2026 年 11 月 13 日
策略类●证券研究报告

政策底到市场底如何演绎？

定期报告

分析师 邓利军
SAC 执业证书编号：S0910523080001
denglijun@huajinsc.cn

相关报告
短期震荡筑底，均衡配置 2026.07.25
科技调整何时结束？2026.07.18
科技风格扩散何时结束？2026.7.11
业绩期科技仍可能是主线 2026.7.5
七月基本面主导，科技仍是主线 2026.6.27
美伊冲突结束后 A 股会如何演绎？2026.6.21
短期调整结束了吗？2026.6.13
科技拥挤度偏高后会如何演绎？2026.6.6

投资要点

◆ **复盘历史，政策底到市场底可分为快速探底和反复磨底两种，主要受重大积极政策或外部事件是否落地、基本面是否改善等影响。**（1）2005 年以来 A 股 11 次大级别底部中，其中政策底后快速探底至大级别底部有 5 次，政策底后反复磨底至大级别底部有 5 次。（2）政策底到市场底如何演绎主要受重大积极政策或外部事件是否落地、基本面是否改善、流动性是否宽松等影响。一是重大积极的政策或外部事件落地是 A 股大级别底部出现的核心因素：首先，重大政策或外部事件落地后，可能快速探明大级别底部；其次，有持续的外部冲击时，政策底到市场底将反复磨底直到重大积极政策落实或者外部积极事件出现。二是基本面改善有助于 A 股大级别底部出现，但非主要推动因素。三是流动性对促进底部出现也有一定影响：首先，流动性宽松有利于快速出现大级别底部；其次，流动性宽松但外部冲击较强，可能反复磨底。

◆ **当前来看，A 股短期可能继续磨底，大级别底部可能逐步显现。**（1）短期政策仍可能偏积极，外部风险有限。一是短期政策仍可能偏积极：首先，短期加大投资、提振内需等稳增长政策可能加速落实；其次，短期资本市场维稳政策力度可能持续加大。二是短期外部风险可能有限：首先，短期美伊冲突的负面影响可能继续下降；其次，对美国数据中心建设等的担忧短期仍可能存在；最后，短期中美关系仍可能维持平稳。（2）短期经济和盈利可能继续处于修复趋势中。一是短期经济可能继续修复：首先，短期出口可能继续维持高增速；其次，地产投资增速短期可能继续偏弱，基建投资和制造业投资增速可能企稳有所回升；最后，消费增速短期可能继续企稳有所回升。二是短期企业盈利可能继续维持较高增速。（3）短期流动性可能维持宽松。一是短期宏观流动性可能维持宽松。二是短期股市资金流入可能企稳有所改善。

◆ **短期部分科技成长、周期和低估值蓝筹等行业表现可能相对占优。**（1）复盘历史，政策底到市场底期间，低估值红利、政策导向和高景气的行业表现相对占优。一是政策底后，快速探至大级别底部时低估值红利和政策导向的行业表现相对占优。二是政策底后，反复震荡至大级别底部出现时高景气的行业相对占优。（2）当前来看，短期部分科技、周期和低估值蓝筹行业可能相对占优。一是短期可能处于震荡磨底阶段，根据历史复盘经验，高景气的行业表现可能相对占优。二是短期部分科技成长、周期和低估值蓝筹行业景气可能边际改善：首先，短期部分科技行业景气可能持续上升；其次，短期有色金属、石化、煤炭等周期行业景气可能改善；最后，短期货币宽松、提振内需等政策可能持续落实，大金融、消费等行业景气也可能边际改善。

◆ **行业配置：短期均衡配置部分科技成长、周期和低估值蓝筹等行业。**（1）美股科技股下跌，A 股高景气和政策导向的行业可能相对占优。（2）当前成长二级行业中半导体、其他电子、通信设备等估值性价比较高。（3）短期建议均衡配置：一是政策和产业趋势向上且超跌的电子（国产半导体）、传媒（AI 应用、游戏）、计算机（AI 应用）、机械（机器人）、医药（AI 制药）、电新（储能）、有色金属、通信（AI 硬件）、军工（商业航天）等；二是券商、消费、电力等低估值蓝筹行业。

◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。**

内容目录

一、政策底到市场底会如何演绎？ 3
（一）政策底到市场底演绎主要受政策和外部事件等影响 3
（二）当前来看，A 股短期可能继续磨底 4
二、行业配置：均衡配置部分科技成长和低估值蓝筹 7
（一）短期部分科技成长、周期和低估值蓝筹等表现可能相对占优 7
（二）美股科技股下跌，A 股高景气和政策导向的行业相对占优 8
（三）当前半导体、其他电子、通信设备等估值性价比较高 10
（四）短期建议均衡配置部分科技成长和低估值蓝筹行业 11
三、风险提示 12

图表目录

图 1 ：政策底到市场底如何演绎主要受重大积极政策和外部事件、基本面、流动性等影响 4
图 2 ：10 月出口同比增长继续维持高增速 5
图 3 ：近期房地产销售仍然偏弱 5
图 4 ：近期石油沥青装置开工率有所回升 6
图 5 ：10 月 PPI 同比增速继续回升 6
图 6 ：美国 10 月 CPI 季调环比略有回落 6
图 7 ：短期美联储可能难持续加息 6
图 8 ：历史上政策底到大级别底部期间股市资金净流出较多 7
图 9 ：短期融资流出可能回落甚至转为流入 7
图 10 ：快速探至大级别底部时低估值红利和政策导向的行业表现相对占优 8
图 11 ：反复震荡至大级别底部出现时高景气的行业相对占优 8
图 12 ：2018 年以来纳斯达克 100 有 13 次明显回撤 9
图 13 ：美股科技股大跌期间国内科技股表现 9
图 14 ：美股科技股大跌期间国内低估值红利、政策导向和高景气行业领涨 10
图 15 ：成长二级行业中通信设备、其他电子、半导体等估值性价比较高 11
图 16 ：10 月 DRAM 合约平均价稳定上涨 12
图 17 ：集成电路出口金额同比增速创新高 12

