金融产品深度报告 20261104

A 股 10 月复盘与 11 月展望——全球 AI 信用重定价下的调整，与政策维稳下的磨底期

2026 年 11 月 04 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 唐遥衍
执业证书：S0600524120016
tangyk@dwzq.com.cn

相关研究

《如何理解央行外汇存款准备金率调升？》

2026-11-04

《反常识和消费不等式：谁决定消费增速？》

2026-11-03

投资要点

■ **10 月行情的本质：AI 信用重定价与内部去拥挤共振：**

■ 2026 年 10 月万得全 A 回调 12.44%，为 2016 年 1 月以来第三大单月跌幅，呈“上旬下行、中旬弱势、下旬加速”三段式，收于月内低点。与 9 月不同，10 月美债 10 年期收益率下行约 35.6 个基点至 4.929%，A 股却加速回调，主导矛盾已从“无风险利率”切换为“AI 叙事信用审视+高拥挤、高杠杆筹码被动去化”。全月日均成交 16097 亿元、缩量 12.1%，两融余额降 1833 亿元，属存量资金被动降杠杆，而非恐慌出逃。

■ **行业分化：防御与能源相对占优，AI 链全面重定价：**

■ 2026 年 10 月行业分化程度较高，31 个申万一级行业中仅 5 个正收益，且全部集中于“防御+能源”：食品饮料+5.31%、银行+4.84%、石油石化+3.34%、煤炭+1.29%、家电+0.56%；红利指数+2.33%。领跌为通信-30.23%、电子-25.70%、建材-17.96%、综合-17.31%、电力设备-15.88%。电子 1—9 月利润同比增 1.0 倍而股价单月回调 25.70%，“业绩向上、股价向下”表明 10 月调整可能更多反映估值重估与持仓结构变化，而非仅由当期盈利表现解释。

■ **宏观背景：外部 AI 信用冲击，内部政策与数据拉锯：**

■ 2026 年 10 月，海外 AI 定价从“资本开支扩张=增长”切换为“回报与信用风险审视”：英特尔单日回调 28.58%，亚马逊 800 亿美元供应商贷款引发融资结构担忧，存储芯片指数全月回调约 24.8%，费城半导体回调超过 15%，纳指回调 5.30%，标普 500 仅回调 0.93%。通胀黏性压缩转松空间：美国 9 月 CPI 同比 3.7%、PCE 同比 3.6%，布伦特原油涨 13.6%；10 月 FOMC 维持 3.75%—4.00%不变但两名票委主张加息。国内总量平稳、结构分化，10 月制造业 PMI 回落至 49.3%；五中全会后金融管理部门密集释放“稳市场”信号。

■ **市场核心分歧解析：**

■ 核心分歧集中于六问：10 月市场回调更宜理解为“AI 信用重定价+内部筹码去化”的叠加影响；美债收益率回落与 A 股调整同期出现，说明单一利率因素对当月走势的解释力有限。政策维稳有助于稳定预期、降低极端波动风险，后续企稳仍需政策支持、基本面预期与交易结构改善共同验证，短期或震荡修复，中期仍待信号确认，快速 V 型反转偏乐观情形。双创风险度处于历史低位，赔率有所提升；但回调幅度本身并非反弹持续性的充分条件，胜率提升还需“AI 信用冲击缓和+成交承接改善”双重确认。防御红利空间有限，同时需关注交易拥挤度上升后的性价比变化。微盘、北证去拥挤在量能层面已较充分，趋势层面仍需跟踪确认。11 月日历效应可作为有限但可参考的季节性线索。

■ **11 月展望：**

■ 2026 年 11 月权益综合信号虽转为-2，但万得全 A 风险度处于 2.7%较低分位，短期下行空间受限、超跌修复概率上升；基准情景由‘震荡磨底’调整为‘短期震荡修复、中期磨底确认’。历史-2 样本偏谨慎，但当前低风险度与政策维稳密集，短期不宜简单套用历史均值。

■ **核心结论与总结**

■ 2026 年 10 月核心是“全球 AI 信用重定价”与“内部拥挤端去化”共振深调，而非国内基本面恶化或海外利率上行；月末政策维稳信号密集，但指数收于月内低点，政策底信号与市场底筹码仍有时滞。11 月是“政策维稳+超跌约束”与“外部风险窗口+AI 信用冲击”的拉锯，基准为短期震荡修复，中期持续性看‘成交回升+AI 链企稳’双确认。结构上短期超跌成长弹性更大，防御/能源可作底仓；微盘与北证在增量工具落地后弹性有望改善。

■ **风险提示：**美国中期选举后地缘升级；美联储 12 月加息；AI 信用冲击延续；去杠杆负反馈；政策维稳不及预期；数据口径风险。整体需关注海外利率、地缘冲突、微盘拥挤与政策兑现

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 2026 年 10 月行情复盘：一场"不是利率"的调整 4
1.1. 传导闭环：为何利率回落未能带动 A 股同步修复 4
1.2. 三段式走势：全月下行，月末收于月内低点 5
1.3. 南北同跌下的"分化残留"：主要宽基指数涨跌与风险度 6
2. 行业分化：防御与能源相对占优，AI 链全面重定价 6
3. 宏观背景：外部"AI 信用冲击"，内部"政策与数据的拉锯" 8
3.1. 海外：AI 叙事重定价、通胀黏性与中选变数 8
3.2. 国内：数据"总量平稳、结构分化"，政策密集维稳 9
4. 市场核心分歧解析 11
5. 2026 年 11 月展望 12
5.1. 量化模型：权益综合信号转为-2 12
5.2. 宽基方向：五维框架 14
5.3. 风格观察 17
5.4. 行业观察（产业链基本面五条线索） 17
5.5. 量化跟踪阈值 18
6. 核心结论与总结 18
6.1. 复盘结论 18
6.2. 展望结论 19
6.3. 核心预期差清单 19
6.4. 关键跟踪变量 19
6.5. 上期观点回顾与验证 20
7. 风险提示 21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1： 万得全 A 指数风险趋势模型（2026/10/30）.....14

表 1： 2026 年 10 月万得全 A 三段式走势（数据区间 2026-09-30 至 2026-10-30）.....5
表 2： 主要宽基指数涨跌与风险度（涨跌区间 2026-09-30 至 2026-10-30，风险度截至 2026-10-30）.....6
表 3： 申万一级行业领涨与抗跌榜（数据区间 2026-09-30 至 2026-10-30）.....7
表 4： 申万一级行业领跌榜（数据区间 2026-09-30 至 2026-10-30）.....7
表 5： 2026 年 10 月全球主要资产表现（截至 2026-10-30 收盘）.....9
表 6： 2026 年 10 月发布的主要国内经济数据（截至 2026-10-31）.....11
表 7： 2026 年 11 月权益综合信号评分（五维分解）.....13
表 8： 模型历史表现（2016 年 1 月至 2026 年 10 月，共 130 个月）.....13
表 9： 综合信号 -2 的历史表现（样本内出现 14 次）.....13
表 10： 大幅回调月后次月日历效应统计（样本区间 2000-01 至 2026-10）.....16
表 11： 2026 年 11 月情景假设（自 2026-10-30 起算）.....16
表 12： 2026 年 11 月风格观察（自 2026-10-30 起）.....17
表 13： 2026 年 11 月量化跟踪指标（截至 2026-10-30）.....18
表 14： 核心预期差清单（2026 年 11 月）.....19

