动以来的低位。**新能源产业周期中，**中期震荡期结束时，成长风格指数换手基本与第二上涨阶段阶段启动时的偏低位水平相当，成交额却处于第二上涨阶段启动以来的相对偏高位置。

图表 6 智能手机时期内成长风格换手率走势



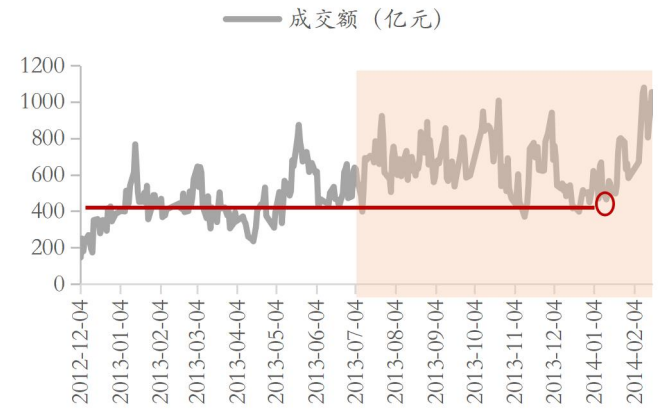
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：橙色框为第二上涨阶段

图表 7 移动互联网时期内成长风格换手率走势



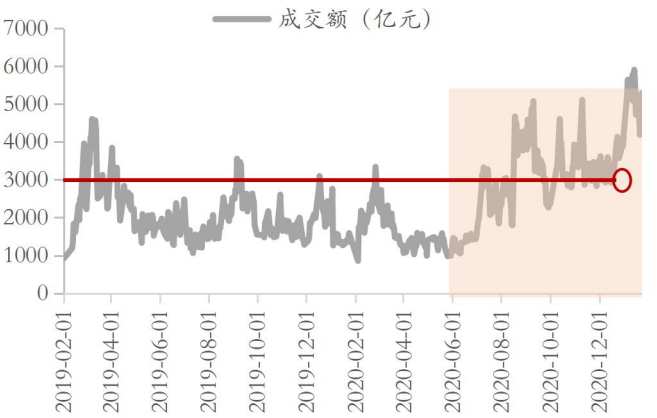
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：橙色框为第二上涨阶段

图表 8 新能源时期内成长风格换手率走势



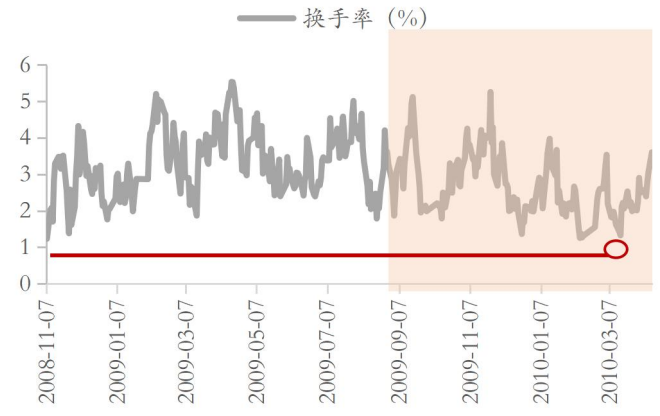
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：橙色框为第二上涨阶段

图表 9 智能手机时期内成长风格成交额走势



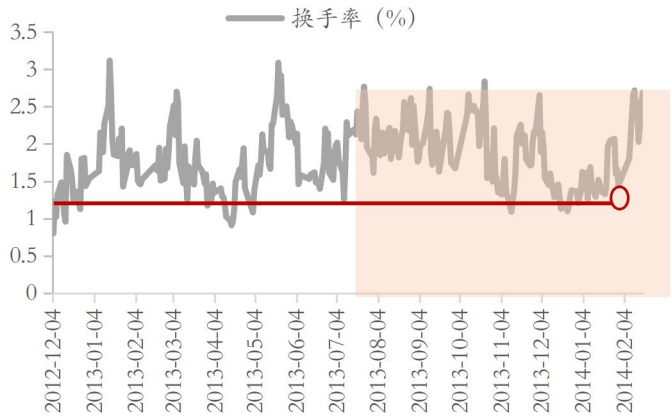
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：橙色框为第二上涨阶段