一、政策底到市场底会如何演绎？

（一）政策底到市场底演绎主要受政策和外部事件等影响

复盘历史，政策底到市场底可分为快速探底和反复磨底两种，主要受重大积极政策或外部事件是否落地、基本面是否改善等影响。（1）2005 年以来 A 股 11 次大级别底部中，除 2024 年市场底早于政策底外，其余 10 次均是政策底后间隔一段时间再出现市场底；其中政策底后快速探底至大级别底部有 5 次，分别是 2014/4/28，2016/1/28，2022/4/26，2022/10/31，2024/2/5，平均间隔 17.4 个交易日，平均跌幅为 6.1%；政策底后反复磨底至大级别底部有 5 次，分别是 2005/7/11，2008/11/4，2012/12/3，2019/1/3，2020/3/23，平均间隔 57.2 个交易日，平均跌幅为 10.2%。（2）政策底到市场底如何演绎主要受重大积极政策或外部事件是否落地、基本面是否改善、流动性是否宽松等影响。一是重大积极的政策或外部事件落地是 A 股大级别底部出现的核心因素：首先，重大政策或外部事件落地后，可能快速探明大级别底部，如 2016 年 1 月 26 日供给侧改革整体方案出台导致 1 月 28 日见底，2022 年 4 月 14 日开始上海疫情逐步改善导致 4 月 26 日见底，2022 年 10 月 22 日二十大闭幕导致 10 月 31 日见底，2024 年 1 月 29 日全面暂停限售股出借导致 2 月 5 日见底；其次，有持续的外部冲击时，政策底到市场底将反复磨底直到重大积极政策落实或者外部积极事件出现，如 2005 年 6 月 20 日第二批股权分置改革试点扩容导致 7 月 11 日二次探底后见底，2008 年 9-10 月全球金融危机持续发酵至 11 月 5 日“四万亿”政策出台，政策出台前一日市场已见底，2012 年 11 月 14 日十八大闭幕不确定性消除导致 12 月 3 日见底，2018 年中美贸易摩擦反复直至 12 月 1 日中美元首会晤导致 2019 年 1 月见底，2020 年全球疫情爆发直至 3 月 23 日美联储无限量 QE 导致当日见底。二是基本面改善有助于 A 股大级别底部出现，但非主要推动因素：首先，在政策底至市场底期间，经济基本面多数仍偏弱，10 次中只有 2014 年 4 月、2018 年年底和 2020 年年初制造业 PMI、地产销售增速、消费增速、出口增速等出现回升；其次，三次基本面改善时，2014 年 4 月是快速探底至大级别底部出现，而 2018 年年底和 2020 年年初是反复磨底至大级别底部出现。三是流动性对促进底部出现也有一定影响：首先，流动性宽松有利于快速出现大级别底部，如 2014 年 2 月央行定向降准、2024 年 1 月央行宣布降准 0.5pct 并投放万亿长期流动性且下调再贷款再贴现利率、2024 年 9 月海外主要央行转向降息周期，A 股均快速探底，而 2018 年美联储持续加息，A 股反复探底；其次，流动性宽松但外部冲击较强，可能反复磨底，如 2008 年下半年全球流动性宽松但金融危机持续发酵，2020 年年初全球流动性宽松但疫情冲击不断。

图 1：政策底到市场底如何演绎主要受重大积极政策和外部事件、基本面、流动性等影响

政策底部	大级别底部	区间交易日数	跌幅（%）	制造业PMI	工业企业盈利增速（%）	商品房销售面积增速（%）	社零增速（%）	出口增速（%）	DR007分位数（%）	政策/外部事件
2005/4/29	2005/7/11	47	-13.48	51.7→51.1	37.9→32.3	-	-	30.0→30.1	-	6月20日第二批股权分置改革试点扩容
2008/9/18	2008/11/4	29	-11.53	44.6→38.8	357.4→220.7	-34.2→-38.5	-16.2→-30.0	19.0→-0.6	64.2→66.6	9-10月全球金融危机持续发酵直至11月5日“四万亿”政策出台
2012/6/8	2012/12/3	121	-14.54	50.6→50.6	17.8→13.2	38.4→8.5	3.3→0.6	2.8→13.8	81.6→95.2	11月14日十八大闭幕不确定性消除
2014/4/2	2014/4/28	18	-2.15	50.3→50.4	10.8→7.3	-6.9→-13.9	-1.2→-0.4	-3.8→1.6	92.9→91.9	央行定向降准
2016/1/8	2016/1/28	15	-15.02	49.7→49.4	-4.0→-4.0	8.0→8.0	-0.8→-0.8	-2.9→-13.9	46.2→52.0	1月26日供给侧改革整体方案出台，证监会出台新规约束大股东减持
2018/10/19	2019/1/3	53	-0.89	49.4→49.5	-19.5→-19.5	12.3→12.3	-4.3→-3.5	-3.4→8.1	57.5→68.1	中美贸易摩擦反复，美联储持续加息
2020/2/1	2020/3/23	36	-10.63	35.7→52.0	-42.0→-37.1	-35.9→-14.6	-27.4→3.0	-42.5→-7.9	61.6→53.0	全球疫情爆发直至3月23日美联储无限量QE
2022/3/16	2022/4/26	28	-5.79	49.5→47.4	12.2→-8.6	-26.2→-46.6	-4.6→-7.2	12.8→4.4	62.4→23.7	4月14日开始上海疫情逐步改善
2022/9/30	2022/10/31	17	-4.86	50.1→49.2	-2.7→-10.8	-14.2→-23.7	1.0→0.0	5.2→-0.2	35.0→27.5	10月22日二十大闭幕
2024/1/24	2024/2/5	9	-2.48	49.2→49.1	2.6→3.0	-22.9→-31.6	-1.8→-6.7	4.0→4.3	41.3→29.6	1月29日全面暂停限售股出借，央行宣布降准0.5pct并投放万亿长期流动性且下调再贷款再贴现利率
2024/9/24	2024/9/13	-	-	49.1→49.8	-22.2→-23.9	-17.1→-16.1	-1.2→-0.8	9.8→2.7	29.3→20.5	海外主要央行转向降息周期