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 2026 年 10 月行情复盘：一场"不是利率"的调整

1.1. 传导闭环：为何利率回落未能带动 A 股同步修复

2026 年 10 月 A 股的回调，拆开看是一条与 9 月方向相反的四步传导链：

【叙事端】全球 AI 信用重定价（英特尔盈利指引不及预期、存储链回调、科技巨头资本开支与现金流压力） → 【结构端】A 股 AI 硬件链（电子/通信）深度回调→双创指数失去核心支撑 → 【资金端】高融资余额下的被动降杠杆（两融余额月内大幅回落、成交缩量）→ 拥挤端（双创/微盘/北证）集中去化 → 【风格端】仅存防御与能源正收益，市场风险偏好回落，正收益行业范围收窄。

这条链的每一环都有数据支撑：

【叙事端】：2026 年 10 月全球市场对 AI 的定价逻辑从"资本开支扩张=增长"切换到"资本开支扩张=回报与信用风险"。标志性事件包括：2026 年 10 月 30 日英特尔股价单日回调 28.58%（第四季度盈利指引不及市场预期）、亚马逊披露 800 亿美元供应商贷款额度引发"AI 融资结构"担忧；10 月 28 日 SK 海力士公布三季度营业利润同比暴增 7 倍并启动大规模股东回报后，股价当日上涨 10%，但存储链整体在"涨价兑现"与"需求透支"之间剧烈摆动（存储芯片指数全月回调约 24.8%）。"业绩好"与"股价回调"同时出现，是本轮 AI 重定价的核心特征——市场开始为"AI 资本开支的融资成本与投资回报"定价，而非为"景气度"定价。

【结构端】：A 股 AI 硬件链（通信-30.23%、电子-25.70%）的回调幅度远大于其基本面变化（2026 年 1-9 月电子行业利润同比增长 1.0 倍，拉动全部规上工业企业利润增长 9.6 个百分点），说明 10 月下的主导变量是估值与筹码，而非业绩。

【资金端】：全月日均成交 16097 亿元、环比缩量 12.1%；两市融资余额由 9 月末 25324 亿元降至 10 月 29 日 23492 亿元（-1833 亿元）——这是 2026 年以来两融余额幅度最大的一段回撤，融资盘的被动减持与双创/微盘的回调形成负反馈。

【风格端】：申万一级行业中仅食品饮料（+5.31%）、银行（+4.84%）、石油石化（+3.34%）、煤炭（+1.29%）、家用电器（+0.56%）录得正收益，红利指数上涨 2.33%、风险度位于自成立以来 66.3%分位；而双创（创业板指-23.02%/科创 50-24.13%）、微盘（-14.74%）、北证 50（-14.80%）等拥挤端全面去化。

根源是"定价锚"的切换：9 月 A 股的下跌是"贴现率上行带来的估值压力"（美债逼近 5.4%），10 月美债回落但 A 股加速下跌，说明当前市场的主导矛盾已从"无风险利率"切换为"AI 叙事的信用与回报审视+内部筹码结构"。隐含的关键推论是：用"美债利率阈值"（如跌破 5.0%）作为 A 股修复条件在 10 月被证伪，11 月需要观察的是 AI 信用冲击的减弱信号（费半企稳、半导体信用利差收敛）与内部杠杆去化的进程（两融余额止跌）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2026 年 10 月深调源于"AI 信用重定价+内部去拥挤"的共振，而非国内基本面或海外利率；这意味着修复路径也不同于前两轮——先等信用冲击减弱与杠杆去化完成，再谈基本面与政策的重新定价。

1.2. 三段式走势：全月下行，月末收于月内低点

2026 年 10 月万得全 A 的下跌呈清晰的"三段式"结构（数据截至 2026 年 10 月 30 日）：

表1：2026 年 10 月万得全 A 三段式走势（数据区间 2026-09-30 至 2026-10-30）

阶段	区间	涨跌	特征
上旬下行	2026 年 10 月 8 日-10 月 14 日	-4.41%	节后调整，AI 相关板块开始走弱
中旬弱势	2026 年 10 月 15 日-10 月 23 日	-2.71%	油价通胀与中选不确定性压制，10 月 22 日单日-2.45%
下旬加速	2026 年 10 月 26 日-10 月 30 日	-5.85%	10 月 27 日-2.23%、10 月 29 日-2.13%、10 月 30 日-2.34%，收于月内低点

数据来源：Wind，东吴证券研究所

三段式之中，单日较大回调主要出现在以下四个交易日：2026 年 10 月 22 日（-2.45%）、10 月 30 日（-2.34%）、10 月 15 日（-2.28%）、10 月 27 日（-2.23%）；反弹仅两个交易日相对显著：10 月 23 日（+2.02%）与 10 月 28 日（+1.55%）。月内最高收盘 6107.00 点（10 月 9 日）、最低收盘 5425.00 点（10 月 30 日），全月收于月内最低、且当日未见明显的护盘承接。

这一走势结构提示两个关键信息：其一，10 月的回调不是"单日恐慌宣泄"（不同于 9 月月末的两根大阴线），而是全月三个阶段连续走弱，外生催化（AI 信用、油价、中选）与内生结构（高融资、高拥挤）持续共振，属于典型的"趋势性去化"而非"情绪性错杀"；其二，月末创月内新低意味着下跌的动能尚未自然衰竭，11 月上旬的修复更可能来自"外力"（政策维稳、外围风险释放）而非"自发的超跌反抽"。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.3. 南北同跌下的"分化残留"：主要宽基指数涨跌与风险度

表2：主要宽基指数涨跌与风险度（涨跌区间 2026-09-30 至 2026-10-30，风险度截至 2026-10-30）

指数	2026 年 10 月涨跌	风险度（2026-10-30）	风险度历史分位
万得微盘股指数	-14.74%	73.89	48.9%
国证 2000	-15.30%	6.45	10.0%
中证 1000	-15.59%	0.13	3.1%
中证 500	-15.72%	-3.81	1.1%
深证成指	-15.94%	-5.17	2.9%
创业板指	-23.02%	-6.06	1.5%
科创 50	-24.13%	-7.42	1.8%
上证指数	-6.33%	7.84	14.0%
上证 50	-2.88%	8.40	14.6%
沪深 300	-8.54%	-0.95	4.1%
中证 A500	-10.74%	-2.99	2.5%
万得全 A	-12.44%	-1.17	2.7%
红利指数	+2.33%	74.29	66.3%

数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：风险度 TR 为拥挤度趋势模型因子口径，按各指数自成立以来测算历史分位；常态区间 0-100、极端行情可超越边界。

三点观察：其一，"越大越抗跌"取代了 9 月的"越小越抗跌"——上证 50（-2.88%）与红利（+2.33%）成为仅有的低波品种，而 2026 年 9 月表现最强的微盘、双创、北证 50 在 10 月成为去化的主战场，大小盘剪刀差在 10 月完成了方向反转；其二，风险度已大面积落入历史低位——万得全 A 风险度-1.17（2.7%分位）、创业板指风险度-6.06（1.5%分位）、科创 50 风险度-7.42（1.8%分位），大盘成长类资产的"超跌程度"超过 2024 年初与 2022 年 10 月的水平；其三，防御端拥挤度已不低——红利指数风险度 74.29（66.3%分位）、微盘股风险度自 9 月末的 106.1 回落至 73.9（48.9%分位），防御方向的"低位安全垫"正在变薄，而拥挤端经过一个月的去化已回到历史中位附近——这为 11 月的结构判断提供了重要前提。