图表 10 智能手机时期内成长风格成交额走势



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：橙色框为第二上涨阶段

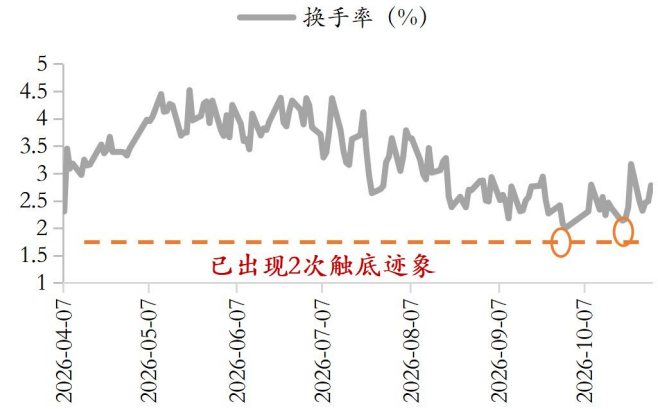
图表 11 移动互联网时期内成长风格成交额走势



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：橙色框为第二上涨阶段

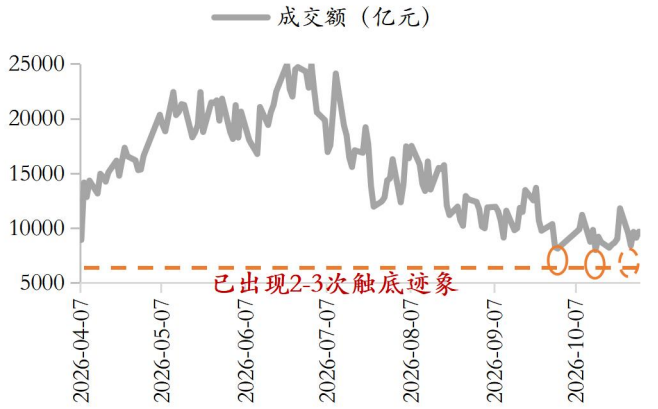
成长风格换手率已触底两次，成交额也出现两次左右的触底迹象。截至 2026 年 10 月 30 日，成长风格换手率已出现较为明显的两次触底信号，分别出现在 9 月 30 日和 10 月 20 日，成交额上看有 2-3 次触底迹象，分别出现在 9 月 30 日、10 月 14 日和 10 月 27 日。

图表 12 当前换手率成长换手率已出现 2 次触底迹象



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：橙色框为第二上涨阶段

图表 13 当前换手率成长成交额也已出现 2-3 次触底迹象



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：橙色框为第二上涨阶段

若市场进入到尾端加速上涨期，通常这一时期将持续 1 个月左右时间，成长风格有望迎来 15%左右、主线行业有望迎来 20%左右涨幅空间，且在这一过程中产业趋势主线表现将占优领先。第二阶段结束之前，成长风格还将经历 1 个月左右的尾声加速上涨，幅度可观、产业主线表现占优。同样参考此前规律，尾声加速上涨持续时间通常在 1 个月左右，成长风格涨幅有望达到 15%左右，产业趋势主线行业涨幅有望达到 20%以上，这与第一阶段结束前情形几乎一致。并且参考历史演绎规律，在这 1 个月左右的加速上涨过程中，成长风格和产业主线行业表现占优。

图表 14 成长产业周期第二阶段的尾声加速上涨行情中产业趋势主线涨幅领先

产业周期	智能手机						移动互联网						新能源					
三段式	①		②		③		①		②		③		①		②		③	
相关参考指数	指数	表现	指数	表现	指数	表现	指数	表现	指数	表现	指数	表现	指数	表现	指数	表现	指数	表现
	创业板指	--	创业板指	--	创业板指	--	创业板指	44	创业板指	-2	创业板指	14	创业板指	36	创业板指	-6	创业板指	25
	成长风格	36	成长风格	-3	成长风格	15	成长风格	36	成长风格	-8	成长风格	16	成长风格	32	成长风格	-9	成长风格	14
排名	行业	表现	行业	表现	行业	表现	行业	表现	行业	表现	行业	表现	行业	表现	行业	表现	行业	表现
1	汽车	52	美容护理	7	电子	21	传媒	71	家用电器	5	通信	21	社会服务	85	汽车	17	电力设备	34
2	家用电器	51	计算机	7	计算机	19	商贸零售	52	国防军工	0	电力设备	19	医药生物	43	食品饮料	15	有色金属	23
3	煤炭	43	环保	5	美容护理	17	计算机	49	电子	-1	社会服务	19	国防军工	41	电力设备	13	石油石化	19
4	电子	41	传媒	4	传媒	15	社会服务	40	非银金融	-3	计算机	18	美容护理	41	家用电器	10	社会服务	19
5	医药生物	41	社会服务	3	电力设备	15	环保	40	机械设备	-4	国防军工	17	食品饮料	37	煤炭	10	国防军工	18
6	纺织服饰	40	电子	1	医药生物	13	通信	37	轻工制造	-4	汽车	16	有色金属	34	银行	8	基础化工	16
7	商贸零售	39	通信	1	有色金属	13	农林牧渔	32	计算机	-5	轻工制造	15	电力设备	33	钢铁	7	医药生物	14
8	计算机	39	纺织服饰	-1	社会服务	12	电力设备	30	医药生物	-6	传媒	15	商贸零售	31	石油石化	7	电子	13

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。表中①②③分别对应第二阶段的“三段式”划分。标红行业为当时的产业主线行业，黑色加粗为成长类行业

1.2 11月初美国中期选举后的美伊形势变化及月中APEC峰会会晤将成为风险偏好重要引导事件

（1）美联储10月议息会议维持利率不变，但内部政策分歧明显加大，声明及会后表态整体略偏鹰派，11月无议息会议，12月年内最后一次议息会议上仍存在加息空间。当地时间10月27-28日，美联储召开议息会议，决定维持联邦基金利率目标区间在3.75%-4.00%不变，暂停此前的加息步伐。具体来看：

①美联储内部政策分歧加大。本次会议投票结果为10:2，两名委员支持加息25BP，反映出美联储内部对于通胀风险及后续政策路径的判断存在一定分歧。

②声明对美国经济活动的判断有所上调。美联储将美国经济活动由此前的“稳健增长”（solid pace）调整为“强劲增长”（strong pace），反映出对经济基本面的判断趋于乐观。

③沃什会后表态略偏鹰派。沃什在新闻发布会上指出短期通胀预期有所上升，美联储将坚守价格稳定的政策使命，并通过积累更多经济信息，确保PCE及时回归2%的政策目标。结合9月PCE数据来看，9月PCE同比上涨3.6%，高于上月的3.4%，通胀尚未显现明确回落迹象，与2%的政策目标仍有一定距离。