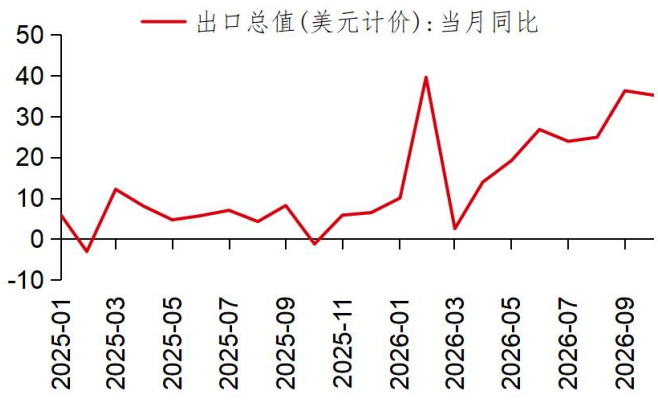
资料来源：华金证券研究所，wind（标红时间段为政策底后快速探底至大级别底部，标蓝时间段为政策底后反复磨底至大级别底部）

（二）当前来看，A 股短期可能继续磨底

短期政策仍可能偏积极，外部风险有限。（1）短期政策仍可能偏积极：一是经济政策上，近期国常会强调加快重大项目和六张网建设，支持企业设备更新、无形资产投资，此外央行三季度货币政策执行报告，明确加大逆周期调节，强化对内需、科创、“六张网” 建设的定向支持，显示短期加大投资、提振内需等稳增长政策可能加速落实。二是资本市场政策上，近期国常会强调要完善资本市场稳市机制，增强股市内在稳定性，促进资本市场平稳健康发展，同时证监会近期表态要落实稳市部署，用好千亿级第三批互换便利，支持上市公司回购增持，推动主动 ETF 加快建仓、拓宽中长期资金入市渠道，优化两融逆周期调节机制，显示短期资本市场维稳政策力度可能持续加大。（2）短期外部风险可能有限：一是特朗普表态暂不开启新一轮重磅空袭，但保留打击权限，同时美国副总统牵头，依托卡塔尔居中斡旋，推动美伊间接磋商，短期来看美伊冲突处于暂停、寻求谈判的状态中，美国中期选举民主党获胜可能推动美伊冲突结束，油价近期也高位回落，短期美伊冲突的负面影响可能继续下降。二是美国民主党对英伟达 CEO 等的调查持续发酵，对美国数据中心建设等压力短期仍可能存在。三是中美双方短期继续落实九月元首会面共识，11 月 APEC 会议召开在即，中美元首可能再次会面，尽管美国民主党可能对中国科技进一步限制，但短期中美关系仍可能维持平稳，短期中美博弈上升的风险可能有限。

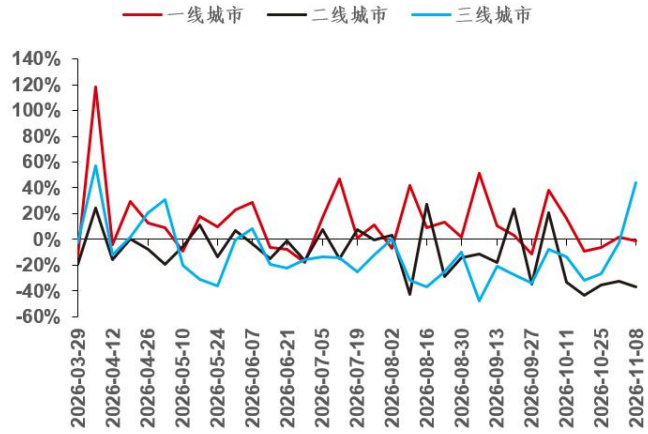
短期经济和盈利可能继续处于修复趋势中。（1）短期经济可能继续修复。一是 10 月出口同比增长 35.2%，略低于 9 月的 36.3%，但仍维持 30%以上的高增速，其中集成电路和自动数据处理设备出口分别同比增长 137.1%和 114.8%，显示短期 AI 需求持续驱动出口高增，后续来看，美国 10 月制造业 PMI 由 9 月的 54.5 继续上升至 55.5，显示短期海外需求仍较高，随着 AI 需求持续上升、中国成本和制造业优势不断显现，短期中国出口可能继续维持高增速。二是近期一、二线城市地产周销售同比依然回落，三线城市地产周销售同比增速有所回升，但销售值依然偏低，地产销售短期维持偏弱，地产投资增速短期因此可能继续偏弱，而近期电炉开工率持平，主要钢厂和石油沥青装置开工率回升，在短期稳增长政策加速落实下基建投资增速可能企稳有所回升，此外，尽管 10 月制造业 PMI 再次回落至 50 以下，但出口高增可能带动相关制造业景气回升，尤其是新兴行业制造业投资增速可能继续上升，短期制造业投资增速可能企稳有所回升。三是近期国常会强调要加强消费线上线下联动和城乡联动，用好各项政策性资金，显示短期提振消费的政策仍可能持续加力实施，叠加“双十一”、年底等消费旺季的到来，消费增速短期可能继续企稳有所回升。（2）短期企业盈利可能继续维持较高增速。一是 10 月 PPI 同比增速由 9 月的 5.0%继续上升至 5.7%，继续创 2022 年 7 月以来新高，主要受部分能源价格上涨、国际原油和有色金属价格上行、AI 相关产品涨价等影响，后续来看，AI 驱动部分小金属价格上行、美伊冲突导致油价维持高位，加大投资和反内卷等政策持续落实，短期 PPI 同比增速可能继续维持高位，因此工业企业利润同比增速也可能较高。二是 A 股三季报盈利同比增长 2.3%，继续维持正增长，主要受电子等科技成长行业和有色金属、石化等周期行业盈利高增推动，短期来看，这种趋势可能延续，A 股盈利可能继续维持较高增速。