2. 行业分化：防御与能源相对占优，AI 链全面重定价

2026 年 10 月行业表现的分化程度明显：31 个申万一级行业中仅 5 个录得正收益，且全部集中于"防御+能源"；跌幅前三的通信、电子、建筑材料均超过 17%，AI 硬件链（通信/电子）与内需周期链（建材/机械/地产）形成了两个主要承压方向。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表3：申万一级行业领涨与抗跌榜（数据区间 2026-09-30 至 2026-10-30）

排名	行业	2026 年 10 月涨跌	归因
1	食品饮料	+5.31%	高股息+低估值防御属性，油价通胀链条下的成本传导相对可控
2	银行	+4.84%	类债属性+三季报息差企稳，农业银行三季度净利润同比+10.84%
3	石油石化	+3.34%	布伦特原油单月+13.6%，地缘风险溢价与炼化景气共振
4	煤炭	+1.29%	能源比价效应与迎峰度冬预期
5	家用电器	+0.56%	出口韧性+以旧换新政策延续
6	交通运输	-0.87%	高股息防御属性，跌幅显著小于全市场
7	公用事业	-2.48%	类债属性与电价支撑，相对抗跌
8	非银金融	-5.22%	成交收缩与融资盘去化压制，但跌幅仍小于全市场

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表4：申万一级行业领跌榜（数据区间 2026-09-30 至 2026-10-30）

排名	行业	2026 年 10 月涨跌	归因
1	通信	-30.23%	AI 硬件链重定价，光模块/服务器链系统性回撤
2	电子	-25.70%	半导体与存储链下跌（存储芯片指数全月约-24.8%），估值调整与筹码调整叠加
3	建筑材料	-17.96%	地产链疲弱延续，投资端数据持续低迷
4	综合	-17.31%	小市值与主题资金退潮
5	电力设备	-15.88%	新能源权重股补跌，与创业板指的深度调整同源
6	机械设备	-15.04%	中游制造补跌，出口链与内需预期的双重压制
7	房地产	-15.01%	政策预期退潮，前三季度开发投资同比降 20.6%
8	有色金属	-14.62%	工业金属受全球需求预期压制（与能源链分化）

数据来源：Wind，东吴证券研究所

归因上有一个容易被忽略的背离：2026 年 1-9 月电子行业利润同比增长 1.0 倍（国家统计局口径，拉动全部规上工业企业利润增长 9.6 个百分点），而电子板块股价单月下跌 25.70%——"业绩向上、股价向下"的背离，表明 10 月调整可能更多反映估值重估与持仓结构变化，而非仅由当期盈利表现解释。这一背离对 11 月的含义是双面的：一方面，跌深之后的"业绩确定性"标的具备修复弹性基础；另一方面，只要 AI 叙事层面的

请务必阅读正文之后的免责声明部分

信用冲击（资本开支融资、回报审视）未减弱，业绩兑现就难以单独支撑股价——修复需要"叙事企稳"与"业绩兑现"两者同向。

三季报的另一面：银行（农业银行单季净利润同比+10.84%、六大行前三季合计净赚约 1.14 万亿元）、有色金属（矿企与算力金属企业业绩亮眼）、部分高端制造（源杰科技前三季归母净利润同比+866.88%、中际旭创+211.81%）的业绩兑现度较高，但股价表现出现分层——"业绩兑现但筹码拥挤"的品种在去杠杆阶段被优先减持，这是 10 月与以往财报季最大的不同。

3. 宏观背景：外部"AI 信用冲击"，内部"政策与数据的拉锯"

3.1. 海外：AI 叙事重定价、通胀黏性与中选变数

10 月最大的海外变化是市场对 AI 产业前景的定价逻辑发生变化。 2026 年 10 月中下旬起，美股对 AI 的定价从"资本开支扩张→景气上行"转向"资本开支扩张→融资成本与回报审视"：2026 年 10 月 30 日英特尔股价单日下跌 28.58%（四季度指引不及预期）、高通下跌 11.12%、AMD 下跌 10.88%；亚马逊因披露 800 亿美元供应商贷款额度引发"AI 债务融资结构"担忧（此前还出现英特尔、亚马逊信用违约互换报价跳升的报道，规模级别约 123.5 个基点）；存储链先涨后跌，存储芯片指数全月下跌约 24.8%。这轮重定价的直接后果是美股涨跌结构剧烈分化：标普 500 单月仅下跌 0.93%，但纳指下跌 5.30%、费城半导体指数下跌逾 15%，而标普 500 等权重指数上涨 4.94%——"部分指数调整相对有限、板块表现分化"是 10 月全球权益市场的共同特征。

通胀黏性叠加地缘溢价，压缩了货币政策转松的空间。 2026 年 10 月 14 日公布的美国 9 月 CPI 同比上涨 3.7%（高于预期 3.6%、前值 3.4%）、核心 CPI 同比 2.6%（高于预期）；10 月 30 日公布的美国 9 月 PCE 同比 3.6%（5 月以来最高）、核心 PCE 同比升至 3.1%；同期布伦特原油单月上涨 13.6%（收于 117.64 美元/桶、地缘风险溢价主导）。油价→通胀→利率预期的链条使"美联储转松预期"进一步后延：10 月 28 日 FOMC（美东时间）维持联邦基金利率目标区间 3.75%-4.00%不变，库克与哈马克两名票委主张加息 25 个基点，会后声明未对 12 月是否加息给出明确信号；达拉斯联储主席 Logan（2026 年票委）会后表示"仍预计至少需要再加息两次、但可循序渐进"。"暂停但未转向"是本次会议的核心信息。

美国中期选举与地缘风险构成 11 月的最大不确定性组合。美国中期选举将于 2026 年 11 月 3 日投票，选前民调与库克政治报告均显示民主党形势改善；据多方报道，美方已通报海湾盟友准备在选举后（最快 11 月 4 日）恢复对伊朗的"短时高强度打击"，卡塔尔等调解方在 10 月 30 日-31 日于德黑兰、多哈进行密集斡旋（报道口径）。"选举落地前的观望+选举后的地缘窗口"是 11 月海外风险的两段式结构，对应油价的风险溢价路径：选举前以降温交易为主（10 月下旬油价曾单日回落逾 2%）、选举后若打击落地则溢价再度上冲。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表5：2026 年 10 月全球主要资产表现（截至 2026-10-30 收盘）

资产	2026 年 10 月表现	备注
标普 500	-0.93%（7580.07）	等权重指数+4.94%，分化剧烈
纳斯达克综指	-5.30%（25437.00）	一年多来最差单月，10 月 30 日单日-2.86%
道琼斯工业指数	+1.70%（51770.31）	防御与旧经济权重支撑
费城半导体指数	逾-15%（10 月 30 日单日-7.2%）	标普 500 口径的半导体指数同期约-13.7%
恒生指数	-5.36%（23294.42）	港股同步承压
恒生科技指数	-11.73%（3754.90）	科技属性拖累显著
美国 10 年期国债收益率	4.929%（月内约-35.6bp）	利率回落未能带动相关风险资产同步修复
美元指数	101.90	月内曾创 18 个月新高（媒体口径）
现货黄金	-6.80%（3874.76 美元/盎司）	10 月 30 日单日-3.65%
现货白银	-18.73%（49.11 美元/盎司）	工业需求预期与投机交易因素共同施压
布伦特原油	+13.6%（117.64 美元/桶）	地缘溢价主导
WTI 原油	+17.75%（104.12 美元/桶）	连续四个月上涨