此外，特朗普表示将在11月中期选举后对伊朗采取大规模军事行动，若地缘局势进一步升级，可能对国际能源价格形成扰动，增加通胀上行压力。

综合来看，12月美联储仍存在进一步加息的可能。然而11月并无美联储议息会议，判断11月是否出现市场对12月份议息会议美联储加息预期的扰动，核心在于一是美国中期选举后美伊形势是否再度紧张升级从而推升油价，二是11月将要公布的美国10月就业、通胀等经济数据是否继续超市场预期。然而考虑到当前市场已经提前计价美伊扰动，以及很大概率预期到12月的再一次加息，因此我们倾向于认为若有地缘冲突升级或美国经济数据超预期，将是短期的扰动，预计不会在11月形成持续抑制。

（2）11月3日美国将举行国会中期选举，民主党有望同时赢得参众两院，AI产业监管及数据中心建设政策或面临一定不确定性。但考虑到特朗普政府对AI产业发展的支持，以及国会立法仍面临总统否决等约束，短期内出台实质性限制AI基础设施投资的联邦立法难度较大。截至11月1日，Polymarket预测市场显示，民主党赢得众议院的概率约为95%，赢得参议院的概率约为72%，同时控制参众两院的概率约为71%。若民主党最终取得两院控制权，其政策重点或更多转向强化对大型科技企业和AI产业的监管，包括加强反垄断审查、推动AI安全与透明度监管，以及关注数据中心建设带来的电力消耗、环境影响和居民用电成本等问题。对科技资本开支

而言，民主党控制国会未必会直接改变 AI 产业的长期投资趋势，但可能通过增加国会听证、调查及监管立法讨论，提高数据中心项目审批的不确定性，进而影响科技企业资本开支节奏。不过，考虑到特朗普政府对 AI 产业发展的支持，以及国会立法仍面临总统否决等约束，短期内出台实质性限制 AI 基础设施投资的联邦立法难度较大，对权益市场的影响或更多体现为阶段性的预期扰动，而非 AI 产业投资趋势的逆转。

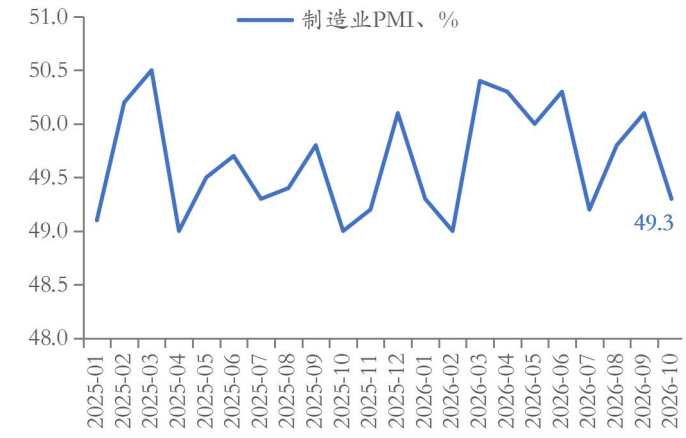
（3）11 月中旬 APEC 峰会期间中美元首有望再次会晤，中美高层沟通有望延续，中美关系阶段性缓和预期进一步升温，甚至在俄罗斯的参与下有望给国际油价降温。11 月 18 日至 19 日，第三十三届亚太经合组织（APEC）领导人非正式会议将在深圳举行。此前 9 月中美元首会晤期间，特朗普表达了出席本次 APEC 峰会的意愿。此次中美元首再度会晤，有望延续双方高层沟通势头，推动经贸、科技等领域合作空间拓展，有望释放中美关系阶段性缓和的积极信号。此外，俄罗斯总统普京已确认出席峰会，本次 APEC 峰会或成为中美俄等大国加强高层沟通的重要契机，推动国际热点问题的沟通协调。

1.3 经济基本面再现边际下行压力

10 月制造业 PMI 指数再度回落至荣枯线之下。随着两会既定政策的逐步落地，如消费品以旧换新、8000 新型政策性金融工具等，10 月政策力度有所弱化，经济景气度也出现了边际弱化。10 月 PMI 指数录得 49.3%，相比上月回落了 0.8 个百分点，回落幅度较大且再度跌落至荣枯线之下。经济再次出现边际下行压力。

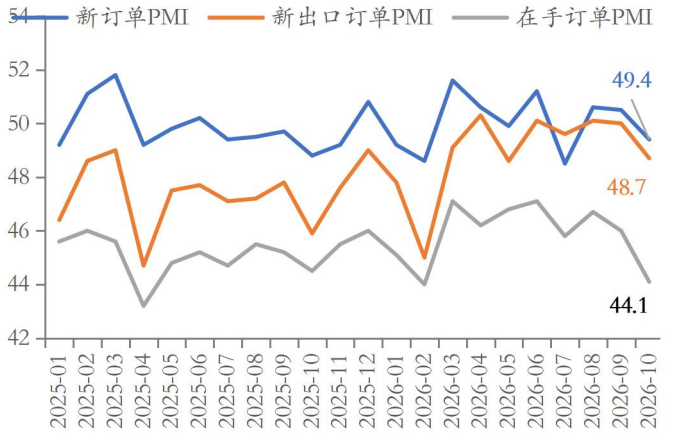
各类新订单 PMI 均明显回落，显示终端需求走弱。10 月新订单 PMI、新出口订单 PMI、在手订单 PMI 相比上月读数分别回落了 1.1、1.3、1.9 个百分点，回落幅度较大，整体新订单和新出口订单指数再度回落至荣枯线之下，在手订单指数荣枯线以下继续大幅下行。显示终端需求包括出口需求都在边际走弱。