图 2：10 月出口同比增长继续维持高增速



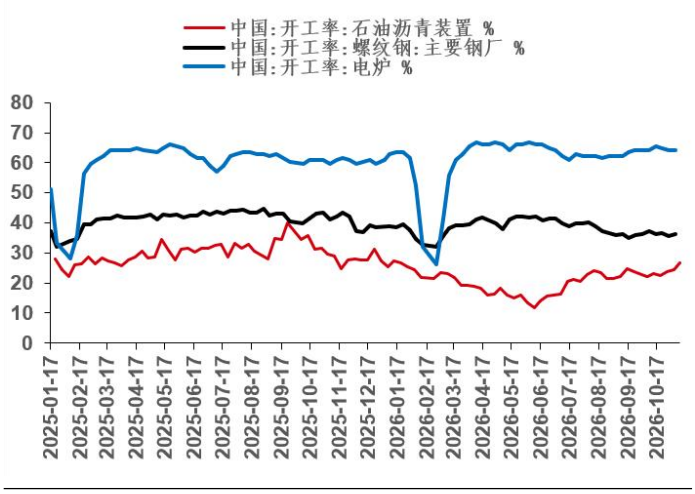
资料来源：华金证券研究所，wind

图 3：近期房地产销售仍然偏弱



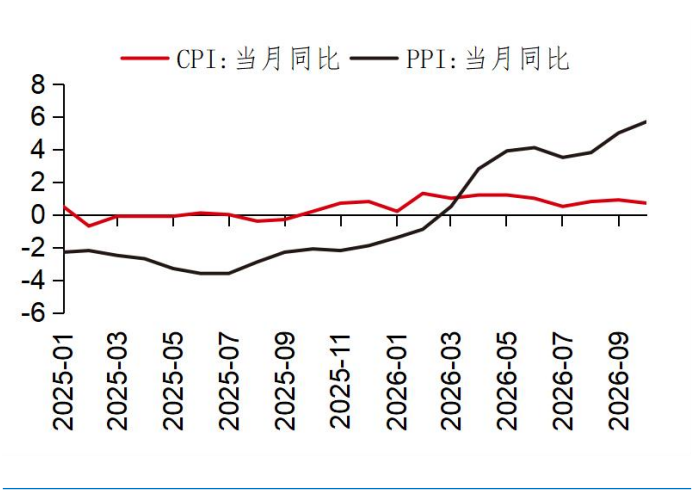
资料来源：华金证券研究所，wind

图 4：近期石油沥青装置开工率有所回升



资料来源：华金证券研究所，wind

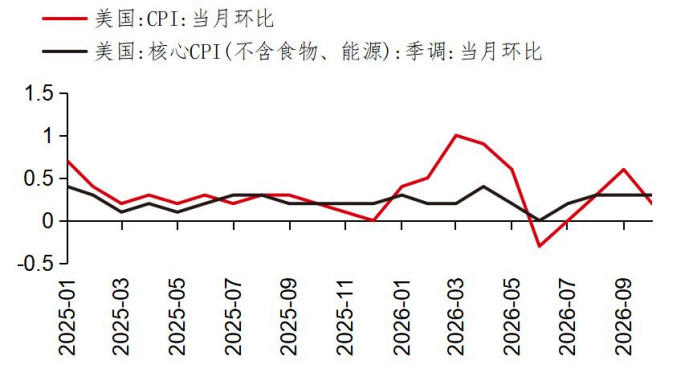
图 5：10 月 PPI 同比增速继续回升



资料来源：华金证券研究所，wind

短期流动性可能维持宽松。（1）短期宏观流动性可能维持宽松。一是美国 10 月 CPI 季调环比增长 0.4%，较 9 月的 0.6%有所回落，但高于预期的 0.3%，核心 CPI 季调环比增长 0.3%，与 9 月持平，但也高于预期的 0.2%，主要受住房价格上行等影响，油价上涨对通胀的拉动有所下降，美联储 12 月加息的预期因此有所上升，但后续来看，美伊冲突担忧有所缓解，油价持续高位回落，美国后续通胀压力可能缓慢回落，短期美联储可能难持续加息，此外，美国长期国债收益率维持高位震荡，短期可能继续回落，短期海外流动性仍可能维持宽松。二是尽管受通胀数据影响短期美元有所震荡上行，但仍处于相对低位，且中国出口高增导致结售汇差回升明显，人民币汇率短期可能继续震荡偏强，海外对国内宽松的掣肘有限，此外，近期央行继续强调实施宽松的货币政策、维持流动性充裕，短期国内宏观流动性可能维持宽松。（2）短期股市资金流入可能企稳有所改善：一是历史上政策底到大级别底部期间股市资金净流出次数较多，其中 5 次快速探底时，外资净流入 3 次，融资净流入 1 次，平均净流出 52 亿元、937 亿元，5 次反复磨底时，外资净流入 1 次，融资净流入 2 次，平均净流入 30 亿元、62 亿元。二是自今年 6 月 25 日融资余额高点以来，融资已累计流出 7363.4 亿，其中 11 月以来已流出 414.6 亿，随着短期维稳政策力度可能进一步加大，市场情绪一旦企稳，融资、外资等股市资金流出可能回落甚至转为流入。

图 6：美国 10 月 CPI 季调环比略有回落



资料来源：华金证券研究所，wind

图 7：短期美联储可能难持续加息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/12/9	0.0%	84.5%	15.5%	0.0%	0.0%	0.0%		
2027/1/27	0.0%	22.4%	66.2%	11.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	7.7%	37.5%	47.3%	7.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	4.9%	26.6%	43.7%	22.0%	2.7%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.0%	2.9%	17.8%	36.8%	30.8%	10.5%	1.1%	0.0%
2027/7/28	0.0%	2.5%	15.5%	33.9%	31.7%	13.7%	2.6%	0.2%
2027/9/15	0.0%	2.2%	14.1%	31.9%	32.0%	15.7%	3.8%	0.4%
2027/11/17	0.2%	3.3%	15.7%	31.9%	30.5%	14.6%	3.5%	0.4%

资料来源：华金证券研究所，CME（注：数据统计截至 2026/11/13）

图 8：历史上政策底到大级别底部期间股市资金净流出较多

开始时间	结束时间	外资净流入（亿元）	融资净流入（亿元）	新成立偏股型基金份额（亿份）
2005/4/29	2005/7/11	-	-	25.59
2008/9/18	2008/11/4	-	-	58.84
2012/6/8	2012/12/3	-	34.80	495.19
2014/4/2	2014/4/28	-	65.47	48.17
2016/1/8	2016/1/28	13.37	-2071.70	141.31
2018/10/19	2019/1/3	723.67	-209.90	918.96
2020/2/1	2020/3/23	-663.60	362.86	2555.79
2022/3/16	2022/4/26	177.75	-1368.82	254.44
2022/9/30	2022/10/31	-586.01	-170.70	210.41
2024/1/24	2024/2/5	184.13	-1140.52	83.18
2024/9/24	2024/9/13	-	-	-

资料来源：华金证券研究所，wind

图 9：短期融资流出可能回落甚至转为流入



资料来源：华金证券研究所，wind

二、行业配置：均衡配置部分科技成长和低估值蓝筹

（一）短期部分科技成长、周期和低估值蓝筹等表现可能相对占优

短期部分科技成长、周期和低估值蓝筹等行业表现可能相对占优。（1）复盘历史，政策底到市场底期间，低估值红利、政策导向和高景气的行业表现相对占优。一是政策底后，快速探至大级别底部时低估值红利和政策导向的行业表现相对占优：首先，低估值红利类行业可能相对占优，如受益于 2014.4.2-2014.4.28、2016.1.8-2016.1.28、2024.1.24-2024.2.5 的银行；其次，政策导向的行业表现也相对偏强，如受益于多地房贷利率下调的 2022.3.16-2022.4.26 的地产，受益于 2022 年 9-10 月期间信创和数字经济等政策密集落地的计算机。二是政策底后，反复震荡至大级别底部出现时高景气的行业相对占优：如受益于 3G 建设而景气上行的 2008.9.18-2008.11.4 的通信，受益于海内外化妆品涨价而景气上行的 2012.6.8-2012.12.3 的美容护理，受益于 5G 建设和疫情期间通信需求上升而景气改善的 2020.2.1-2020.3.23 的通信。（2）当前来看，短期部分科技、周期和低估值蓝筹行业可能相对占优。一是短期可能处于震荡磨底阶段，根据历史复盘经验，高景气的行业表现可能相对占优。二是短期部分科技成长、周期和低估值蓝筹行业景气可能边际改善：首先，尽管美国民主党控制两院，市场对美国数据中心建设存在担忧，但短期 AI 需求仍维持上行，海外和国内算力投资可能持续上升，AI 硬件的景气短期仍可能较高，此外，人形机器人不断更新迭代、AI 短剧和 AI 制药需求不断上升等使得机器人和 AI 应用短期景气也不断上升，短期部分科技行业景气可能持续上升；其次，去产能叠加冬季取暖需求上升导致煤炭等短期景气可能上行，此外油价维持高位推升石化等行业景气度，美国通胀压力可能回落导致黄金等有色金属价格可能上行，同时 AI 需求使得小金属景气依然较高，短期有色金属、石化、煤炭等周期行业景气可能改善；最后，短期稳增长需求较高下，货币宽松、提振内需等政策可能持续落实，大金融、消费等低估值蓝筹行业景气也可能边际改善。

图 10：快速探至大级别底部时低估值红利和政策导向的行业表现相对占优

快速探底时行业表现						
排名		1	2	3	4	5
2014/4/2	行业	银行	非银金融	汽车	国防军工	房地产
2014/4/28	涨跌幅（%）	1.50	0.58	-1.88	-2.21	-2.42
2016/1/8	行业	银行	煤炭	食品饮料	家用电器	美容护理
2016/1/28	涨跌幅（%）	-9.56	-10.22	-12.36	-12.82	-13.97
2022/3/16	行业	房地产	美容护理	煤炭	银行	食品饮料
2022/4/26	涨跌幅（%）	9.52	5.28	5.12	5.04	3.15
2022/9/30	行业	计算机	国防军工	医药生物	通信	机械设备
2022/10/31	涨跌幅（%）	15.16	8.33	5.96	4.26	3.80
2024/1/24	行业	银行	煤炭	石油石化	家用电器	公用事业
2024/2/5	涨跌幅（%）	5.31	4.81	1.30	0.04	-0.92
2024/9/24	行业	煤炭	房地产	有色金属	非银金融	银行
2024/9/13	涨跌幅（%）	10.79	10.19	9.06	8.49	7.47

资料来源：华金证券研究所，wind

图 11：反复震荡至大级别底部出现时高景气的行业相对占优

反复磨底时行业表现						
排名		1	2	3	4	5
2005/4/29	行业	银行	传媒	公用事业	汽车	食品饮料
2005/7/11	涨跌幅（%）	-2.55	-2.92	-6.27	-7.97	-8.54
2008/9/18	行业	通信	银行	房地产	美容护理	建筑装饰
2008/11/4	涨跌幅（%）	-4.51	-6.88	-8.14	-8.30	-8.77
2012/6/8	行业	美容护理	银行	医药生物	建筑装饰	家用电器
2012/12/3	涨跌幅（%）	8.09	-8.37	-8.44	-10.02	-10.24
2018/10/19	行业	综合	通信	房地产	农林牧渔	美容护理
2019/1/3	涨跌幅（%）	14.82	14.27	10.80	10.37	10.09
2020/2/1	行业	通信	农林牧渔	建筑材料	计算机	美容护理
2020/3/23	涨跌幅（%）	8.19	6.74	5.32	-0.39	-0.87