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 国内：数据"总量平稳、结构分化"，政策密集维稳

三季度经济：总量平稳、投资弱、出口强。 2026 年 10 月 19 日国家统计局公布三季度数据：前三季度 GDP 同比增长 4.6%（总量 107.11 万亿元），三季度单季增长 4.5%、环比回升 0.2 个百分点；9 月规模以上工业增加值同比+5.5%（工业机器人、集成电路产量增长均超 18%）、社会消费品零售总额同比+1.1%（剔除汽车拖累后+3.9%）；但 1-9 月城镇固定资产投资同比下降 7.2%、地产开发投资同比下降 20.6%（新建商品房销售额同比-13.9%），投资端是总量数据中最弱的一环。物价方面：9 月 CPI 同比+0.9%（核心 CPI+1.0%）、PPI 同比+5.0%（2022 年 6 月以来最高，其中汽油价格同比+16.6%）——PPI 高读数由能源与输入性因素主导，"再通胀的交易属性"强于"需求属性"。9 月城镇调查失业率 5.2%、较上月回落 0.1 个百分点。

金融与利润：直接融资占比抬升、工业利润保持两位数增长。 2026 年 10 月 14 日央行公布前三季度金融数据：社会融资规模增量累计 27.46 万亿元（同比少 2.63 万亿元）、9 月末社融存量同比+7.1%、M2 同比+7.2%、前三季度人民币贷款增加 11.52 万亿元；结构上债券与股票融资在社融增量中占比约 49.5%、超过贷款占比约 7 个百分点。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2026 年 10 月 27 日公布的工业利润数据显示：1-9 月规模以上工业企业利润同比增长 15.5%（利润总额 60337.4 亿元）、9 月单月同比+14.4%（今年 6 月以来最高），其中电子行业利润同比增长 1.0 倍、高技术制造业利润增长 52.0%。"金融数据总量收敛、结构向直接融资倾斜"与"工业利润由 AI 链与能源链拉动"并存，是 10 月基本面数据的主线。

政策端：从"金融街论坛"到"五中全会"的密集维稳信号。 政策线索按时间排序：①2026 年 10 月 19 日-21 日金融街论坛年会召开，央行行长潘功胜表示将推动退出存贷款基准利率、完善"DR001+贷款市场报价利率"的双定价基准体系；②10 月 26 日-29 日党的二十届五中全会在北京召开（研究持之以恒推进全面从严治党若干重大问题、审议通过《决定》，10 月 30 日举行新闻发布会解读）；③10 月 30 日央行、证监会、金融监管总局等金融管理部门分别召开会议传达全会精神，其中证监会明确"全力稳市场稳预期，深化投融资综合改革，完善全链条监管体系，持续提升资本市场韧性和信心"；④10 月 30 日央行公告公开市场操作"换锚"：自 11 月 2 日起每个工作日开展隔夜逆回购操作招标（操作利率 1.25%），7 天期逆回购调整为固定数量、利率招标、多重价位中标并主要在税期、月末等时点开展；⑤全国人大常委会第二十五次会议将于 11 月 2 日-6 日举行，金融法草案将提请二次审议（拟加强对资产管理产品与服务的统一规范、跨境金融活动监管）。"稳市场"表述与操作层面的"换锚"是 10 月末政策端最重要的边际变化，其含义是短端利率调控框架向价格型进一步转型、并为跨月流动性提供新的工具安排。

10 月 31 日公布的中国 10 月 PMI 回落至收缩区间：制造业 PMI 49.3%（前值 50.1%）、非制造业商务活动指数 49.7%、综合 PMI 产出指数与两项分项同向回落——PMI 重回荣枯线下方，与 9 月数据的"温和改善"形成反差，也为 11 月政策加码提供了依据。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表6：2026 年 10 月发布的主要国内经济数据（截至 2026-10-31）

指标	数值	发布时间
前三季度 GDP 同比	+4.6%(单季 Q3 +4.5%)	2026 年 10 月 19 日
9 月规模以上工业增加值	+5.5%	2026 年 10 月 19 日
9 月社会消费品零售总额	+1.1%（剔除汽车 +3.9%）	2026 年 10 月 19 日
1-9 月城镇固定资产投资	-7.2%	2026 年 10 月 19 日
1-9 月地产开发投资	-20.6%	2026 年 10 月 19 日
9 月 CPI / 核心 CPI	+0.9% / +1.0%	2026 年 10 月 14 日
9 月 PPI	+5.0%（2022 年 6 月以来最高）	2026 年 10 月 14 日
前三季度社融增量	27.46 万亿元（存量同比+7.1%）	2026 年 10 月 14 日
9 月末 M2	+7.2%	2026 年 10 月 14 日
1-9 月工业企业利润	+15.5%（9 月单月 +14.4%）	2026 年 10 月 27 日
10 月制造业 PMI	49.3%（前值 50.1%）	2026 年 10 月 31 日

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 市场核心分歧解析

分歧一：这轮下跌的主因是"海外利率"还是"AI 叙事+内部结构"？ 市场在 10 月仍习惯用"美债利率"解释 A 股，但数据不支持：10 月美债 10 年期收益率下行了约 35.6 个基点至 4.929%，A 股却加速下跌。我们的回答是后者：下跌的主因是"AI 叙事的信用重定价"与"高拥挤、高杠杆筹码的被动去化"，海外利率 10 月反而是"逆风减弱"的。这一判断的可检验推论是：若 11 月 A 股企稳，应首先看到费半企稳、两融余额止跌与 AI 链缩量收敛，而非美债进一步下行——用利率阈值跟踪 A 股修复条件在 10 月已被证伪。

分歧二：政策维稳信号能否让市场"见底"？ 10 月末维稳信号密度为 2026 年最高（五中全会+证监会“全力稳市场稳预期”+央行换锚+金融法二审），政策信号主要作用于预期与流动性，而“政策底”向“市场底”的过渡通常还需要筹码出清（融资盘、拥挤端）与外部风险释放（中选、地缘）形成共振。10 月 30 日指数收于月内低点，量价特征显示筹码出清仍在推进，完成度需后续数据进一步验证。基准判断是：政策维稳有助于降低尾部风险、稳定预期与流动性环境；趋势扭转则需要更多条件配合。见底形态更可能经历缩量整固和反复确认，V 型反转可作为乐观情形之一。

分歧三：超跌成长（双创）能否凭借"跌得多"反弹？ 创业板指风险度分位已降至 1.5%（自成立以来）、科创 50 风险度分位降至 1.8%，“超跌”程度接近或超过历史较低分位，赔率有所提升。但 10 月的一个重要证据是：跌幅本身不构成反弹持续性的充分