图表 15 10 月制造业 PMI 再度回落至荣枯线以下



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 16 各类订单需求均有所转弱

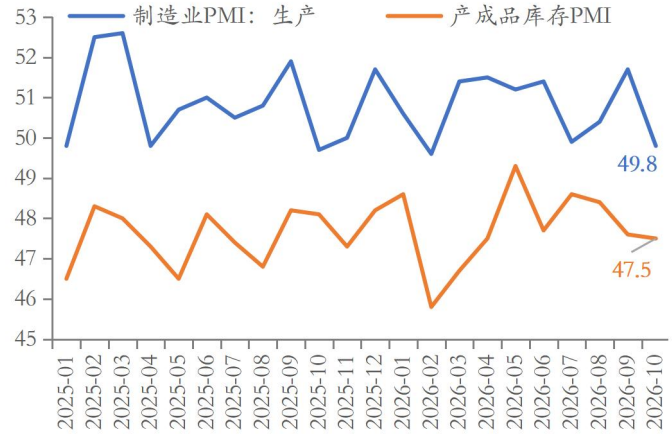


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

生产制造端景气同样出现了明显回落，产成品库存整体维持平稳。10 月生产制造业 PMI 指数录得 49.8%，边际了回落了 1.9 个百分点，在回落幅度较大的同时也跌落至荣枯线之下。结合上述终端需求回落的表现，生产端景气也出现了同步回落。生产端和需求端景气同步回落，产成品库存变化不大，整体稳定。

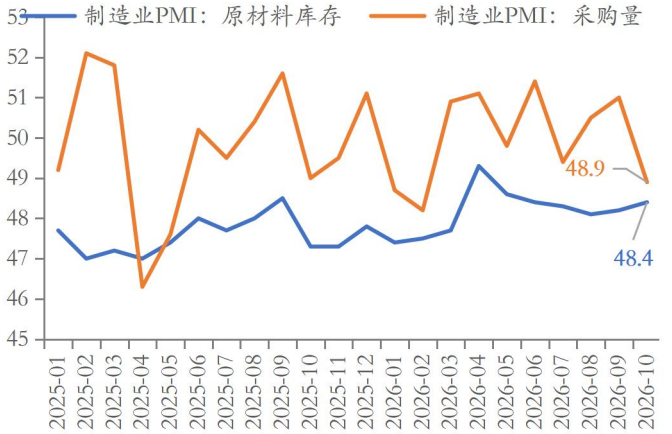
生产端景气回落同样带动原材料采购需求走弱，原材料库存小幅增加。10 月制造业 PMI 采购量分项指数录得 48.9%，边际回落了 2.1 个百分点，仍然出现了回落幅度大且跌落荣枯线的情形，原材料采购量需求的明显走弱主要是受到了终端需求和产生端景气同步走弱的传导。原材料库存小幅增加，但整体上平稳。

图表 17 生产端景气明显回落，产成品库存维持稳定



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 18 原材料库存增加，材料采购量明显回落

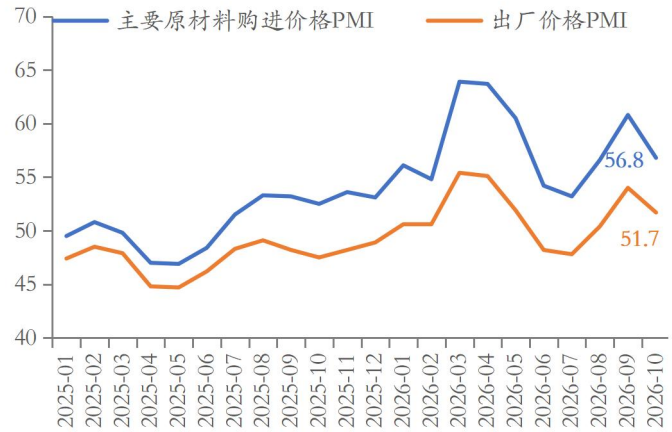


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

原材料购进价格和产成品出厂价格整体上也出现了明显回落。原材料购进价格和出厂价格分项 PMI 数据上，10 月分别为 56.8%、51.7%，边际回落了 4.0 和 2.3 个百分点，尽管读数仍在荣枯线之上，但 10 月回落幅度大。当前原材料购进价格仍然较高，对企业生产继续体现出成本压力。

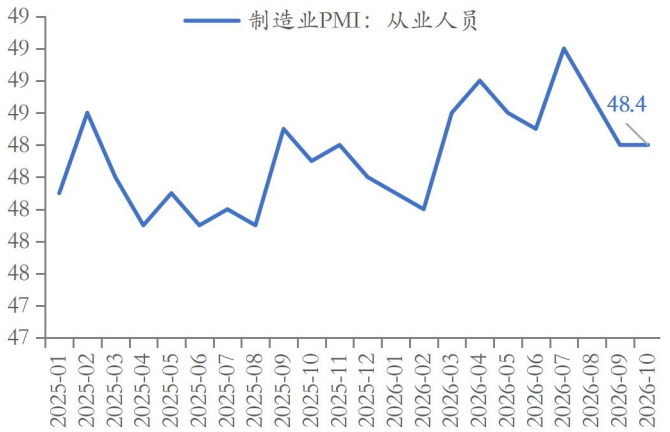
就业形势保持稳定。制造业 PMI 从业人员分项数据与上月持平，均为 48.4%，整体而言就业形势并不乐观但也并未继续恶化。

图表 19 原材料购进价格和产品出厂价格均有所回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 20 从业人员 PMI 维持稳定