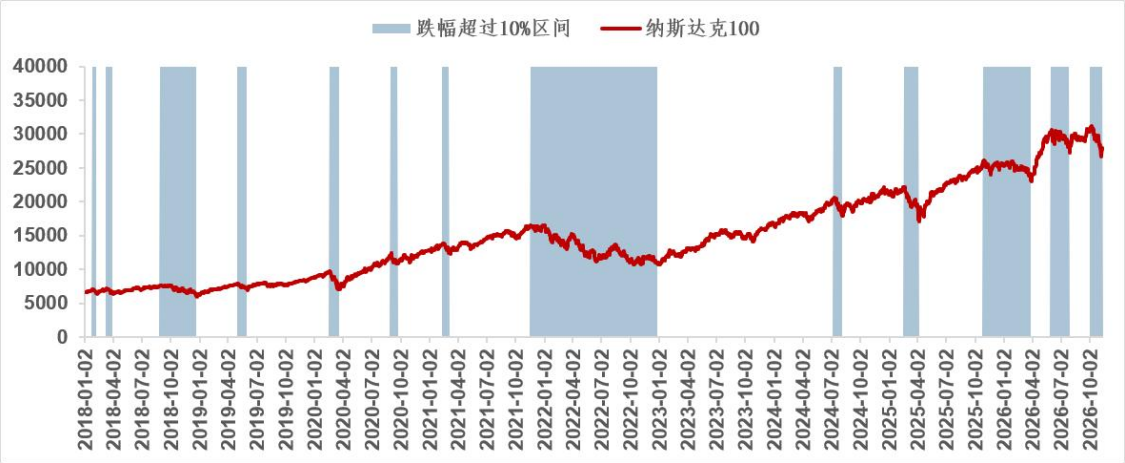
资料来源：华金证券研究所，wind

（二）美股科技股下跌，A 股高景气和政策导向的行业相对占优

美股科技股下跌，A 股高景气和政策导向的行业可能相对占优。一是复盘历史，美股科技股下跌时，A 股高景气和政策导向的行业表现可能相对占优：首先，2018 年以来纳斯达克 100 共 13 次跌幅超过 10%，平均持续 73 个交易日，A 股 TMT 也通常同步下跌，且跌幅小于美股科技股，如 2020 年 2 月 19 日至 2020 年 3 月 20 日，纳指区间最大回撤 28.03%，而 TMT 指数下跌 11.03%，2025 年 2 月 19 日至 2025 年 4 月 8 日，纳指下跌 22.93%，TMT 指数下跌 17.30%；其次，高景气的行业表现也相对占优，如受益于供给侧改革而景气上行的 2018.1.26-2018.2.8 的煤炭，受益于猪周期上行的 2018.8.29-2018.12.24 的农林牧渔，受益于铜铝等价格上行的 2019.5.3-2019.6.3 的有色金属，受益于新能源产业大趋势而景气上行的 2020.9.2-2020.9.23 的汽车、2021.2.12-2021.3.8 的环保、2021.11.19-2022.12.28 的煤炭；最后，政策导向的行业表现也相对偏强，如受益于国产操作系统政策的 2018.3.12-2018.4.2 的计算机，受益于保增长政

策的 2020.2.19-2020.3.20 的建材，受益于军工资产证券化和国企改革的 2024.7.10-2024.8.7 的国防军工。二是当前来看，短期部分科技成长和周期行业可能相对占优：首先，AI 产业趋势使得 AI 硬件景气可能持续较高，同时 AI 应用、AI 制药、机器人、商业航天等景气短期也可能有所改善，此外有色金属、石化、煤炭等部分涨价相关的周期行业短期景气也可能上行；其次，短期科技创新、加快重大工程和“六张网”建设等政策可能持续落实，科技和部分周期行业可能受政策支持。

图 12：2018 年以来纳斯达克 100 有 13 次明显回撤



资料来源：wind,华金证券研究所（数据截至 2026.11.12）

图 13：美股科技股大跌期间国内科技股表现

开始日期	结束日期	纳斯达克区间最大回撤（%）	TMT指数涨跌幅（%）
2018/1/26	2018/2/8	-10.21%	-9.92%
2018/3/12	2018/4/2	-10.38%	0.92%
2018/8/29	2018/12/24	-22.99%	-15.79%
2019/5/3	2019/6/3	-11.06%	-10.50%
2020/2/19	2020/3/20	-28.03%	-11.03%
2020/9/2	2020/9/23	-12.78%	-5.93%
2021/2/12	2021/3/8	-10.93%	-3.76%
2021/11/19	2022/12/28	-35.56%	-28.66%
2024/7/10	2024/8/7	-13.58%	-5.38%
2025/2/19	2025/4/8	-22.93%	-17.30%
2025/10/29	2026/3/30	-12.12%	-6.12%
2026/6/2	2026/7/29	-11.31%	-5.53%
2026/10/6	2026/11/5	-14.72%	-12.75%

资料来源：华金证券研究所，wind

图 14：美股科技股大跌期间国内低估值红利、政策导向和高景气行业领涨

日期	2018/1/26 2018/2/8		2018/3/12 2018/4/2		2018/8/29 2018/12/24	
TOP1	钢铁	-1.14	计算机	6.79	农林牧渔	2.43
TOP2	煤炭	-2.18	国防军工	6.20	非银金融	-4.66
TOP3	银行	-4.81	美容护理	4.78	房地产	-4.72
TOP4	社会服务	-5.74	医药生物	3.54	电力设备	-4.83
TOP5	交通运输	-6.93	商贸零售	0.07	银行	-5.37
TOP6	纺织服饰	-7.82	电力设备	0.07	综合	-5.76
TOP7	轻工制造	-8.33	通信	-0.26	公用事业	-7.07
TOP8	美容护理	-8.73	环保	-0.90	建筑装饰	-7.26
TOP9	建筑材料	-9.19	农林牧渔	-1.32	美容护理	-8.00
TOP10	非银金融	-9.34	建筑材料	-1.42	机械设备	-8.43
日期	2019/5/3 2019/6/3		2020/2/19 2020/3/20		2020/9/2 2020/9/23	
TOP1	有色金属	0.56	建筑材料	3.44	汽车	0.89
TOP2	农林牧渔	-2.76	通信	2.33	电力设备	0.49
TOP3	国防军工	-2.91	建筑装饰	1.28	房地产	-0.17
TOP4	食品饮料	-4.16	农林牧渔	1.21	社会服务	-0.50
TOP5	建筑材料	-4.66	商贸零售	-1.08	纺织服饰	-0.62
TOP6	公用事业	-5.09	社会服务	-1.86	煤炭	-1.02
TOP7	美容护理	-5.41	环保	-1.90	家用电器	-1.33
TOP8	银行	-5.42	钢铁	-2.17	银行	-1.37
TOP9	家用电器	-6.16	美容护理	-2.41	非银金融	-1.70
TOP10	交通运输	-6.69	纺织服饰	-3.22	机械设备	-1.94
日期	2021/2/12 2021/3/8		2021/11/19 2022/12/28		2024/7/10 2024/8/7	
TOP1	环保	14.18	煤炭	24.34	国防军工	8.76
TOP2	钢铁	13.33	综合	16.47	社会服务	7.35
TOP3	公用事业	9.50	社会服务	3.19	综合	6.48
TOP4	煤炭	8.98	交通运输	2.79	商贸零售	4.64
TOP5	建筑装饰	8.11	建筑装饰	-1.83	医药生物	3.55
TOP6	纺织服饰	7.48	房地产	-3.18	非银金融	3.02
TOP7	房地产	6.26	商贸零售	-5.31	电力设备	2.13
TOP8	商贸零售	4.64	公用事业	-7.60	房地产	1.53
TOP9	通信	3.08	石油石化	-7.82	农林牧渔	1.25
TOP10	非银金融	-0.15	美容护理	-8.92	美容护理	0.65
日期	2025/2/19 2025/4/8		2025/10/29 2026/3/30		2026/6/2 2026/7/29		2026/10/6 2026/11/5	
TOP1	农林牧渔	10.84	石油石化	29.98	非银金融	4.17	食品饮料	9.65
TOP2	食品饮料	4.54	有色金属	19.94	银行	2.36	传媒	8.16
TOP3	美容护理	0.20	基础化工	17.46	医药生物	1.41	家用电器	2.63
TOP4	建筑材料	-0.15	综合	16.91	家用电器	-2.30	银行	2.05
TOP5	公用事业	-0.86	通信	15.40	食品饮料	-3.16	交通运输	1.62
TOP6	银行	-2.06	煤炭	13.39	交通运输	-4.16	石油石化	-0.03
TOP7	煤炭	-2.14	电力设备	11.81	石油石化	-4.31	非银金融	-0.34
TOP8	社会服务	-2.86	建筑材料	11.46	农林牧渔	-5.92	商贸零售	-0.44
TOP9	交通运输	-3.52	公用事业	6.74	美容护理	-7.43	农林牧渔	-0.61
TOP10	钢铁	-3.83	国防军工	6.26	钢铁	-7.83	公用事业	-1.38