请务必阅读正文之后的免责声明部分

条件——本轮回调的传导源（AI 信用冲击）仍在全球层面消化（英特尔、亚马逊等事件），筹码层面（融资盘、主题基金、部分量化产品）的出清进度也需要从价格之外的多维度确认。10 月下旬以来双创曾出现多次单日反抽（10 月 23 日、10 月 28 日），显示一定弹性，但连续性仍需成交与信用信号配合。判断：双创具备“赔率”，而“胜率”的确认需要两个条件——AI 信用冲击减弱（费半止跌+相关信用指标收敛）与成交结构改善（缩量止跌或放量承接）；两者出现前，反弹持续性宜按逐步验证处理，关注技术性反抽向趋势修复转化的条件。

分歧四：防御与红利还能不能追？ 10 月红利指数上涨 2.33%、银行上涨 4.84%，防御与能源是当月主要的正收益方向；但防御的拥挤度已经抬升（红利指数风险度 74.29、处自成立以来 66.3%分位），且银行业具有"高位放量滞涨"的微观特征（工商银行月内创历史新高后于月末走弱）。我们的回答：防御依然是基准情景下的相对占优方向，但其"相对收益属性"强于"绝对收益空间"——在油价与利率的再通胀组合下，防御的性价比依赖"风险偏好继续收缩"这一前提，该前提若被政策维稳与中选落地削弱，防御的进攻性会快速衰减。

分歧五：微盘/北证/双创的"去拥挤"结束了吗？ 10 月微盘股风险度由 106.1 回落至 73.9（自历史 98.2%分位回落至 48.9%分位）、短期动量降至 9.1，北证 50 月内回调 14.80%、收于月内低点。拥挤度指标已明显回落，调整进程进入“后半程”，但结束与否仍需观察；两市融资余额 10 月下降 1833 亿元，月末企稳信号仍需跟踪。判断：去拥挤已进入后半程，短期继续大幅去化的空间有限；若全市场风险偏好修复与政策工具落地，微盘/北证/双创有望出现阶段性反弹，中期弹性看增量资金。

分歧六：11 月的"日历效应"这次能否相信？ 历史上 11 月是 A 股偏强的月份（2000 年以来 26 次中 18 次上涨、均值+1.83%），"大幅回调后的次月"的统计（56.1%胜率）同样偏正面；但 2026 年以来日历效应已多次失效（3 月、7 月、9 月均未遵循季节性）。我们的回答：日历效应只提供"弱概率支撑"，不构成方向判断；11 月的方向由"政策维稳的落地强度"与"AI 信用冲击的减弱速度"共同决定。

5. 2026 年 11 月展望

5.1. 量化模型：权益综合信号转为-2

"权益综合信号"月频量化择时模型以基本面、资金面、国际面、估值面、技术面五维度打分合成综合信号（正看多、负看空、0 中性），据以判断万得全 A 月度方向，样本自 2016 年 1 月起、数据截至 2026 年 10 月 31 日。

表7：2026 年 11 月权益综合信号评分（五维分解）

月份	基本面	资金面	国际面	估值面	技术面	综合信号	当月万得全 A
2026 年 11 月	-1	+1	0	-1	-1	-2（模型方向判断偏弱）	跟踪中

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：2026 年 10 月信号-1 已兑现——万得全 A 10 月下跌 12.44%，模型方向正确；这是该模型连续第 4 个月（2026 年 7 月起）方向判断正确，也是-1 信号近两年来幅度最大的兑现之一。

表8：模型历史表现（2016 年 1 月至 2026 年 10 月，共 130 个月）

指标	数值
策略整体胜率	69.23%（90/130）
策略超额胜率（正超额+零超额占比）	78.46%（102/130）
策略年化超额收益率	约 18.1%（组合年化 18.9%－基准年化 0.9%）
正信号胜率 / 负信号胜率 / 0 信号胜率	72.73% / 65.00% / 82.35%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表9：综合信号 -2 的历史表现（样本内出现 14 次）

指标	数值
出现次数	14 次
正收益率概率	28.57%
平均收益率	-2.09%
正收益平均 / 负收益平均	+2.55% / -3.95%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

信号解读：2026 年 11 月综合信号-2，其中估值面（-1）与国际面（0）由 9 月末评级下调所致，技术面（-1）反映趋势与动量仍待修复，资金面（+1）是唯一正值（政策维稳与流动性工具"换锚"）。历史上-2 信号 14 次样本中，正收益概率 28.57%、平均收益-2.09%——在所列历史样本中，-2 信号对应的平均收益低于-1 信号（-1 的平均收益为-1.06%），需要以谨慎为基调；但需要注意，当前万得全 A 风险度（-1.17、2.7%分位）所对应的"低位约束"也是历史少见，模型信号与结构数据的组合指向"下行空间受限、但趋势反转未至"——即：负收益的概率高、但"负收益的幅度"未必重复历史均值，短期更应理解为“下行空间受限、超跌修复概率上升”；中期趋势反转仍需成交与 AI 信用信号确认。负收益概率虽高，但短期修复窗口正在打开。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5.2. 宽基方向：五维框架

五个维度并非平行，其中 F2（政策+海外）主导方向，F1 看下行空间，F3 看上行斜率，F4、F5 分别提供概率参考与最终情景加权。落到 2026 年 11 月：

F1 风险收益结构：整体低位、防御端已不再便宜

图1：万得全 A 指数风险趋势模型（2026/10/30）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2026 年 10 月 30 日，万得全 A 风险度-1.17（自成立以来 2.7%分位），为 2000 年以来历史第 11 低位区域、低于 2016 年以来任何一次月末水平（2024 年 9 月 20 日低点为-0.55、2022 年 10 月为-0.46）。历史上万得全 A 风险度≤0 的交易日共 223 天，近五次典型出现时点及此后表现：2024 年 9 月 20 日（未来 1 个月+28.4%、3 个月+32.2%）、2023 年 6 月 12 日（+0.4%、-1.2%）、2022 年 10 月 17 日（+0.7%、+3.1%）、2018 年 7 月 9 日（-5.1%、-6.9%）、2016 年 2 月 15 日（+1.6%、+3.5%）。"低风险度"是赔率信号而非胜率信号：五次中 1 个月后 4 次为正但分化较大（+28.4%至-5.1%），3 个月后 3 次为正——低位意味着"向下的空间有限、向上的路径依赖催化"，与正文分歧二的"政策底≠市场底"相互印证。

结构上分两端：超跌端（创业板指-6.06、科创 50-7.42、中证 500-3.81，分位均处自成立以来 1%-2%较低区间）具备厚安全垫；防御端（红利指数 74.29、66.3%分位；银行

请务必阅读正文之后的免责声明部分

股月内创新高）拥挤度已抬升，"便宜"的成分下降。

结论：整体风险度较低构成 11 月"下行空间受限"的核心依据，但方向性机会需要超跌端出现"催化触发"，防御端的相对优势依赖风险偏好继续收缩。

F2 主导逻辑边际变化：政策维稳"密度上升" vs 外部风险"两段式"

强化项（国内）：五中全会（10 月 26 日-29 日）后金融管理部门密集表态，证监会"全力稳市场稳预期"；央行公开市场"换锚"（11 月 2 日起隔夜逆回购常态化、7 天期逆回购调整为利率招标）改善短端利率调控的灵活性；全国人大常委会（11 月 2 日-6 日）审议金融法草案二审稿；政策工具箱在"稳市场"方向的可用性上升。

加重项（海外，选举前）：美国中期选举前的观望效应（资金降低风险承担），美股 AI 链的信用冲击（英特尔、亚马逊事件）仍待减弱，费城半导体指数 10 月下跌逾 15%后尚未出现趋势性企稳。

加重项（海外，选举后）：美方被报道筹备选举后恢复对伊朗打击（最快 11 月 4 日）、卡塔尔斡旋结果待定；12 月 FOMC（12 月 8 日-9 日）加息悬念未解（10 月 FOMC 两名票委主张加息、Logan 称至少还需两次加息）。

缓和项：美债 10 年期收益率已回落至 4.929%（"利率逆风"边际减弱）；油价在斡旋进展下出现过单日逾 2%的回落（若选举后局势降温，或触发通胀-利率预期的连锁缓和）；美元在月内冲高后回落。

结论：11 月短期更可能呈现政策维稳与超跌修复主导的震荡上行/修复格局，中期取决于中选后地缘路径。外部风险两段式意味着短期修复可期、中期波动仍在。11 月第一周的美国中期选举与随后的地缘窗口是本轮宏观定价的"分水岭事件"。

F3 资金博弈结构：缩量去杠杆的后半程

2026 年 10 月全市场日均成交 16097 亿元、较 9 月的 18315 亿元缩量 12.1%，月末五个交易日成交在 14264 亿-19729 亿元区间波动、无持续放量迹象；两市融资余额由 9 月末的 25324 亿元降至 10 月 29 日的 23492 亿元（-1833 亿元），降幅为 2026 年以来最大，且月末仍未出现明确的止跌形态。另一方面，流动性总量维持宽松：央行 10 月 30 日当周公开市场净投放 14110 亿元（创三个半月单周新高），叠加 11 月 2 日起隔夜逆回购常态化操作的"换锚"，资金利率的波动率预计降低。

结论：11 月资金面处于杠杆去化后半程，短期增量资金系统性入场条件尚不充分，但政策工具与流动性'换锚'有望带来边际回流；行情短期以结构修复为主，中期若两融止跌、成交回升，修复范围有望扩散。

F4 日历效应与均值回归

基于万得全 A 指数（881001.WI）日频原始数据（2000-01 至 2026-10，共 321 个月）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

实测：

表10：大幅回调月后次月日历效应统计（样本区间 2000-01 至 2026-10）

统计	样本	结果
单月回调≤-5%后次月	67 次（含 2026 年 10 月），可统计 66 次	上涨 37 次、胜率 56.1%；次月均值+0.30%、中位+1.08%
其中：2020 年以来	13 次（含 2026 年 10 月），可统计 12 次	上涨 8 次、胜率 66.7%；次月均值+1.12%
历次 11 月（季节性）	26 次	上涨 18 次、胜率 69%；均值+1.83%、中位+2.44%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

结论：2026 年 10 月万得全 A 回调 12.44%，达到模型设定的大幅回调阈值；历史规律显示"大幅回调后的次月偏反弹"（全样本胜率 56.1%、2020 年以来 66.7%），11 月本身也是历史偏强月份（69%胜率）。但需警惕两点：其一，"大幅回调后的次月"的均值仅+0.30%（中位数+1.08%），且样本中不乏继续回调的案例（2022 年 3 月-7.5%后次月-9.5%、2022 年 9 月-7.6%后次月-2.5%）；其二，2026 年以来日历效应已多次失效(2026 年 3 月-8.7%后次月+8.7%兑现反弹,但 2026 年 7 月-13.1%后的 8 月仅+5.4%、9 月-5.3%后的 10 月更是-12.4%）。综合看，日历效应对 11 月构成"弱概率支撑"，可作为"下行空间受限"的辅助证据。

F5 情景分析

表11：2026 年 11 月情景假设（自 2026-10-30 起算）

情景	触发条件	关键观察信号
短期震荡修复、中期磨底确认（基准）	政策维稳持续但增量工具克制、中选平稳落地、AI 信用冲击缓慢减弱	成交维持 1.5 万亿-1.8 万亿元区间、两融降幅收窄
修复反弹（乐观）	中选后地缘降温（斡旋达成）+政策组合拳落地（增量流动性工具）+AI 链企稳	费城半导体指数连续企稳、成交回升至 1.8 万亿元上方并站稳、两融止跌回升
继续下行（悲观）	中选后地缘升级（对伊打击落地）叠加油价上冲、美联储 12 月加息预期升温	布伦特原油站上 125 美元、美元指数上破 103、微盘股再度放量下跌
尾部风险（黑天鹅）	霍尔木兹海峡实质受阻+AI 巨头信用事件（评级下调/融资中断）共振	海峡通航实质中断、科技巨头 CDS 大幅走阔、北向替代资金（外资）单日大额流出

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：情景为定性刻画：基准情景发生可能性最高，乐观、悲观情景次之，尾部风险属小概率极端情形。情景未赋具体概率数值——各情景缺乏历史统计或量化模型的严格概率依据，仅依五维框架的定性判断排序。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5.3. 风格观察

表12：2026 年 11 月风格观察（自 2026-10-30 起）

风格	方向判断	逻辑
红利/价值（防御）	相对占优但空间收窄	风险度已升至 66.3%分位、银行月内创新高后滞涨；"相对收益"属性仍在，但绝对空间依赖风险偏好继续收缩
能源/资源（通胀链）	偏强震荡	地缘溢价+迎峰度冬+PPI 高读数支撑；风险在于中选后局势降温带来的溢价回吐
大盘成长/双创（超跌端）	赔率高、胜率待确认，修复弹性大	风险度 1.5%-1.8%分位为历史较低分位，但修复需"AI 信用冲击减弱+成交承接"双确认，否则按技术性反抽处理
微盘股	去拥挤化后半程、反弹弱于全市场	风险度自 98.2%分位回落至 48.9%分位但短期动量降至 9.1（较低）、月内收于低位；高杠杆背景下的拥挤端回补弹性有限
北证 50	磨底、等待增量工具	月内-14.80%、收于月内低点；风险度 2.97（10 月 30 日）；北证 50ETF 等增量工具落地进度是核心变量
AI 应用（主题端）	波动可能较大，方向仍待确认	与 AI 硬件链共享"信用冲击"的估值分母；若硬件端企稳，应用端弹性或更早出现

数据来源：Wind，东吴证券研究所

风格切换的量化确认信号：①万得全 A 风险度回升至 10 上方（脱离较低位）；②微盘股短期动量回升至 30 以上；③单日成交额持续站上 1.7 万亿元——三者满足两个及以上，可确认"去拥挤"结束与风格轮动启动。

5.4. 行业观察（产业链基本面五条线索）

线索一：能源与通胀链（石油石化+煤炭+农业）——布伦特原油 10 月上涨 13.6%（地缘溢价主导），石油石化板块+3.34%、煤炭+1.29%为仅有的两个正收益周期方向。11 月的核心变量是"中选后地缘路径"：若打击落地，油价与炼化景气的交易延续；若斡旋达成降温，需防溢价回吐。该线索是当前"基本面与事件驱动共振度"最高的方向。

线索二：防御/红利链（银行+食品饮料+公用事业+交通运输）——类债属性在"缩量+去杠杆"环境中占优，但拥挤度抬升（红利指数 66.3%分位）与"高位滞涨"微观特征提示：防御的方向价值仍在、上行性价比下降。三季报验证：银行净利润增速企稳（六大行前三季合计净赚约 1.14 万亿元）、食品饮料龙头业绩平稳。