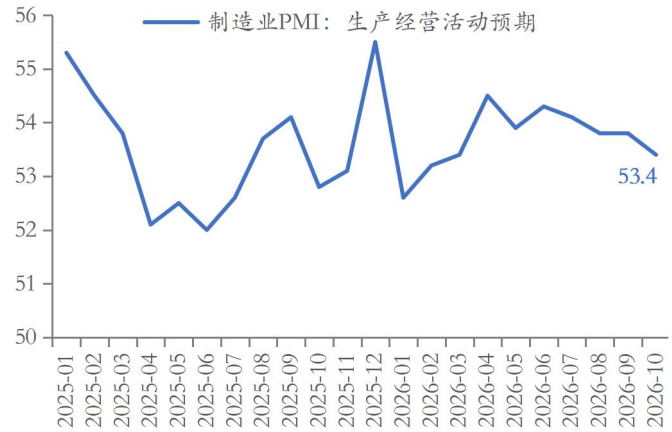


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

市场主体对后续生产经营活动的预期仍然偏弱，持续下行。10 月制造业生产经营活动预期 PMI 为 53.4%，较上月继续回落了 0.4 个百分点。该分项数据从今年 6 月份起再度持续回落。这意味着市场主体对后续生产经营活动的预期仍然偏弱，这与终端需求持续走弱互相印证。

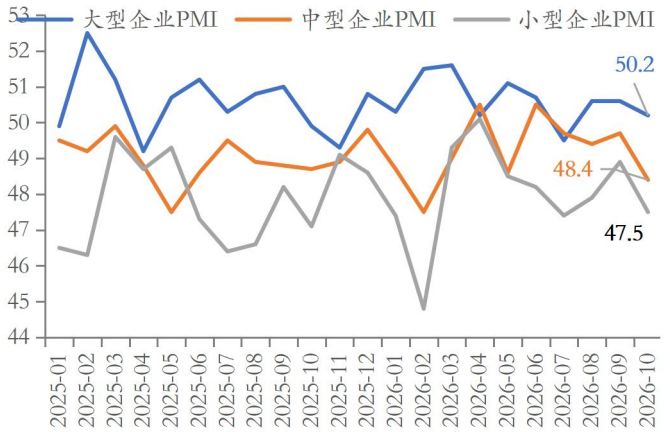
大中小型企业的经营景气情况均有不同程度回落，中小型企业回落幅度更大。10 月大、中、小型企业的 PMI 分别为 50.2%、48.4%、47.5%，分别较上月回落了 0.4、1.3、1.4 个百分点。

图表 21 生产经营活动预期继续回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 22 大中小型企业景气均走弱

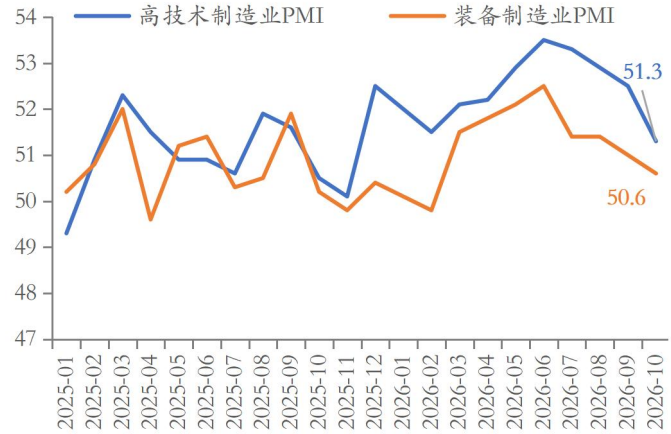


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

高技术制造业、消费品行业的景气回落较为明显，装备制造业和基础原材料行业的景气度也有回落。分行业来看，四大细分行业的分项 PMI 数据也有呈现了不同程度的下滑，其中高技术制造业和消费品行业的 PMI 回落幅度较大，分别回落了 1.2、1.9 个百分点，录得 51.3%、48.8%，高技术制造业仍然保持一定的景气度但出现了

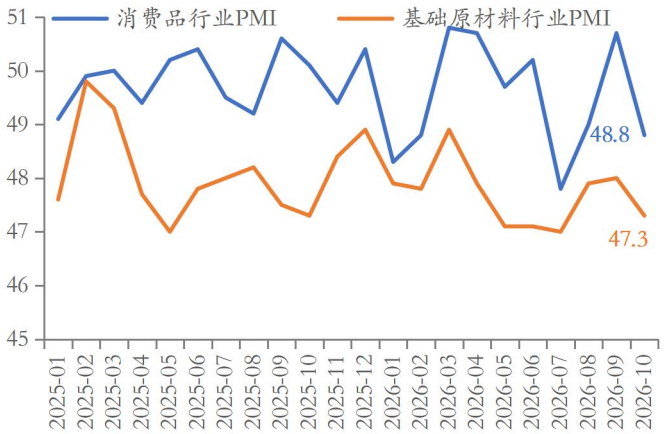
较大的边际下滑，而消费品行业再度跌落荣枯线之下。装备制造业和基础原材料行业的景气度也出现了小幅度的回落，分别回落了 0.4、0.7 个百分点。

图表 23 高技术制造业和装备制造业景气均明显回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 24 消费品行业和基础原材料行业景气均回落

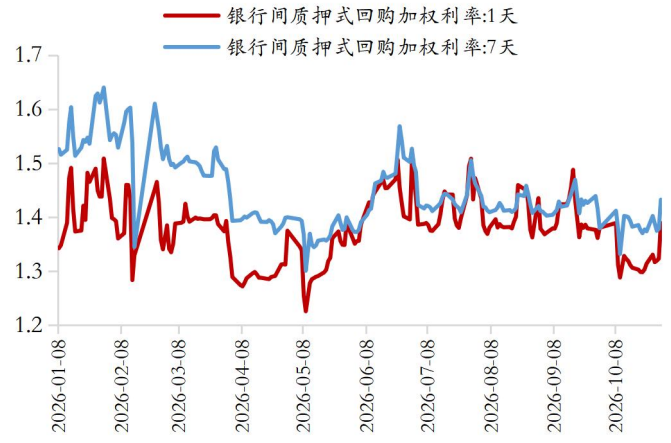


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

1.4 宏观流动性维持充裕，利率调控有望更加精准

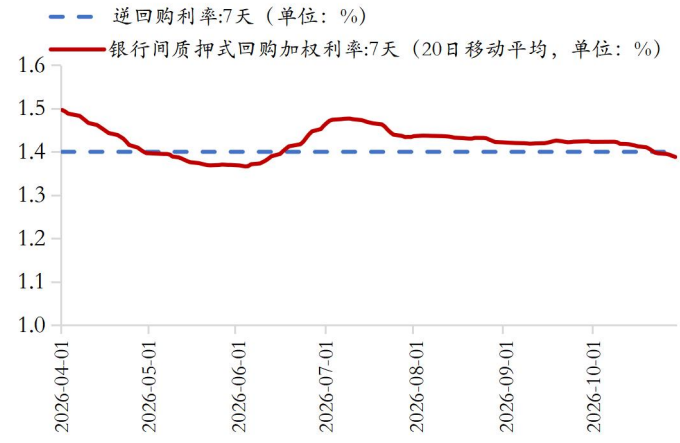
宏观流动性维持充裕，11 月降息概率偏低，未来利率调控有望更加精准。①DR007 降至 7 天逆回购利率下方，显示流动性较为充裕。②10 月，1 年期、5 年期 LPR 均与上月持平，且前三季度 GDP 同比增长 4.6%，处于全年 4.5%-5.0%的经济增长目标区间内，总量层面进一步宽松的迫切性相对有限，预计 11 月降息概率偏低。③央行行长潘功胜在 2026 金融街论坛上，强调推进短端利率调控框架优化，研究选择时机将公开市场主要操作品种的期限切换为隔夜、相应以公开市场隔夜回购利率作为主要政策利率，有助于提高政策利率与市场利率的期限匹配度，短端利率调控或更加精准、及时。

图表 25 DR001 小幅回升，但仍低于 7 天逆回购利率



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 26 DR007 降至 7 天逆回购利率之下，流动性较为充裕



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

2 行业配置：首选AI上中游硬件

10月AI叙事进一步恶化，叠加地缘扰动、油价抬升以及海内外科技业绩扰动等因素，触发微观流动性负反馈，市场整体大跌。行业层面，多数下跌、极致分化，其中AI相关方向领跌，尤其硬件大跌，避险方向红利银行、高切低方向部分消费品如食品饮料以及地缘扰动催化下的能化板块小幅上涨领涨。**展望11月，扰动性因素如FOMC会议以及三季报落地，尽管美伊扰动仍有不确定性，但11月初也将很快落地且市场对此已然有所反应甚至超跌，同时考虑到11月起机构年末排名冲刺和春节躁动预期提前有助于凝聚市场共识，叠加潜在催化事件如监管坚决稳定资本市场的态度举措、APEC峰会、年末中央经济工作会议预期等，当前时点不宜再惯性悲观，可以为年末反弹行情做准备。此外根据我们成长产业景气周期投资节奏框架所示，11月起科技有望进入第二阶段的尾声加速上涨期，且类似情形下，按过往规律该上涨期预计将出现持续时间在1个月左右，成长风格15%、主线行业20%左右涨幅且产业主线表现领先的机会。因此配置思路上，建议为年末反弹行情即第二阶段尾声加速上涨行情做准备，算力硬件即AI上中游环节将是最重要的方向，此外部分具备强催化或者强景气支撑的品种也具备较强α支撑，如农产品链条。同时提醒红利类避险资产在市场波动减弱、股息率消化至临界点，性价比已然较低。综合评估后，建议重视以下三条投资线索：**

第一条主线是为年末反弹行情做准备，首选弹性最大的AI上中游硬件等环节，包括光模块、PCB、CPO、光纤、液冷、存储及半导体设备链等。我们独家提出的产业周期投资节奏框架对本轮AI产业周期行情节奏的把握效果十分优异。根据框架所示，当下AI产业景气周期的资本市场演绎已经处于第二阶段中段震荡期末期或结束，尾声加速上涨行情预计将在11月到来，在该上涨期内产业趋势主线领涨且弹性大。

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，二是近期存在较多催化剂，如AI电影剧集、KIMI新一代模型等。

第三条主线是具备强α支撑的农产业链条，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。

2.1 主线一：第二阶段尾声加速上涨行情内，产业主线弹性大且明显占优，重视AI上中游硬件

当前 AI 硬件方向面临多重扰动，一是资本开支回落的担忧，据 TrendForce 数据显示，其将全球九大云服务供应商近两年资本支出总额预测进一步上调，九大 CSP 今年资本支出总额将超过 9570 亿美元，大增 106%，2027 年增速则降至 60%，至 1.531 万亿美元。同时由于今年以来美国反对数据中心建设的人数上升，导致部分项目受阻今年以来有超过 2600 亿美元的数据中心规划投资因地方反对而被取消。

图表 27 2027 年云厂资本开支增速仍然不低



资料来源：TrendForce，华安证券研究所。

图表 28 数据中心被取消规模



资料来源：Heatmap、每日经济新闻，华安证券研究所。

二是通胀上行，加息前景不明，AI 资本开支极速扩张后，AI 相关企业债务付息压力持续上行。受近期美伊冲突持续发酵影响，原油价格持续冲高，截至 2026 年 10 月 30 日，ICE 布油价格已达到 113.4 美元/桶，已较 5 月高点价格上涨 19.8%，输入性通胀压力持续上行，9 月美国 PPI、CPI 同比继续上翘，今年 12 月加息为大概率事件，据美银预测，今年 12 月和明年 3 月美联储或将分别加息 25BP，加息压力或导致发债维持 AI 资本开支的相关企业付息压力增加，当个别 AI 代表性标的业绩不及预期时，更容易引起估值大幅波动。

但 11 月后不确定性扰动有望逐步减缓。

一是对于通胀上行压力、数据中心反对浪潮渐起而言，待 11 月 3 日美国中期选举结束后，美伊局势的发展有望进一步清晰，同时特朗普本人支持数据中心建设，若共和党继续控制参议院和众议院，数据中心项目推进有望相对顺畅化。

二是 10 月底前后为海内外企业密集公布财报时间段，11 月后代表性企业业绩扰动也有望减小。

三是对于当前的 AI 板块而言，当前仍有较硬景气支撑，业绩具备显著相对优势。算力上游核心以及中游配套板块景气度依旧呈高速扩张状态。10 月底，2026 年三季报披露完毕，数据显示 AI 上中游核心板块景气度整体依旧处于较高水平。营收方面，万得光模块指数、电路板指数、液冷服务器指数、光纤指数、存储器指数和申万其他电源设备指数 2026Q3 单季营收增速分别达到 91%、57%、19%、37%、127%、15%，其中光模块指数、电路板指数、光纤指数和存储器指数的单季营收均创下今 5 年以来

的新高水平，电源设备指数单季营收增速也达到近 5 年以来的次高水平，仅液冷服务器指数相对偏弱，但依旧维持近 20%左右的扩张状态。

图表 29 三季报显示 AI 硬件方向营收增速并未降档

	光模块	电路板	液冷服务器	光纤	存储器	电源设备
2022年1季度	25.4	10.7	9.8	7.9	12.0	10.2
2022年2季度	13.8	3.1	8.6	4.9	-0.2	13.3
2022年3季度	20.9	-3.9	9.8	0.0	1.8	3.1
2022年4季度	11.4	-8.5	10.3	11.6	-23.6	5.0
2023年1季度	-5.0	-12.2	-2.7	4.6	-13.4	-1.5
2023年2季度	-16.4	-9.3	7.3	4.1	-6.5	21.7
2023年3季度	-12.4	-1.9	0.9	5.6	-18.1	6.4
2023年4季度	11.9	4.9	1.8	2.7	-1.6	1.8
2024年1季度	25.5	14.2	21.9	-0.4	-4.6	3.7
2024年2季度	54.0	21.0	15.2	3.9	5.2	4.1
2024年3季度	64.1	16.3	15.1	10.2	11.1	1.5
2024年4季度	39.7	12.5	23.9	11.7	6.1	13.5
2025年1季度	52.8	22.3	71.8	6.8	7.7	8.6
2025年2季度	61.4	23.8	27.3	9.2	16.3	10.8
2025年3季度	44.8	25.9	6.2	6.6	21.8	11.8
2025年4季度	61.7	24.8	22.7	5.1	36.8	9.7
2026年1季度	88.4	30.2	-9.5	30.7	92.1	9.3
2026年2季度	76.9	42.2	29.2	30.0	94.8	13.9
2026年3季度	91.3	56.5	18.8	36.7	127.3	15.4

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：所示为各版块营收单季同比

图表 30 AI 硬件核心方向盈利也呈高景气状态

	光模块	电路板	液冷服务器	光纤	存储器	电源设备
2022年1季度	21.1	2.2	-33.2	80.4	46.8	-28.7
2022年2季度	33.9	1.6	200.0	132.6	9.2	121.8
2022年3季度	25.7	-1.0	-9.4	68.8	-33.5	-38.4
2022年4季度	77.8	18.9	164.6	216.0	-136.4	85.7
2023年1季度	30.4	-38.6	26.1	-6.6	-57.5	61.1
2023年2季度	-2.8	-32.8	52.8	41.8	-58.5	206.0
2023年3季度	-1.7	-25.3	-0.7	-4.1	-52.7	95.3
2023年4季度	38.1	-45.6	49.3	-28.0	64.0	312.3
2024年1季度	68.6	81.8	18.4	-21.1	2.2	-13.6
2024年2季度	114.5	35.6	0.2	-10.5	67.9	2.6
2024年3季度	127.2	7.1	19.0	18.3	186.2	-12.5
2024年4季度	125.0	18.1	-6.8	-2.7	-141.8	-77.5
2025年1季度	114.5	22.8	18.2	41.7	-24.0	24.0
2025年2季度	127.1	65.0	14.9	-8.8	22.8	-6.5
2025年3季度	116.7	73.7	15.6	-1.9	143.5	7.3
2025年4季度	116.1	100.7	23.1	-55.0	-322.2	454.5
2026年1季度	141.3	48.6	-7.3	53.3	912.3	31.9
2026年2季度	136.2	86.0	110.7	200.5	957.9	15.7
2026年3季度	133.5	149.4	37.5	323.6	361.6	32.0

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：所示为各版块归母净利单季同比，单位为%，202202 液冷服务器数据过大作过缩小处理

利润方面，多数 AI 中上游硬件核心方向表现也较为强劲。万得光模块指数、电路板指数、液冷服务器指数、光纤指数、存储器指数和申万其他电源设备指数 2026Q3 单季归母净利增速分别达到 134%、149%、38%、324%、362%、32%，其中电路板指数 2026Q3 归母净利增速在去年同期增速达到 74%的高基数下，依旧创下近 5 年以来的新高，达到 149%，光纤也创下 5 年新高水平，光模块同样在高基数下实现了 134%的增长，存储器指数单季归母净利也高达 362%。

在我们的成长产业投资框架中，当前为第二阶段由业绩支撑的上涨时期，同时根据四季度投资策略报告《第二阶段收尾加速行情值得期待》（20260912 日发布）的专题结论，第二阶段行情结束时成长产业业绩增速将出现显著降档，在去年 4 季度的低基数效应、且今年 AI 资本开支持续大幅扩张、3 季度 AI 多数硬件方向盈利增速再创新高的状态下，今年四季度业绩依然有望维持强劲增长，成长产业周期第二阶段行情短期内或仍未结束。

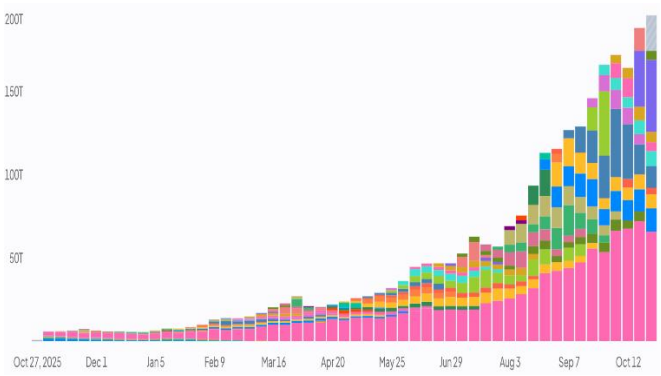
2.2 主线二：AI 下游应用方向近期存在较多事件催化

AI 下游软件应用等方向热点频出，使用场景不断扩张。近期下游应用方面催化较多，10 月 23 日，国内首部获得公映许可的 AI 全流程院线长片《三星堆：未来往事》上映。10 月 24 日，月之暗面在读发布新一代开源大模型 Kmi K3.1 Pro，蝉联全球最大开源模型。受下游应用使用场景、类型不断扩张的带动，当前大模型 Token 使用量仍在持续扩张，据 Openrouter 平台数据显示，10 月倒数第二周 Token 使用量达到 174T，每周 Token 调用量仍在不断上升。

特斯拉启动人形机器人初始生产线。马斯克在第三季度财报电话会议上确认，擎天柱机器人已在已在美国弗里蒙特工厂启动早期生产，但大规模外部交付预计要等到 2027 年底，机器人当前作为典型的主题型板块迎来事件催化契机。

机械设备板块具备较多热点方向。传统工程机械板块通常景气周期在 4 年左右，当前已进入后期阶段，继续上行空间预计有限。但从其余细分看，机械设备包含众多热门主题，如商业航天、低空经济、机器人、半导体设备等，AI 含量正逐步上升，任一主题迎来催化均会对机械设备板块形成带动辐射效应。

图表 31 模型使用量仍在持续增长



资料来源：Openrouter，华安证券研究所。注：所示为通过 Openrouter 平台统计的 Token 调用量

图表 32 中国人形机器人市场规模预测

年份	出货量（万台）	市场规模（亿元）	均价（万元）	全球占比	渗透率（制造业）
2026	1.0	90	90	20%	0.01%
2027	3	245	70	25%	0.03%
2028	10	600	60	28%	0.10%
2029	25	1250	50	32%	0.25%
2030	60	2400	40	35%	0.60%
2031	120	4200	35	38%	1.20%
2032	220	6600	30	42%	2.20%
2033	380	9500	25	45%	3.80%

资料来源：中投产业研究院，华安证券研究所。

2.3 主线三：农化制品仍具备 α 支撑

农作物减产预期升温、原料价格上涨，农化板块也有望跟随受益。根据国家海洋环境预报中心的预测显示，今年秋冬季的厄尔尼诺现象大概率为强至超强的状态，且有较大可能刷新历史极值，2027 年厄尔尼诺衰减后，华北、黄淮等地春夏连旱的概率显著提升，长江流域汛期洪涝风险加大。今年年末极端天气影响事件较长，农产品持续存在一定减产预期，近期农产品批发价格已有所回升，后续和种植业相关的板块有望持续存在产品价格上涨带来的 α 机会。

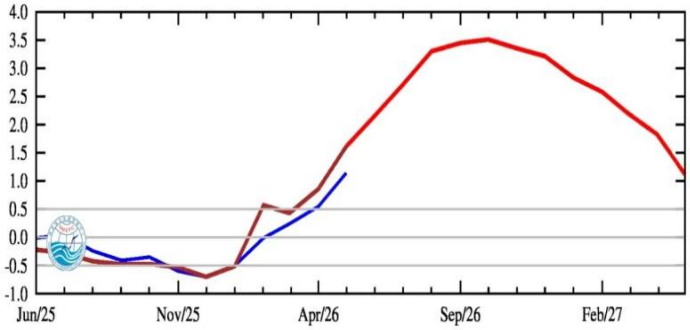
当前农化制品主要有两方面支撑，一是极端天气影响下农作物出现中期减产预期，农化制品价格有望跟随农作物上行。极端天气影响下，农作物减产预期显著升温带动价格中枢有望上行，历史上农化产品价格和化肥、农药价格呈正相关性。二是上游原油等原料价格再度出现飙升，7 月份以来，美伊冲突再度升温，以原油为代表的能源价格持续回升，农化制品作为典型的原油下游产品，销售价格也有望随能源价格持续上涨而出现涨价。

图表 33 原油或农产品价格上行均会对农化制品形成景气映射



资料来源：Wind，华安证券研究所。

图表 34 Nino3 区海表温度距平数值模式预测结果



资料来源：国家海洋环境预报中心，华安证券研究所。

风险提示：

AI 叙事进一步恶化；海外芯片半导体估值消化持续担忧；微观流动性负反馈延续；美伊形势再现紧张升级；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。