资料来源：华金证券研究所，wind

（三）当前半导体、其他电子、通信设备等估值性价比较高

当前成长二级行业中半导体、其他电子、通信设备等估值性价比较高。一是 9 月 22 日以来，成长二级行业中的通信设备、元件、其他电子、半导体、其他电源设备跌幅分别为 42.1%、39.0%、28.3%、24.2%、21.5%。二是其他电子、半导体、航海装备、通信设备、元件等当前 PEG 较低，分别为 0.15、0.17、0.18、0.24、0.32。

图 15：成长二级行业中通信设备、其他电子、半导体等估值性价比较高

行业	涨跌幅(%)	基本面	估值		情绪			
		预期营收增速（%）	预测PEG	预测PEG历史分位数（%）	成交额占万得全A比（%）	成交额占比历史分位数（%）	换手率（%）	换手率历史分位数（%）
通信设备	-42.1%	39.0%	0.24	0.5%	7.8%	96.0%	4.7%	77.5%
元件	-39.0%	45.1%	0.32	0.3%	5.9%	97.2%	6.9%	96.8%
其他电子Ⅱ	-28.3%	82.4%	0.15	18.6%	0.7%	47.3%	4.4%	67.2%
半导体	-24.2%	70.0%	0.17	1.1%	15.3%	96.3%	4.3%	83.7%
其他电源设备Ⅱ	-21.5%	16.0%	0.66	33.5%	0.4%	20.8%	1.1%	17.6%
光学光电子	-20.4%	6.4%	0.92	54.3%	1.8%	59.7%	2.4%	68.8%
通用设备	-20.0%	13.3%	1.06	40.7%	3.8%	94.4%	4.7%	84.1%
自动化设备	-18.5%	24.4%	1.32	55.2%	2.6%	96.9%	3.7%	81.2%
专用设备	-18.1%	8.0%	0.94	35.4%	2.0%	70.5%	2.5%	66.5%
航海装备Ⅱ	-17.9%	31.6%	0.18	20.0%	0.3%	41.1%	1.8%	73.4%
消费电子	-17.7%	38.9%	0.47	1.2%	2.9%	63.2%	2.3%	62.4%
电池	-17.0%	48.0%	0.37	2.3%	2.4%	40.2%	2.4%	48.2%
风电设备	-15.7%	12.2%	0.94	80.7%	0.4%	17.7%	2.0%	46.8%
军工电子Ⅱ	-13.9%	9.9%	3.59	91.0%	0.8%	14.4%	2.4%	50.7%
电网设备	-11.4%	14.5%	1.10	56.8%	1.2%	16.5%	1.9%	41.3%
IT服务Ⅱ	-9.8%	16.4%	-7.76	1.4%	1.9%	18.6%	3.0%	47.6%
航空装备Ⅱ	-9.7%	1.3%	4.43	95.9%	0.7%	31.2%	1.5%	51.1%
光伏设备	-9.5%	0.1%	0.00	13.8%	1.7%	30.0%	3.1%	78.2%
计算机设备	-9.4%	16.2%	0.87	14.8%	1.1%	11.7%	2.0%	23.2%
医疗服务	-8.8%	15.4%	1.06	20.3%	1.5%	84.0%	3.5%	93.1%
软件开发	-8.5%	8.1%	1.94	68.1%	1.9%	17.1%	2.6%	44.0%
生物制品	-8.2%	2.3%	0.00	0.3%	0.6%	39.0%	1.2%	47.8%
汽车零部件	-7.3%	9.0%	1.67	94.4%	3.3%	63.2%	2.8%	70.5%
地面兵装Ⅱ	-7.1%	4.3%	3.54	81.8%	0.4%	85.9%	4.4%	87.9%
乘用车	-6.9%	5.6%	0.99	67.2%	0.3%	4.7%	0.7%	14.0%
化学制药	-6.7%	5.1%	1.16	24.7%	1.5%	22.0%	2.2%	66.5%
游戏Ⅱ	-6.7%	18.6%	0.60	35.8%	1.3%	72.5%	9.2%	99.2%
航天装备Ⅱ	-6.4%	8.4%	6.67	90.3%	0.3%	70.0%	1.8%	59.5%
轨交设备Ⅱ	-3.7%	5.2%	2.03	78.7%	0.2%	23.2%	0.6%	43.0%
工程机械	-3.6%	13.5%	0.89	84.4%	0.4%	32.7%	1.7%	77.9%
电机Ⅱ	-3.6%	7.6%	3.76	98.7%	0.4%	57.3%	3.9%	65.9%
医疗器械	-1.8%	11.3%	1.52	58.5%	0.8%	21.4%	1.6%	42.5%
汽车服务	-1.6%	-7.1%	0.61	29.7%	0.1%	34.1%	1.7%	68.8%
商用车	-1.2%	13.7%	0.42	40.5%	0.2%	7.4%	1.3%	17.0%
电视广播Ⅱ	-1.0%	-2.2%	-10.59	11.8%	0.3%	82.4%	5.1%	97.4%
中药Ⅱ	-0.4%	-1.3%	4.97	82.9%	0.5%	15.1%	1.5%	43.6%
医药商业	0.5%	2.6%	2.51	99.2%	0.3%	26.1%	1.8%	70.6%
广告营销	6.6%	6.8%	1.29	68.7%	1.6%	92.0%	8.3%	96.8%
出版	12.7%	-5.0%	2.18	86.1%	0.7%	81.6%	3.1%	88.5%
影视院线	15.5%	-7.8%	-7.97	9.2%	0.9%	91.2%	8.8%	98.3%
数字媒体	18.5%	2.9%	71.36	100.0%	0.8%	92.2%	9.1%	98.3%

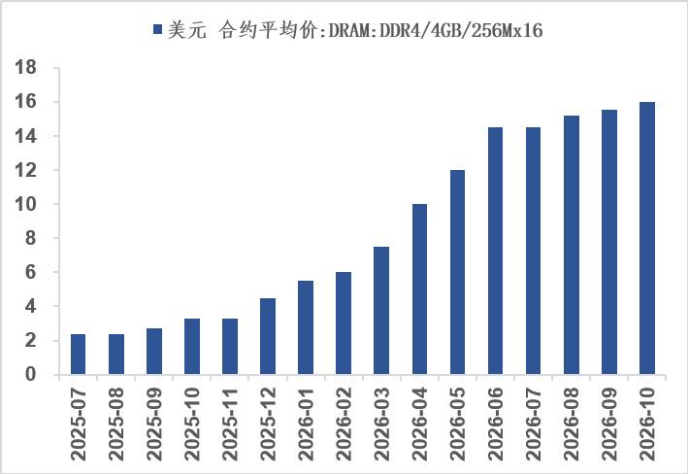
资料来源：wind,华金证券研究所（数据截至 11 月 5 日）

（四）短期建议均衡配置部分科技成长和低估值蓝筹行业

短期建议均衡配置：一是政策和产业趋势向上且超跌的电子（国产半导体）、传媒（AI 应用、游戏）、计算机（AI 应用）、机械（机器人）、医药（AI 制药）、电新（储能）、有色金属、通信（AI 硬件）、军工（商业航天）等；二是券商、消费、电力等低估值蓝筹行业。（1）电子：一是 11 月 19-20 日，“2026 集成电路发展论坛（北京）暨第三十二届集成电路设计业展览会”将在北京举行，本届 ICCAD-Expo 聚焦 AI 赋能芯片全流程，涵盖 EDA 工具链到地方产业生态。二是第二十三届中国国际半导体博览会于 11 月 12-14 日在北京举行，重点聚焦 AI 算力芯片、先进制程、车规级芯片、第三代半导体、新型存储等热点赛道，集中呈现全球半导体产业最新技术成果与未来趋势。三是 10 月 DRAM 合约平均价达 16 美元，较 9 月的 15.5 美元上涨 3.23%。四是 10 月集成电路出口额达 395.94 亿美元，同比上涨 137.1%。（2）传媒：11 月 10

日杭州发布的《2026 中国文化出海“新三样”行业观察研究报告》显示，2025 年海外微短剧市场规模达到 36 亿美元、中国网络文学海外市场营收 56.4 亿元、海外活跃用户近 2 亿人、自主研发游戏海外市场实际销售收入 204.55 亿美元，以网络文学、网络游戏和网络影视剧为代表的文化“新三样”正成为中华文化在海外传播的主力军。（3）计算机：2026 世界计算大会将于 11 月 19-21 日在湖南长沙举行。大会将解读“十五五”时期计算产业发展方向，发布计算产业分析、算力发展趋势、计算行业标准等一批研究报告及算电协同、基础设施等一批计算产业成果。（4）机械：2026 世界计算大会博览会将集中展示具身智能机器人、脑机接口等创新产品，大会还将同期举办亚太机器人世界杯长沙国际邀请赛。（5）医药：第五届国际生物医药产业发展大会将于 11 月 19-21 日在上海举办，大会以“融合全球视野，推动产业创新”为主题，同期举办癌症大会、神经科技大会等多场高水平卫星平行会议，深度聚焦前沿交叉领域。（6）电新：第九届中国国际光伏与储能产业大会将于 11 月 17-20 日在中国成都举行。本届大会以“光储相融 生态共建 链启未来”为主题，聚焦光伏全产业链创新动态，集中呈现国内外在硅基材料、高效太阳电池等领域最新突破与实践成果。（7）有色金属：2026 上海金属周将于 11 月 16—19 日举办，以“周期重塑 定价未来”为主题，聚焦全球宏观政策转向、地缘供应链重构及金属超级周期。（8）军工：一是 11 月 9 日，在安徽举办的 2026 太空云产业生态大会上，“星云星座计划”等我国太空云产业化成果正式发布，该计划覆盖从国产算力芯片到卫星应用的全产业链条，推动太空算力落地。二是 11 月 9 日长征十二号运载火箭成功将卫星互联网低轨 29 组卫星送入预定轨道。（9）券商：11 月 11 日中国人民银行发布 2026 年第三季度中国货币政策执行报告，释放宽松货币政策信号。（10）消费：第七届长三角文博会将于 2026 年 11 月 19-22 日在国家会展中心举办，文博会以“促进文商旅体展融合发展、激发文化消费新活力”为主题，秉持“交易优先、品质优越、服务优质”理念，包含文旅 IP、国潮文创、沉浸式文旅、老字号品牌等展销对接，同期策划“文化消费嘉年华”系列活动，拓展文商旅体展融合发展新空间。

图 16：10 月 DRAM 合约平均价稳定上涨



资料来源：华金证券研究所，wind

图 17：集成电路出口金额同比增速创新高



资料来源：华金证券研究所，wind

三、风险提示

1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋

势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。

2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。

3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
办公地址：
上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层
北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层
深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn