策略周报

当前如何把握行业配置方向？

核心观点

核心结论： ①借鉴历史，市场首轮调整后，前期主线行业均有修复，但内部结构分化，前期强势领域未必领涨。②主线行业修复分化源于不同因素，修复弹性取决于前期跌幅，高度取决于景气预期、及回调后拥挤度。③当前市场仍处反弹格局中，把握结构更重要，关注自主科技、红利优选，以及AI应用、农业等主题机会。

借鉴15、21年，首轮调整后主线迎来修复，但前期强势领域未必继续领涨。15年科技、21年新能源均在牛市高点后经历估值与筹码出清，随后重新成为反弹的重要方向。不过，主线内部的强弱排序发生变化。15/09—15/12，前期强势的游戏、广告营销分别反弹55%、75%，低于半导体、IT服务的95%、82%；但两者修复至前高的八成以上，高于部分科技细分领域的七成左右。22/04—22/07，前期领涨的电池反弹62%，仅修复至前高八成左右，而光伏、新能源车分别反弹69%、68%，并接近前高。前期领涨地位并不意味着修复弹性和高度持续占优。

修复弹性与前期跌幅密切相关，修复高度更取决于景气预期及回调后拥挤度。弹性体现自低点的最大涨幅，高度反映相较前高的修复程度，两者应分别观察。两轮修复中，景气行业前期最大回撤与后续最大涨幅的相关系数分别为0.7、0.8，前期跌幅较大的行业通常反弹更强。能否接近前高，则更依赖新的景气催化和筹码出清程度。22年新能源出海与国内汽车消费政策形成新催化，光伏、新能源车修复更充分；15年科技缺乏同等强度的新叙事，整体距前高仍有差距。资金结构也有影响：15年融资超配较低的广告营销、游戏，以及22Q1机构低配的电网、风电，修复相对更充分；持仓拥挤的部分领域则相对受限。

当前市场仍处反弹格局，把握结构更重要，关注自主科技、AI应用及消费周期相关红利。从调整幅度、市场情绪和配置结构看，本轮调整充分度已与历史两轮大致相当；稳市与稳增长政策加力、微观资金面改善及部分海外扰动缓和，有望支持反弹延续。结构上，自主科技前期调整较深、拥挤度有所消化，叠加技术突破和自主可控政策支持，关注存储、半导体设备及材料等国产替代机会。AI应用前期关注度较低，模型性能提升、推理成本下降或带来阶段性催化。科技之外，红利资产仍具中长期吸引力，且资金配置处于低位，内需政策有望提振消费周期相关红利预期；农业亦可关注厄尔尼诺带来的供给扰动。反弹节奏仍需关注海外AI产业风险、地缘局势及油价变化。

风险提示：地缘局势恶化超预期、国内经济修复出现波动。

策略研究·策略周报

证券分析师：吴信坤
021-61761046
wuxinkun@guosen.com.cn
S0980525120001

证券分析师：刘颖
021-60933170
liuying25@guosen.com.cn
S0980526040001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	6990.01/-8.55
创业板/月涨跌幅(%)	2426.08/-17.99
AH股价差指数	131.22
A股总/流通市值（万亿元）	87.27/79.69

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《加仓港股创新药和互联网——26Q3公募基金港股配置分析》——2026-10-30
《策略专题研究-红利还值得关注吗？》——2026-10-24
《策略专题-国内主动ETF启幕——主动ETF的海外路径与国内机遇》——2026-10-23
《策略专题-科技筹码出清，走到哪一步了？》——2026-10-17
《策略专题-外资卖了多少科技？——2026Q3股市外资季度动向跟踪》——2026-10-14

内容目录

当前如何把握行业配置方向？ 4
风险提示 8
免责声明 9

图表目录

图1： 15/09-15/12 反弹中科技表现更亮眼 4
图2： 22/04-22/07 新能源重回主线 4
图3： 15 年广告、游戏等弹性一般 5
图4： 22 年光伏、新能源车修复至前高附近 5
图5： 15/9-15/12 科技细分领域反弹 6
图6： 22/04-22/07 新能源细分领域反弹 6
图7： 15/9 科技细分领域融资配置情况 6
图8： 22Q1 新能源各细分领域基金配置情况 6
图9： 本轮最大跌幅接近 15 年、21 年 6
图10： 本轮成交额最大降幅与 15 年、21 年基本相当 6
图11： 本轮科技调整国产算力跌幅居前 7
图12： 融资结构看，目前自主科技部分细分领域拥挤度已不高 7
图13： 海外云厂商面临较大现金流压力 7
图14： 国产算力基本面确定性更强 7
图15： 目前红利仍具备性价比 8
图16： 厄尔尼诺的峰值可能在冬季出现 8

近期市场显现企稳迹象，但行业表现出现轮动特征，本周周初通信、电子等科技板块涨幅居前，不过周四、周五，市场风格再度切向消费及红利板块。站在当前时点，如何进行行业配置，哪些细分领域更具弹性，成为投资者关注的焦点。为此，我们将借鉴 15 年、21 年市场首轮调整中的经验，探讨当下行业配置线索。

当前如何把握行业配置方向？

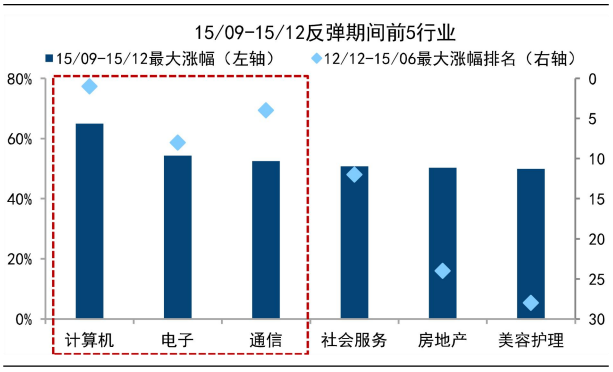
我们在上周周报《反弹的持续性和关注点-20261107》中提出，随着市场正向预期正逐步确立，市场反弹仍有望延续。不过相较于指数层面的弹性，当前更应关注行业结构性机会。7 月以来科技股下跌的性质类似 15/6-15/9 互联网、21/12-22/4 新能源，均是牛市高点后的初次调整，此后主线行业迎来修复，但内部结构可能出现分化，前期强势方向未必领涨。我们将回顾前两次市场调整后的领涨方向、及板块内部结构，为这一次提供参考。

借鉴 15 年和 21 年，市场首轮调整后，前期主线均迎来修复。12、15 年两次牛市高点出现后，初期下跌的诱导因素是估值高、交易拥挤。第一波下跌后，随着主线行业明显调整，其估值与筹码消化较为充分，随后往往能迎来修复。具体而言：

15/09-15/12 科技领涨。12/12-15/06 牛市以移动互联产业为主导，15/06 因场外配资清理，市场去杠杆加速，筹码集中的科技板块出现大幅调整，科技指数最大跌幅超过 50%。在经历了 15 年三季度的恐慌下跌后，15/09 后市场情绪有所修复，科技板块重新领涨，15/09-15/12 期间计算机最大涨幅达 66.3%、电子为 55.0%。

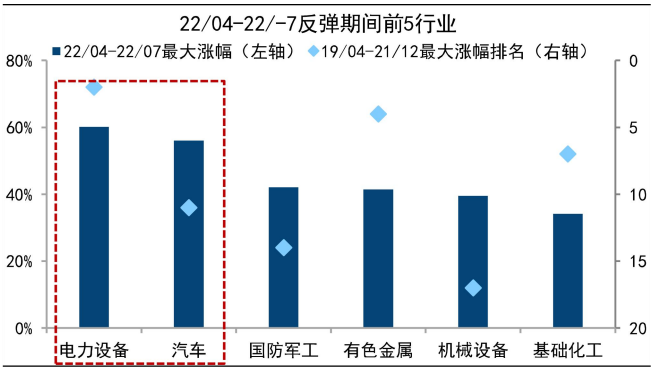
22/04-22/07 新能源明显反弹。19/1-21/12 牛市以新能源为主导，21 年底新能源在宏观及产业层面压制因素下，出现明显回调，电力设备指数最大跌幅 45.2%。22/04 后随着前期压制性因素逐步缓解以及新叙事的催化，新能源板块迎来反弹，电力设备、汽车在一级行业中涨幅居前，22/04-22/07 期间最大涨幅为 64.3%、62.8%。

图1：15/09-15/12 反弹中科技表现更亮眼



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图2：22/04-22/07 新能源重回主线



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

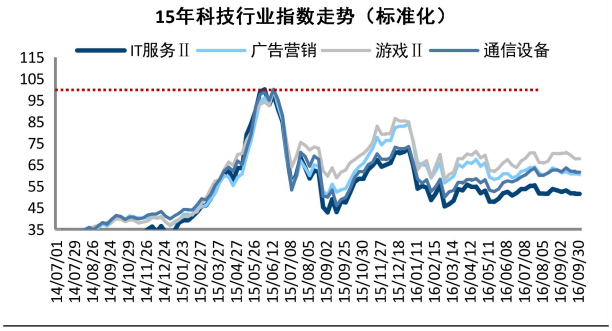
主线行业修复中，内部结构存在分化，前期强势方向未必继续领涨。尽管两次市场首轮调整后，前期主线均迎来修复，但各细分领域的修复程度存在差异，前期强势方向未必继续领涨。

15/9-15/12 科技反弹中，前期强势的内容端弹性一般。15 年互联网浪潮正向内容端演绎，叠加并购资产并表，游戏、广告营销在 15 年牛市中更强。进入 15/09-15/12 的修复行情，内容端弹性却相对一般，游戏、广告营销涨幅仅为 55%/75%，而半

导体、IT 服务等分别涨 95%/82%。不过从修复高度看，游戏、广告营销分别修复至前高的八成以上，而通信设备、半导体、IT 服务等则修复至七成左右。

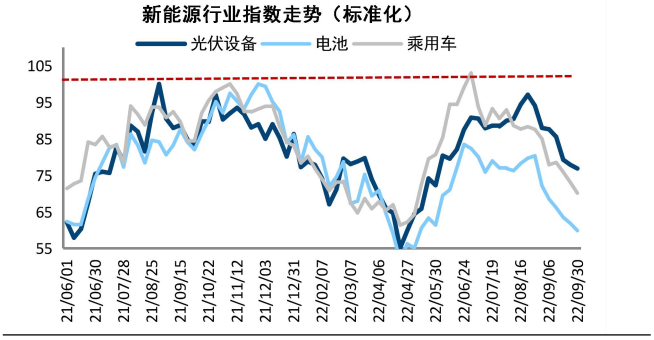
22/04-22/07 反弹中，前期领涨的电池在修复程度、反弹弹性上均相对落后。19-21 年新能源行情中，电池涨幅居前。不过到了 22/04-22/07 的修复行情，电池的修复程度在新能源中相对靠后，仅修复至前高的八成左右；光伏、新能源车则受益于新能源出海势头强劲、及国内汽车消费政策发力，几乎完全回到前高。从低点涨幅看，光伏、新能源车分别自低点反弹 69%和 68%，也高于电池的 62%，可见前期领涨的电池并未延续优势。

图3：15 年广告、游戏等弹性一般



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图4：22 年光伏、新能源车修复至前高附近



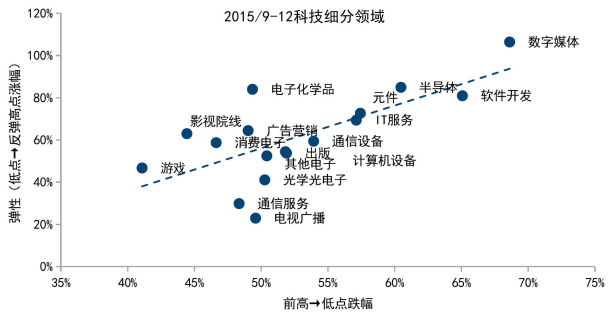
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

修复弹性取决于前期跌幅，高度取决于景气预期、及回调后拥挤度。为何两次主线反弹出现结构差异？回顾两次修复行情看，弹性和高度的决定因素并不相同，其中弹性体现行业自低点的最大涨幅，而高度则反映行业相较前高的修复程度。从弹性看，景气行业自前高至首轮调整低点的最大回撤，与低点至反弹高点的最大涨幅高度正相关，两次反弹的相关系数分别为 0.7、0.8，可见前期跌得越深，低点后的反弹通常越剧烈。

从高度看，景气叙事、回调后拥挤度共同决定了反弹高度。首先，景气是最强线索：22/04-22/07 这轮反弹中出现了新的强叙事催化，俄乌冲突推升新能源转型，这打开了新能源出海空间，22 年一季度"新三样"出口金额累计同比增速达到 98%，出口数据进一步印证海外需求。在此背景下更为受益的新能源车和光伏股价甚至回到前高；相较之下，15/09-15/12 反弹并未出现新的强产业催化，各板块反弹较前高也均有一定差距。

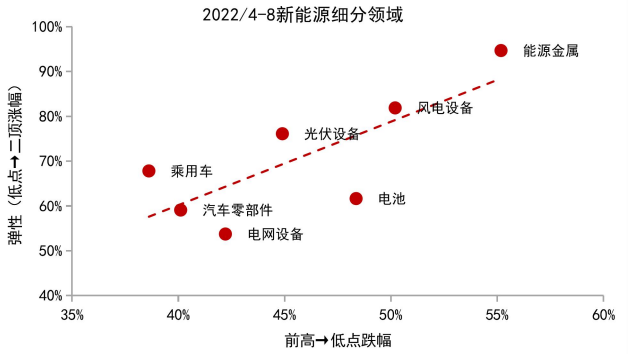
其次，回调后的拥挤度也一定程度影响反弹高度：12-15 年牛市中融资是主要增量资金，我们以用行业融资余额占全 A 的比重，相对其自由流通市值占比的超低配幅度衡量拥挤度。15/09 市场调整低点，融资超配较低的广告营销、游戏，二次反弹回到前高的八至九成；超配较高的半导体、通信设备、软件开发、IT 服务，反弹高度相对有限。19—21 年主动偏股公募成为主导增量资金，22Q1 机构低配的电网、风电反弹更高，持仓拥挤的能源金属、电池仅回到前高的八成。

图5：15/9-15/12 科技细分领域反弹



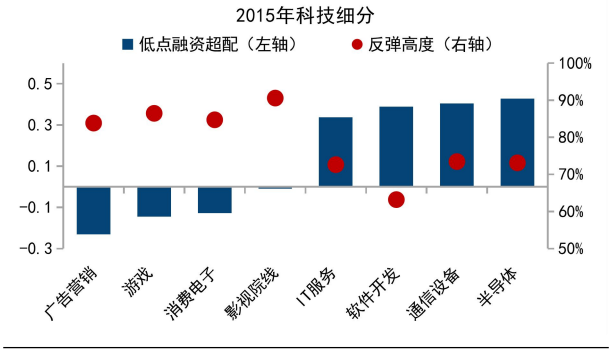
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图6：22/04-22/07 新能源细分领域反弹



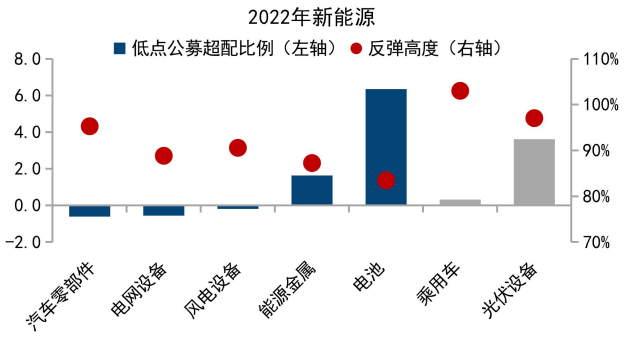
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图7：15/9 科技细分领域融资配置情况



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图8：2201 新能源各细分领域基金配置情况



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理，注：乘用车、光伏设备存在新的基本面催化

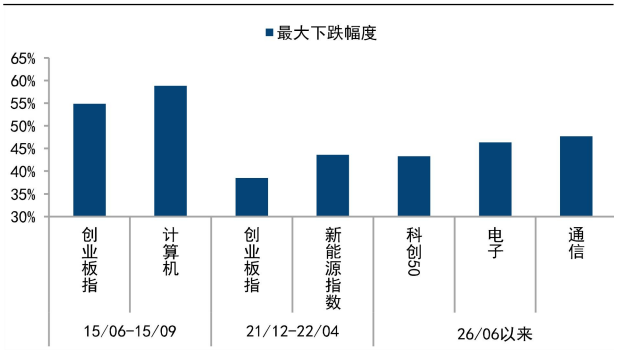
当前市场仍处在反弹格局中，但把握结构更重要。从调整幅度、市场情绪、及配置结构看，目前 A 股调整充分度与 15 年、21 年已大致相当，反弹条件已经具备。

支撑行情企稳向上的内外积极因素正逐渐积累。内部方面，稳市与稳增长政策持续加力。近期监管层多措并举稳定资本市场信心，叠加科技板块筹码出清已经来到尾声，A 股微观资金面已边际改善。同时，10 月以来以“六张网”为代表的内需政策已在发力。外部方面，部分海外扰动出现边际缓和。随着美国中期选举不确定性落地，地缘局势缓和预期升温，油价已自高位回落至 100 美元/桶以下。内外积极因素共同作用下，有望推动 A 股反弹逐渐展开。

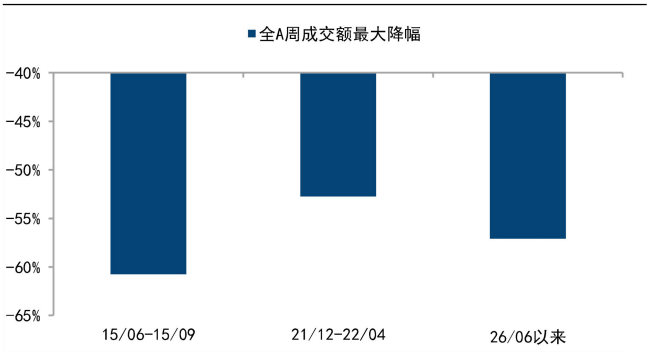
不过市场企稳回升的基础仍需夯实，部分海外因素或对反弹产生扰动。未来仍需密切关注两大因素：一是海外 AI 产业风险，关注民主党当选对于海外数据中心建设的实质性影响；二是美伊斡旋进展，以及油价和加息预期变化对 A 股反弹节奏的扰动。

图9：本轮最大跌幅接近 15 年、21 年

图10：本轮成交额最大降幅与 15 年、21 年基本相当



资料来源：Wind，，国信证券经济研究所整理



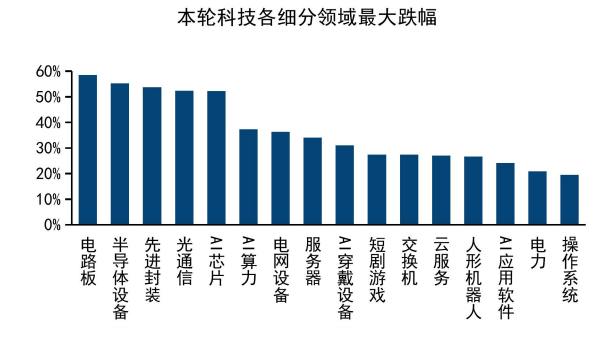
资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理

科技内部关注自主科技领域，AI 应用或具备阶段性机会。正如前文所述，借鉴前两轮牛市首轮调整后的修复经验，前期主线行迎来修复，不过内部结构有所变化。本周科技整体上行，那么内部哪些领域更值得关注？我们将进一步结合前期跌幅、景气预期、以及调整后的持仓拥挤度来分析。

基本面确定性更高的自主科技领域可能更优。从前期跌幅看，自主科技领域跌幅更显著，如半导体设备（自本轮行情高点最大跌幅为 55%，下同）。经历调整后，目前板块拥挤度已明显消化，以融资为例，目前对半导体设备及材料的配置力度处在历史低位。往后看，美国中选后民主党对 AI 数据中心建设的限制可能增加，叠加近期英伟达管理层变动，海外算力链的不确定性或有所上升。而国内相关领域依然处于快速发展阶段，国内技术突破+自主可控政策支持有望推动市场关注转向内需科技，关注存储、半导体设备及材料等国产替代机会。

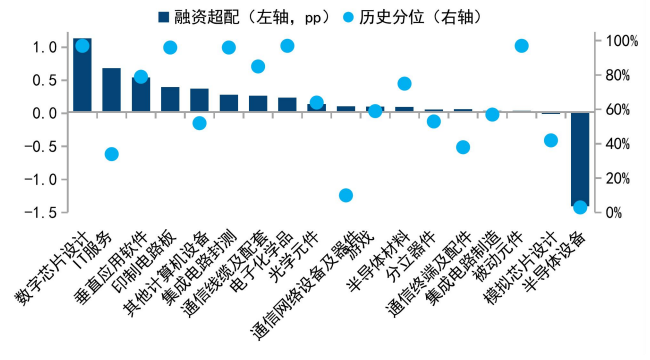
持仓拥挤度较低、具备催化的 AI 应用或具备阶段性机会。这一轮科技行情中，应用端市场关注度较低。后续随着模型性能提升、推理成本下降，AI 商业化应用的空间有望进一步打开，AI 应用或具备阶段性机会。

图11：本轮科技调整国产算力跌幅居前



资料来源：CSEAC，国信证券经济研究所整理

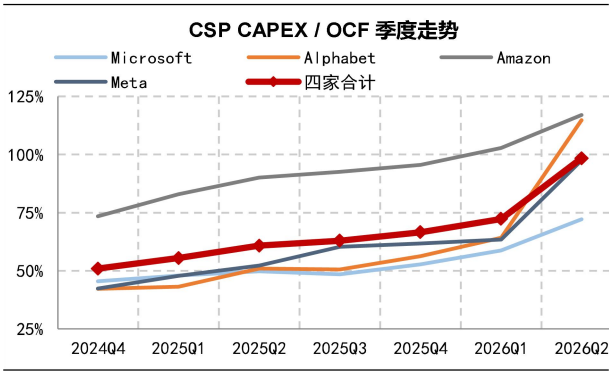
图12：融资结构看，目前自主科技部分细分领域拥挤度已不高



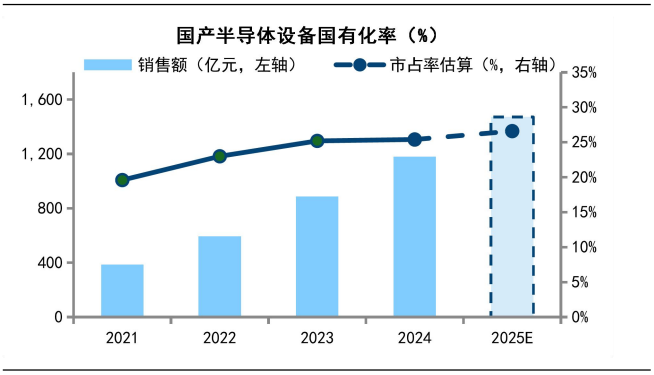
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13：海外云厂商面临较大现金流压力

图14：国产算力基本面确定性更强



资料来源：FACTSET，国信证券经济研究所整理



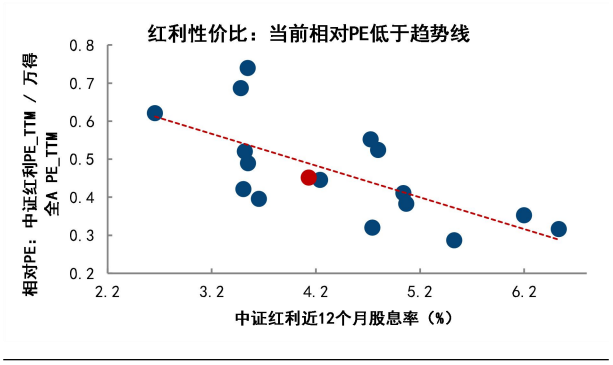
资料来源：CSEAC，国信证券经济研究所整理

除科技外，关注消费周期相关红利，以及农业等主题机会。除主导产业之外，过去两次反弹中，具备政策或产业催化的行业同样具备弹性，还可关注以下领域：

消费周期相关红利。目前红利资产仍具备一定中长期吸引力，且从筹码角度看，各类资金对红利的配置仍处在低位，红利或成为资金调仓的方向。另外，以“六张网”为代表的保内需政策近期已在落实中，有望提振相关板块预期，预计消费周期相关红利超额收益趋势或延续。

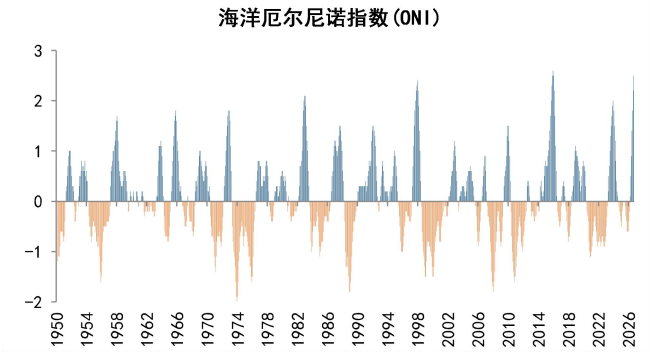
此外，农业等主题型机会。农业方面，历史经验显示厄尔尼诺的峰值多在冬季出现，厄尔尼诺带来的供给扰动或支撑农产品价格，相关领域也值得关注。

图15：目前红利仍具备性价比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据为 2010 年以来中证红利 PE(TTM)与股息率

图16：厄尔尼诺的峰值可能在冬季出现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，注：海洋厄尔尼诺指数(ONI)偏高对应厄尔尼诺，偏低对应拉尼娜

风险提示

风险提示：地缘局势恶化超预期、国内经济修复出现波动。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032