线索三：超跌成长链（电子+通信+计算机）——电子行业三季报净利润同比增长 1.0 倍、通信设备（光模块链）业绩兑现度高（中际旭创前三季归母净利润同比+211.81%），"业绩与股价背离"意味着一旦 AI 叙事企稳，该方向可能具备较大的修复弹性；11 月的观察点是费城半导体指数的企稳形态与存储链价格预期（涨价逻辑是否重启）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

线索四：政策托底链（地产+基建+消费）——前三季度地产投资-20.6%显示基本面压力仍在；政策端（房贷贴息、现房销售改革扩围至 7 城）以"精准托底"为主，总量弹性有限。人大常委会（11 月 2 日-6 日）金融法二审与"十五五"开局项目落地节奏是政策链的观察窗口。该线索的参与价值集中于"政策表态期"的博弈性机会，而非趋势性机会。

线索五：北交所链（北证 50+专精特新）——北交所 354 家公司三季报披露收官、37 家净利翻倍；北证 50 月内-14.80%后估值回落（中证指数公司口径市盈率 33.66 倍），但增量资金（北证 50ETF 进度）落地前，修复更可能滞后于主板。该线索属"赔率型"方向：较低的成交占比与风险度意味着若增量工具落地并带来实际资金流入，相关板块的修复弹性值得关注。

5.5. 量化跟踪阈值

表13：2026 年 11 月量化跟踪指标（截至 2026-10-30）

指标	当前值（2026-10-30）	关注阈值	观察意义
万得全 A 风险度	-1.17	回升至 10 上方	低位修复的启动信号
两融余额	23492 亿元（10 月 29 日）	止跌+连续 3 日回升	去杠杆压力缓和的观察信号
单日成交额	16877 亿元（10 月 30 日）	站稳 1.8 万亿元上方	增量资金信号
美债 10 年期收益率	4.929%	上破 5.2%则压制加剧、下破 4.7%则宽松交易升温	海外约束强度
布伦特原油	117.64 美元/桶	上破 125 美元（地缘升级）/下破 110 美元（降温）	通胀与地缘定价
美联储 12 月 FOMC	加息悬念未解（12 月 8 日-9 日）	CME 加息概率升破 50%，需关注货币政策预期收紧对风险偏好的压力	海外约束升级
微盘股短期动量	9.1	回升至 30 以上	去拥挤缓和的观察信号
费城半导体指数	10 月跌逾 15%后	连续 10 个交易日企稳	AI 信用冲击减弱

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 核心结论与总结

6.1. 复盘结论

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2026 年 10 月 A 股的核心特征是"全球 AI 信用重定价"与"内部拥挤端去化"的共振深调：万得全 A 单月-12.44%（2016 年 1 月以来第三大单月跌幅），创业板指-23.02%、科创 50-24.13%（均为历史第二大单月跌幅），通信、电子领跌（-30.23%、-25.70%），仅防御与能源录得正收益（食品饮料+5.31%、银行+4.84%、石油石化+3.34%）。与 9 月加息相关预期带来的估值压力不同，10 月美债收益率回落了约 35.6 个基点、A 股却加速下跌——主导矛盾已从"无风险利率"切换为"AI 叙事的信用审视+内部筹码结构"：全月缩量 12.1%（日均成交 16097 亿元）、两市融资余额下降 1833 亿元，量价形态属"存量资金被动降杠杆"而非"恐慌式出逃"。月末（10 月 26 日-29 日）五中全会召开、金融管理部门密集释放"稳市场"信号，指数却收于月内低点——政策底的"信号"与市场底的"筹码"之间仍有时滞。

6.2. 展望结论

2026 年 11 月是"政策维稳+超跌约束"与"外部风险窗口+AI 信用冲击"的拉锯，基准判断为短期震荡修复，中期磨底确认：下有风险度低位（万得全 A2.7%分位）与政策底封住深度回调空间，上有中选后地缘窗口、12 月 FOMC 悬念与去杠杆未完成约束反弹斜率。与 10 月初"顶下移"的修正不同，11 月展望的核心修正是"底渐近"：修复的启动需要"成交回升+AI 链企稳"的双确认（详见 5.5 量化跟踪指标），而模型 11 月信号-2（历史上-2 样本平均收益-2.09%）提示趋势层面的谨慎仍未解除。结构上，基准情景的占优方向仍为防御（银行/食品饮料/公用事业）与能源（石油石化/煤炭），超跌成长（电子/通信）具备赔率、等催化；微盘与北证 50 属"去化后半程"，反弹弹性弱于主板。

6.3. 核心预期差清单

表14：核心预期差清单（2026 年 11 月）

市场共识	我们的不同判断
"美债回落将带动 A 股修复"	10 月数据显示：美债下行 35.6bp、A 股延续回调；修复条件应换锚为"AI 信用冲击减弱+杠杆去化完成"，美债阈值参考权重下调
"五中全会维稳信号意味着政策强刺激"	全会主题为从严治党与《决定》，金融管理部门的"稳市场"表述属预期管理与制度性建设，增量刺激需等人大常委会（11 月 2 日-6 日）与后续政策窗口确认
"跌深了就该反弹"	双创风险度为历史较低分位（1.5%-1.8%分位）提供赔率；胜率确认需要费半企稳+成交承接。
"防御/红利已拥挤，行情将切向成长"	防御拥挤度抬升属实（66.3%分位），但在"缩量+去杠杆+地缘不确定"的组合下，防御的相对优势依赖风险偏好收缩；切换的确认信号是风险度回升与成交放量。
"油价见顶、通胀交易结束"	油价的地缘溢价由中选后路径决定：打击落地则溢价上冲、斡旋达成或将回吐；通胀链的定价是"事件驱动"而非"趋势驱动"，需结合 11 月 4 日的时间窗口审慎跟踪
"北证 50 与微盘已跌透"	风险度回落至中位但动量较低、月内收于低点；去拥挤的"量"完成大半。反弹的触发依赖增量资金工具（北证 50ETF）与全市场风险偏好修复

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6.4. 关键跟踪变量

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2026 年 11 月判断的证伪与验证，取决于以下几个可跟踪信号：① 美国中期选举（11 月 3 日）及选举后的地缘窗口（11 月 4 日前后）——油价与全球风险偏好的分水岭；② AI 信用冲击的减弱信号——费城半导体指数企稳形态、科技巨头信用利差与资本开支指引变化；③ 两融余额与成交额——去杠杆进程（止跌）与增量资金（1.8 万亿元）的双观察；④ 全国人大常委会（11 月 2 日-6 日）——金融法二审与"十五五"开局政策信号；⑤ 央行"换锚"（11 月 2 日起）后的短端利率与流动性分布——隔夜逆回购常态化对资金面的实际影响；⑥ 美联储 12 月会议（12 月 8 日-9 日）预期路径——CME 加息概率与美债反应；⑦ 万得全 A 风险度与微盘短期动量——低位修复与去拥挤结束的量化确认。

6.5. 上期观点回顾与验证

上期《A 股 9 月复盘与 10 月展望--缩量调整中的结构性分化，与政策托底的十字路口》对 2026 年 10 月作出多项前瞻判断，现以 2026 年 10 月实际数据完整回验。

判断一（10 月行情情景）：基准"震荡修复、非单边"，明确否定"延续下跌"。 2026 年 10 月万得全 A 实际下跌 12.44%（三段式：上旬-4.41%、中旬-2.71%、下旬-5.85%），为 2016 年 1 月以来第三大单月跌幅。判定：错。 偏离归因：低估了"全球 AI 信用重定价"的传导强度与高融资余额下"拥挤端集中去化"的负反馈；当时对"缩量制约上行"的判断方向正确，但把下行风险主要挂在"海外高利率"（实际美债回落）与"12 月日历效应"上，错置了风险来源。可复用的教训：当估值、筹码与叙事三者同时存在脆弱性时，应按"最坏情景路径"而非"基准路径"准备。

判断二（结构判断）："微盘股相对承压、超跌成长相对占优"。 2026 年 10 月：万得微盘股指数-14.74%（跑输万得全 A 约 2.3 个百分点）——承压兑现；创业板指-23.02%、科创 50-24.13%（分别跑输万得全 A 约 10.6、11.7 个百分点）——"超跌成长占优"被完全反向验证。判定：部分对（微盘承压正确、超跌成长占优错误）。 教训："超跌"不是发动条件，"超跌+催化+筹码出清"才是；在外部信用冲击未减弱时，跌幅越深的方向反而可能因筹码结构（融资盘、主题基金集中）而继续跑输。

判断三（行业方向）："政策托底链、超跌修复链占优、资源品承压"。 2026 年 10 月：政策托底链中银行+4.84%、食品饮料+5.31%（边际上由"托底链"实际演绎为"防御链"，方向正确）；超跌修复链（电子-25.70%、电力设备-15.88%）方向错误；资源品整体并未承压——石油石化+3.34%、煤炭+1.29%（能源链走强），仅有色金属-14.62%（工业金属承压），内部严重分化。判定：部分对（防御方向正确、超跌修复与"资源品承压"总体错误）。 教训：资源品的定价要看"能源（地缘溢价）"与"工业金属（全球需求）"的拆分，不能作为整体判断。

判断四（量化模型）：2026 年 10 月综合信号-1（模型方向判断偏弱）。 万得全 A 10 月下跌 12.44%，方向兑现、且为-1 信号历史上幅度最大的兑现之一。判定：对。 且本次验证了"The model＞ 结构直觉"的规律：当模型信号与"政策底、风险度低位"等结构

请务必阅读正文之后的免责声明部分

信号冲突时，模型侧再次胜出（连续第 4 个月方向正确）。

判断五（微盘择时）：2026 年 10 月 9 日首次触发"局部顶左侧信号"（短期动量由 62.94 降至 35.69），提示微盘拥挤风险。 此后微盘股于 10 月 15 日-16 日转向"局部顶右侧信号"、10 月 19 日起进入"局部顶，右侧信号 2"持续状态，全月下跌 14.74%、风险度由 106.1 回落至 73.9。判定：对，且信号链条完整兑现（左侧→右侧→回撤）。 可复用经验："高拥挤+动量背离（风险度新高而短期动量骤降）"的顶部信号，在外部冲击来临时兑现速度较快。

判断六（情景框架）：基准"震荡承压、6000-6400 区间"、悲观"下行至 5800 附近"。实际走势跌破基准区间下沿并突破悲观情景的指示位（收于 5425.00 点）。判定：基准错、悲观方向对但幅度被突破。 教训：当情景框架的"基准"依赖某一条件（此处为"地缘不实质升级"）而该条件在月内即被打破（霍尔木兹油轮事件、美方筹备选举后打击）时，应即时切换至悲观路径跟踪，而非等待月末复盘。

判断七（风格推演）：红利/价值"由占优转为震荡"、大盘成长"超跌待修复"、微盘"谨慎"、资源"震荡"。 实际：红利+2.33%、银行+4.84%（防御持续占优，"转震荡"判断偏保守）；大盘成长方向判断落空、继续回调（同期创业板指-23.02%）；微盘"谨慎"正确；能源强于"震荡"预期。判定：部分对（微盘、能源判断正确；防御与成长方向偏差）。

判断八（跟踪阈值）："美债 10 年期跌破 5.0%则压制缓和、成长修复弹性打开"。条件实际触发（10 月下旬美债下行至 4.929%），但 A 股并未修复、成长加速下跌。判定：阈值机制失效。 这是本期最重要的方法论修正：A 股修复条件的跟踪锚应从"美债利率"切换为"AI 信用冲击减弱（费半/信用利差）+内部杠杆去化（两融/成交）"，美债与美元降级为背景变量。

判断九（风险提示）：微盘拥挤度与局部顶风险、地缘冲突升级风险、政策效果不及预期风险。 三项风险中，微盘与地缘两项均兑现（微盘-14.74%；霍尔木兹油轮事件、美方筹备选举后打击），政策链风险亦兑现（地产-15.01%）；唯"美联储加息风险"在 10 月未兑现（FOMC 按兵不动、但 12 月悬念未解）。判定：风险清单命中率高，但"风险清单命中"未能转化为"方向判断正确"——风险提示与情景框架之间需要更刚性的联动机制（本期已在本报告 F5 情景表中强化，见"触发条件"列）。

7. 风险提示

1) 美国中期选举后地缘升级风险（概率中、影响高）

美方被报道筹备在选举后恢复对伊朗的打击（最快 11 月 4 日），若落地，原油与能源价格上行将强化全球再通胀、推高利率中枢并压制风险偏好。跟踪预警指标为霍尔木兹海峡通航状态、布伦特原油价格（上破 125 美元则升级确认）与卡塔尔斡旋进展。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2) 美联储 12 月加息风险（概率中、影响高）

10 月 FOMC 按兵不动但两名票委主张加息、12 月悬念未解；若加息超出市场预期，美债收益率与美元可能面临上行压力。跟踪预警指标为 CME 加息概率（升破 50%则偏空）与美债 10 年期收益率（上破 5.2%则压制加剧）。

3) AI 信用冲击延续风险（概率中、影响高）

英特尔、亚马逊等事件显示 AI 叙事正从"景气定价"转向"信用与回报审视"，若再出现巨头评级下调、融资受阻或资本开支指引大幅收缩，全球科技股与 A 股 AI 链将二次承压。跟踪预警指标为费城半导体指数、科技巨头信用违约互换报价与资本开支指引。

4) 去杠杆负反馈风险（概率中、影响中）

两市融资余额 10 月下降 1833 亿元且月末未止跌；若 11 月上旬出现加速，微盘、双创等拥挤端可能再度脉冲式下跌。跟踪预警指标为两融余额日度变化、微盘股短期动量与成交结构。

5) 政策维稳不及预期风险（概率中、影响中）

五中全会后金融管理部门的"稳市场"表述若缺乏后续增量工具（流动性、资本市场制度），政策底的预期支撑将衰减。跟踪预警指标为人大常委会审议内容与证监会后续举措、成交额变化。

6) 数据口径风险（概率低、影响低）

行业/风格/指数涨跌为原始数据 2026 年 9 月 30 日至 2026 年 10 月 30 日实算；风险度为因子数据 TR（各指数自成立以来分位）；美债收益率为美国财政部日度收盘口径（2026 年 10 月 30 日：10 年期 4.929%）；全球资产表现部分采用市场收盘与媒体转述口径（已在表 5 标注）。海外市场与事件信息以公开报道为准，单一来源表述已标注。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn