文件帖 2026-11-03 07:09

来源：刨米机AI精选 | 先知股票数据源

--- 具身智能数采行业分析电话会议20261031.pdf ---
具身智能数据采集行业分析会议
总结
1、行业数据来源与第一人称视角数据的价值当前我所从事的是第一人称视角的数据采集，主要提供给模型厂商用于模型训练。从机器人模型训练角度来说，数据来源主要可以分成三类：第一类是机器人本体数据，通常通过遥操作或视角方式采集，包括图像、执行动作、关节状态等信息；第二类是人类第一人称视角的数据，也就是大家常说的ego-centric数据，通常通过头戴式设备或相机、其他穿戴设备，记录人在真实环境中完成整理物品、清洁、做饭等任务的动作；第三类是仿真和合成数据，主要通过在仿真环境中生成机器人动作、交互以及仿真视觉信息。目前整个行业对第一人称视角数据比较关注，也是近期比较火的方向，主要是因为人类在真实环境中执行任务的数据，相比遥操作或仿真数据，成本更低，而且可以覆盖更多的真实场景和操作方式。
2、第一人称视角数据的应用演进与scaling趋势早期的第一人称视角数据主要用于视频理解，比如识别人在做什么事情。但近期随着VLA模型、世界模型以及世界动作模型的发展，人们也开始通过人类视频数据学习物理世界中的操作行为。今年一些公开发表的论文研究中也展现出，通过不断积累人类视频数据，可以提升具身模型的效果以及成功率，展现出类似大模型的一种数据scaling趋势，即不断加入更多人类第一视角视频数据后，可以不断提升机器人模型的能力。

3、客户需求与数据格式的变化客户需求和数据格式也正在发生变化。以前客户可能更关注采了多少小时数据、这些数据有没有完成标注，但随着模型能力的提升，客户会更关注数据到底能解决什么样的问题。例如，有些客户一开始只需要原始视频数据用于模型预训练；有些客户希望通过视频对任务进行分段、动作描述；还有一些任务可能需要对人手进行三维重建、对视频中物体的运动信息做重建，用于模型后训练。这些数据的成本和价值差异非常大，不能简单只用数据时长和单价进行比较。
4、规模化交付与商业模式竞争第一人称视角数据相比遥操作数据或合成数据，更容易在真实场景中积累，更能做到百万小时甚至千万小时的数量量级。但对于规模化交付，并不是说积累了这么多数据就可以一次性交付，因为不同客户有不同要求，有的需要原始数据，有的需要做还原，对还原精度要求也不一样，这对数据采集公司或具身模型数据公司提出了更高要求。关于商业模式和竞争格局，我认为大模型公司和机器技术模型公司未来可能是比较重要的需求方，客户自身技术和资金实力也比较强，既能采购第三方数据，也能自建采集体系。但对供应商而言，单纯靠采集人员数量或设

备数量建立优势，长期看比较容易陷入价格竞争。相对更有价值的能力，是持续投入对某个特定真实场景、具有差异化组织的采集能力，以及提供更还原、更真实、更稳定的数据交付，这些才是带来差异化竞争力的基础。

5、各环节壁垒与数据标注从数据交付环节看，前期对数据的标注和还原质量要求会比较高，但到了后期，各家公司做还原的能力其实都差不多，壁垒更多体现在数据采集做到了多么标准化。自动化管线之后，真正的壁垒体现在数据采集环节，即怎么真实记录场景、采集员信息和场景信息，以及怎么规范化采集员的动作，使采集到的数据更有价值、更能体现客户要求，这相对来说会更难。设备本身并不构成什么壁垒。在标注方面，针对不同客户需求不一样：大模型公司本身对数据处理有一定能力，但对原始数据的需求会比标注后数据更多；一些做落地项目或具身机器人模型的其他机器人公司，本身不太具备高精度标注、组织人员标注以及质检的能力，这类公司就会需要数据公司提供已经标注好的数据。

6、数据异构性与流通关于机器人构型不同、数据是否通用的矛盾，主要集中在机器人遥操作数据上，因为遥操作会涉及具体机器构型的不同。但第一人称视角数据本身就是人手的操作类型数据，对不同类型的机器人来说本身就是异构的，所以不太涉及"这个数据能不能卖给不同机器人公司"的问题。模型公司使用这类数据主要有几种方式：一种是把人手动作重新映射到机器人上；另一种是直接通过视频理解人的操作，理解人的动作意图，再映射成机器人相应的动作意图。第一人称视角数据本身就是人手的数据，跟机器人天生就是异构的，所以能适配这个就能适配那个；反倒是遥操作出来的数据，因为是机器人产生的数据，适配性反而更受限。

7、数据清洗与标注流程第一人称视角异构数据的清洗和标注，首先，异构数据是头戴设备采集的，需要清晰地拍到人手在视野范围内的操作，并记录头部运动轨迹。记录下来的视频之后，会先用视觉语言模型做标注，比如理解人在场景中做了什么、在做什么操作，更细的话会把左手和右手的不同操作细分标注出来。做完语言标注之后，会对人手在场景中的轨迹做提取，变成3D世界中的手部运动轨迹，此外还可以做头部在场景中运动轨迹的还原。有些客户还要求对被操作物体做还原，即人与物体的相对运动以及物体在场景中的运动轨迹。这些信息是可以映射到机器人关节上的，或者直接交给大模型。整体数据管线是可以自动化运行的，人只要参与到还原数据之后的质检流程中，不同厂家管线水平可能不一样，标注效果有差别，但一旦搭建完成，自动化处理程度是很高的。

8、规模化交付瓶颈与采集方式大批量交付在物理层面上的瓶颈主要在于存储和网络带宽。实际交付过程中，因为客户自身的基础设施建设，而上万、上十万、百万小时级别的数据已经是PB级别的数量级，客户接收数据也需要一个过程，

需要对数据进行质检或验证，也有自己的一套数据管线去接收数据。所以规模化交付本身只是存在于我们的数据库和数据仓库中，而交付过程是一个过程，不是一次就能完成的事情。目前数据采集有几种方式：一种是众包；第二种类似FigureAI的Index，每个人都可以去网站注册账号上传数据，本质上也是一种众包；还有一种众包是供应商做分销，去找对应的人做数据采集。我们现在主要是有很多个不同的数据供应商，使用我们的设备去做采集，他们会根据需要的场景找到对应场景，跟场景负责人协商后采集相应的数据。

9、质量把控与好坏数据标准前端采集偏地推，涉及组织力。分发下去再回收上来，质量把控和人员培训要求比较高，否则合格率可能不高。这个过程主要考验运营能力，即怎么把标准定义好、怎么把数据验收流程定义好，这个过程也可以部分自动化完成，比如对供应商上传的数据做自动化审核、把无效数据打回，标准化这个流程也可以自动化完成并形成一定壁垒。好的数据标准：一是画面中要采集的信息必须完整，二是对任务的定义要清晰。操作物体不可见、大部分时间被遮挡、从视频中看不出手如何操作的，往往是无效数据。评判主要通过场景定义和需要采集什么样的数据来做，这部分评判工作也可以自动化完成。
10、不同数据类型的作用与配比不同类型的数据都有用，主要体现在模型训练的不同阶段。大模型的预训练阶段会需要大量互联网视频数据，以及没有标注过的异构数据，用于训练模型理解人类做这件事情需要完成哪些动作、动作意图是什么。遥操作数据更多应用到机器人后训练过程中，即当真的想训练机器人基于某个预训练模型或basemodel完成某个具体task时，会采集对应的、不太需要太大数量的遥操作数据，主要是为了完成不同机械臂的异构对齐。目前比较好的、头部模型公司都会从头开始训练LLM模型，加入大量异构数据或互联网数据，重新训练一个多模态大语言模型，帮助模型理解人类动作，再去做后续训练，最后形成一个VLA模型。预训练时用的更多是视频、仿真、异构甚至未标注的数据；后续则偏重有标注的异构数据以及遥操作数据。

11、数据需求量级与第一人称视角的重要性预训练模型参数一般比较大，都是B级别的，同时还需要互联网文本数据，因为VLA模型本身是动作语言模型，需要语言输入，再根据输入规划具体要做什么动作。数据需求量级，基本上要看想达到什么样的效果：如果要训练一个可以泛化到不同场景或不同任务上的模型，可能需要百万小时级别的视频数据做预训练，之后还需要几万或几千小时数据做后训练；如果只想针对某一个场景训练一个相对泛化的、可以替换不同物体或在不同背景下做类似事情的模型，可能并不需要百万小时级别，千小时级别就可以学出来。以π0（DA2）为例，它用了100万小时的异构数据，后续还用了遥操作数据，预训练只用异构数据就可以。第一人称视角数据之所以成为主流、用量比例很高，主要是因为容易scalingup，可以很快采集到更大规模的数据，通过不断加入数据去验证能力涌现。相比仿

真数据，第一人称视角采集的是人类真实意图的操作数据，而仿真采集的动作并不是真实的人类操作，且大多在定制化工厂中采集；如果要采集真实场景中员工如何做奶茶这类操作，第一人称视角肯定是更合适的场景。

12、不同模型对数据需求的差异从VLA或世界动作模型，包括最近提到的DPT等来看，对第一人称视角视频的需求是类似的，只不过对是否标注以及标注精细程度的要求不太一样。大模型公司可能不太需要标注，但对场景采集的多样性要求更多，比如会要求同一个采集员、同一个场景的采集时长有限制，不希望几百小时、几万小时都是同一个采集员在同一场景里采集出来的数据。而世界模型或VLA模型，会需要同时提供一定的带标注数据，希望通过这些带标注数据跟机器人做对齐。海外大模型公司对异构数据的需求从年初开始就一直比较多，之前因为对异构数据标准不统一、不太清楚能怎么用于模型训练，要求偏保守，会先采1000小时左右量级的数据试一下，验证有效之后再开始更大批量采集。国内交付则有一个探索的过程，从年终开始就已经开始了，是客户和数据供应商之间不断磨合的过程。大客户对数据要求和规范非常严格，会有一定的准入门槛；北美自己也在马来、印度等第三市场做采集，他们数据需求量很大，对高质量数据需求很大，并不介意数据到底从哪里来。

13、价格、差异化与商业模式价格会跟数据的价值（质量）相关，数据会分档，还原比较好的数据价格相对高一点，其他数据价格相对低一点，最高档和最低档的差异相对来说比较大。不同供应商之间的差异化，体现在数据的质量、所能提供数据的多样性以及还原、标注的质量上，客户也会对不同供应商的数据进行自己的评估。场景方面，我们主要从供应商那边拿，或者有些是众包，偏地推和终端场景把握，培训得好不好也算一方面，各家标注能力也会有差异。关于数据手套：它有一定优势，可以弥补一些场景，比如采集触觉数据、触觉怎么跟物体交互的数据，但并不能说是非常绝对化的优势，未来不太可能大批量替代真实人手第一视角采集数据，因为戴手套本身会限制人类行为，改变具体操作动作，也没办法真正做相对精细化的操作。至于遮挡环境和手部还原精度的问题，随着算法和算法模型的发展，这些精度问题也在逐步解决，即使在被遮挡的情况下，也能相对准确地推断出手部的相对动作。

14、竞争格局与行业生态数据行业有一定的规模效应，京东众包、58这类平台先天会有一些优势，但他们对于具体场景会相对受限，受限于自身内部场景。我们公司会更聚焦在怎么把数据做精做细，而不是把规模做大，聚焦满足客户特定场景或某些特定场景的还原精度需求，算法也在不断迭代。从研发侧看，我们主要聚焦手部还原精度、被遮挡情况下的还原精度，此外也会提供物体还原、第一人称或第三人称视角下的人体还原，提供更丰富的还原数据，而不只是手部轨迹。我们用技术确立优势，而不是靠规模，因为单纯扩大规模会发现很多数据其实是无效的、数据利用率非常低。当前

数据市场还比较乱，同一份数据可以反复卖，存在二手、三手市场，并且缺乏数据知识产权保护和隐私保护，生态还处于前期百花齐放的生长阶段。但到后期，数据供应商会类似于现在大模型的数据供应商，更聚焦在某个特定领域，客户知道自己要什么数据，就会去找特定的公司采购，而不是去市场上找没有保证的二道贩子。大模型进入后，行业会更聚焦于垂直落地场景。至于传统的具身智能研究是否受到很大冲击，其实并没有到那个程度：虽然大模型公司可以直接控制机器人完成一些任务，但距离真实场景或某个特定场景还有一定差距，具身模型公司仍会有特定优势，可以更聚焦于某个特定场景或可真实落地的场景做特定优化。以工业场景为例，它对节拍要求更高，使用大模型做具身控制会受限于整个模型控制的节拍，很难满足真实客户需求，而具身模型公司可以针对这个场景做特定优化。随着大模型数据量进一步增加，这些壁垒迟早会被攻破，只不过这个周期并不会很快达到，短期内是没有办法做到的。至于具体是两三年、四五年还是七八年，我不好明确预估，只能说短期内无法做到。

15、第三人称视角与互联网视频第三人称视角如果有数据能公布，空间和市场的确更大，比如抖音、互联网上很多视频就能用。这也有价值，比如有些需求是做局部操作（Local Manipulation），既需要人手操作的动作，也需要知道人体在空间中的移动轨迹，所以第三人称视角的还原对人体的还原是有价值、有意义、也确实存在需求的。至于互联网视频数据的用处，我认为有一定价值但不大，因为手部还原或人体还原需要知道更多元数据，比如相机参数、相机传感器也有一定要求。单纯的互联网数据提供的信息相对比较少，还原精度也会相对比较差；如果针对场景佩戴相应设备去采集，还原精度和效果会更好。所以互联网视频有一定价值，但并不能完全替代专门场景采集的数据。

16、数据供应缺口、需求场景与产业链分工目前主要需求来自家庭场景，还有一些办公室场景，这类场景需求会比较多。客户更希望场景的丰富度更多，除了这两个场景外，其他具体场景需求不太多，更多是要求场景的多样性，比如采集人员、采集地点、采集方式有不同的要求，对多样性的要求会高于对具体场景的要求。关于前端和处理是否已经分工：我们会把控整个采集的场景，要求采集场景的重要性，供应商会给我们提不同的场景，我们评估这个场景有没有采集价值，所以我们不会涉及太多地推相关内容，但会把控场景和采集质量。市面上这类供应商相对来说已经比较多了。

会议实录：

（一）公司业务与行业数据分类

好的，各位晚上好，很高兴有机会和大家交流。当前我所在公司主要从事的方向就是第一人称视角的数据采集，这些数据主要提供给模型厂商用于模型训练，也就是机器模型训练。接下来我可能主要从技术发展和工程实践角度，简要介绍一下具身智能数据采集行业的现状，以及大模型能力提升

之后行业可能会发生的变化。
首先简单介绍一下这个行业目前主要在采集什么样的数据。从机器人模型训练角度来说，数据来源主要可以分成三类。第一类是机器人的本体数据，通常通过遥操作或视角方式采集，这里边的数据包括图像、它执行的动作、关节状态等信息。第二类数据就是我现在所在的这个行业所采集的数据，是人类第一人称视角的数据，也就是大家经常说的ego-centric数据，通常通过头戴式设备或相机、其他穿戴设备，记录人在真实环境中完成一些任务，比如整理物品、清洁、做饭相关的动作。第三类数据是仿真和合成数据，主要通过仿真环境生成机器人的动作、交互以及一些仿真的视觉信息。目前整个行业对于第一人称视角的数据是比较关注的，做的也是近期比较火的一个方向，主要是因为人类在真实环境中执行任务的数据，相比我刚才说的第一种遥操作数据或者仿真数据，它会有更低的成本，以及可以覆盖更多的真实场景和操作方式。
早期的第一人称视角数据主要用于视频理解，比如去识别人在做什么事情。但近期随着VLA模型，以及一些世界模型、世界动作模型的发展，人们也开始通过人类视频数据学习物理世界中的一些操作行为。最近今年一些公开发表的论文研究中也展现出，通过不断积累人类视频数据，可以提升具身模型的效果以及它的成功率，展现出类似大模型的一种数据scaling趋势，即不断加入更多人类第一视角视频数据后，可以不断提升机器人模型的一些能力。
（二）客户需求、数据格式与交付
第二方面是客户需求。客户需求和数据格式其实也正在发生变化，以前客户可能更关注我采了多少小时数据、这些数据有没有完成标注，但随着模型能力的提升，客户会更关注数据到底能解决什么样的问题。例如，有些客户可能一开始只需要原始的视频数据用于模型预训练；但有些客户可能希望通过对视频的任务进行分段、动作描述；还有一些任务可能需要对视频中人类的手部进行三维重建，以及视频中物体的运动信息做重建，用于模型的后训练。这些数据的成本和价值差异非常大，不能简单地只用有多少小时、每小时多少钱进行比较。
最后我想聊一下交付、规模化的事情。第一视角数据相比我之前提到的遥操作数据或合成数据，更容易在真实场景中积累，更可以做到百万小时或千万小时的数量量级。但对于这种规模化的交付，并不是说我积累了这么多数据就可以一次性做交付，因为这些数据不同的客户会有不同的要求，有些需要原始数据，有些需要你去做一些还原，有些对还原的精度要求也不一样。这种交付，其实也会对数据采集公司，或者这种具身模型的数据公司提出更多的要求。
最后还有一个想聊的点，就是行业的商业模式和竞争格局。我认为大模型公司和机器技术模型公司，未来可能是比较重要的需求方，客户自身技术和资金实力也比较强，既能采购第三方数据，也能够自建采集体系。但对供应商而言，单纯

以采集人员数量或设备数量建立优势，长期看来比较容易陷入价格竞争。相对更有价值的能力，是持续投入对于某个特定真实场景和具有差异化组织的采集能力，以及可以提供更还原、更真实、质量更稳定的数据交付，这些是带来更多差异化竞争力的基础。以上就是我大概讲的现在这个行业所做的一些事情，以及未来的一些趋势。各位有什么具体想了解的，可以再提问。

（三）数据交付各环节的壁垒

好的，接下来我先问几个问题。从数据交付来看，有几个环节：第一是设备，第二是把握场景，第三是数据的标注和清洗。从这几个环节来看，您觉得哪个环节的壁垒会高一点、或者重要性更强？

其实前期对数据的标注和还原质量的要求会比较高。但到了后期，其实对于大量数据还原的能力，各家公司做得都差不多，壁垒更多体现在数据采集上面，做到了多么标准化，这才是更高的壁垒。这个事情听起来好像比较简单，但在真正的数据采集过程中，我怎么去真实记录这个场景、这个采集员的信息、场景信息，以及怎么去规范化采集员的一些动作，让我采集到的数据更有价值、更能体现出客户要求的一些动作，这其实是相对来说更难的一件事。设备本身并不构成什么壁垒。

（四）数据标注与不同客户需求

从标注来看，我不太清楚这个标注的过程分为哪几步，但它肯定是一种数据的处理。如果大模型厂商本身就做过很多数据的各种处理，而且它在训练大语言模型的时候数据量可能会数量级上升，那么它们在批量处理数据、进行标注上，是不是也同样很有经验？对于第三方专门做数据交付的，行业内说有"买生肉、自己做熟肉"的说法，您怎么看数据标注这一块？

针对不同的客户，需求其实是不一样的。像您刚才提到的大语言模型公司，它本身对于数据处理是有一定能力的，但它对原始数据的需求会比标注后数据的需求更多一点。其实行业里并不只有这种大模型公司需要数据，还有一些其他的机器人公司，本身可能会做一些落地项目，或者做一些具身机器人模型相关的模型，也需要具身相关的数据去训练他们的模型。但他们本身不太具备比较高精度的标注能力，也很难组织人员去做标注以及做质检相关工作。这类公司就会需要数据公司能提供已经标注好的数据，然后使用已经标注好的数据去做模型训练。回到大模型公司，它们对数据的清洗能力可能更强一点，但它们更需要的是数据公司给它提供更真实、更有效、或者场景更丰富的数据，以及怎么把这些数据筛选出来，针对他们的具体场景筛选出他们想要的具体数据，这也是数据公司能做的一件事。

（五）数据异构性与二手流通

我往下讲，大家有时候讲这个数据应该是不通用的，因为每家机器人的构型也不太一样，但同时行业内也存在很多二手厂商，二手肯定是有一定流通市场，这怎么看？这中间是不

是有矛盾？
您说的这种异构问题，其实主要集中在机器人遥操作数据上面，因为遥操作是会涉及具体机器构型的，具体机器人公司会针对某种构型的数据有特定要求。但对于我们现在做的这种第一人称视角数据，它本身就是人手的操作类型数据，这种类型的数据对不同类型的机器人来说就是异构的。模型公司用这种数据主要有几种不同的方式：一种是我把人手重新映射到机器人上面，这也是数据公司能提供的一些数据类型；还有一种是我直接通过视频去理解人的操作，然后理解人的动作意图，再把它映射成机器人相应的动作意图，这也是一种数据的使用方式。所以对于您刚才提到的问题，异构本身就是和机械臂机构相关的，所以它不太涉及到我到底是卖给哪家的中间商问题。您提到的这种中间商能去卖这些数据，就不会太遇到说不同的机器人公司数据卖不了的问题，所以都是能卖的。因为机构本身就是人的数据，所以它跟机器人天生就是异构的，能适配这个就能适配那个。反倒是遥操作出来的数据，因为它是机器人产生的数据，所以适配性反而更受限。
（六）数据清洗与标注流程
还有一个问题是数据清洗、标注，它的主要流程或者原理性可以讲一下，因为大家好像知道这是怎么回事，但又不太清楚究竟要做些什么。
好的，我主要讲一下第一人称视角这种异构数据的清洗和标注是怎么做的。首先，异构数据是头戴设备采集的数据，它需要你首先能够比较清晰地拍到人手在视野范围内的操作，以及记录下人头部运动的轨迹。记录下来的视频之后，会先用视觉语言模型去做标注，比如去理解人在这个场景中做了什么样的事情、在做什么样的操作。更细分的话，会把左手和右手不同的操作都细分地标注出来。做完语言标注之后，会对于场景中人手在场景中的轨迹做一个提取，把它提取成为在3D世界中的手部运动轨迹。此外，还可以做头部在场景中运动轨迹的还原。此外，有些客户可能还需要你去对于人在操作被操作物体的还原，就是人和被操作物体的相对运动，以及物体在场景中的相对运动轨迹。这些是对整个场景还原的一些信息。对于数据的标注和处理，主要就是对这些信息的还原，接下来主要是一些类似轨迹、交互的提取。这些信息可以映射到机器人的关节上，也可以直接交给大模型。
那这样一套是不是可以做成一个AI或者算法自动去处理，还是每一个过程都需要人大量的参与？现在整个数据管线都是可以自动化运行的，我们的人只要参与到还原数据之后的质检流程当中。那主要是做质检，不同厂家的管线水平可能也不一样，最后标注的效果可能也有差别，但一旦搭建完成以后，自动化处理程度是很高的。
（七）大批量交付的瓶颈
那这么说的话，我们还有一个方面的话题，就是大批量交付的瓶颈。好像你只要有足够的算力、足够的场景和人员前端

采集，批量交付只是一个复制的过程？
大批量交付，物理层面上的瓶颈主要在于存储和网络带宽。在实际交付过程中，因为客户自身基础设施的建设，而上万、上十万、百万小时级别的数据已经是PB级别的数量级，客户对这种数据的接收也需要有一个过程，不是说你直接传给他，他就能直接去用的，因为客户也需要对你的数据进行质检或者验证，也有自己的一套数据管线去接收你的数据。所以规模化交付本身对我们这种数据生产商、数据供应商来说，数据已经存在于我们的数据库和数据仓库里面，而只是在交付过程中它是一个过程，不是一次就可以完成的事情。

（八）采集方式与质量把控

我看像58、京东这类劳动密集型的公司，也广泛参与这种所谓的众包，这个是不是也会构成一个壁垒？我们现在主要的采集是通过什么样的方式获得？
现在数据采集有几种不同的方式：一种是您刚才提到的众包；还有一种，不知道您有没有了解过，像FigureAI的Index，会去采集，每个人都可以去它的网站注册一个账号，去采集、上传对应的数据；还有一种本质上也是一种众包，就是会有一个供应商去做一个分销，然后去找对应的人去做对应的数据采集。我们现在主要是有很多个不同的数据供应商，使用我们的设备去做对应的采集，他们会根据我们需要的场景，去到对应的场景，跟对应的场景负责人或相应的人去协商，然后采集相应的数据。 所以前端还是偏地推，还是有点"脏"的，主要涉及组织力。这种活我们现在没有亲自做，是找供应商做。
这种一旦分发下去、再回收上来，对质量把控、人员培训的要求就比较高，否则大家随便做，合格率可能也不高。这个过程主要考虑哪些方面？
这个过程主要考验的是一个运营的能力，就是你怎么去把这个标准定义好，以及你的数据验收流程怎么去定义好。这个过程也是可以一部分自动化完成的，就是对于供应商上传的数据，你怎么去自动化地审核、怎么去把无效的数据打回，然后把它标准化，这个流程也是可以自动化完成、可以形成一定壁垒的东西。

（九）好数据与坏数据的标准
那好的数据跟不好的数据，主要标准在哪里？
好的数据标准，首先对于画面中你要采集的信息，一定要是完整的，以及对于任务的定义是要清晰的。不是说什么样的任务都是有效数据，我们会认为比如说它的操作物体不可见，或者被操作物体大部分时间被遮挡，手从视频中并不能看出来是如何操作的，这些其实是不太有效的数据。我们主要还是通过对场景的定义，以及我需要采集什么样的数据，去对结果做一个评判，而这一部分评判工作也是可以由我们自动完成的。

（十）不同数据类型的作用与配比
现在这个数据分层还是比较细的，有异构数据，还有数据手套、互联网视频、仿真以及遥操作。整体来看，各个层次发

挥什么作用？要训练一个好的具身模型，数据的配比是怎样的？

其实不同类型的数据都是有用的，主要它们体现在模型训练的不同阶段。比如大模型的预训练阶段，会需要大量的互联网视频数据，以及没有标注过的异构数据，它们都可以去训练一个模型，去理解人类在做这件事情的时候主要需要完成哪些动作，以及人类做这些动作的意图是什么。对于具体到遥操作数据，它其实会更多地应用到机器人的后训练过程中，就是当我真的想去训练机器人，基于某一个预训练模型或者basemodel去完成某一个具体的task的时候，他会去采集对应的、不太需要太大数量的一些遥操作数据。这些数据主要是为了完成，比如像您之前提到的不同机械臂的一些异构问题，他需要把这些数据进行对齐，对齐之后才能更好地完成对应的一些任务。所以在不同的训练过程中，会采用不同数据类型的数。从预训练开始，其实现在比较好的、或者比较头部的一些模型公司，他们都会从头开始训练他们的LLM模型，会加入大量异构数据或者互联网数据，去重新训练一个多模态的大语言模型，去帮助这个模型理解人类的一些动作。然后再做后续训练，最后形成一个VLA模型。他不会去用一个已经训练好的LLM模型，他会从头用一些比如互联网数据去从零开始训练一个LLM模型，再加入一些遥操作数据或者一些更具体任务的数据，然后去训练一个VLA模型。所以预训练的时候，用的更多的是视频、仿真或者异构、甚至没有经过标注的数据都可以用；后续则偏重于有标注过的异构数据，以及遥操作数据。

（十一）模型参数与数据需求量级

如果整个模型训下来，参数量得有多少？整体的数据需求量呢？它是不是也需要一些互联网文本？

一般来看，预训练的模型参数都会比较大，都是B级别的。它不光需要动作数据，因为你需要文本，其实有些动作数据也仅仅去标注一些对应的文本，不需要标注很具体的动作轨迹，你只要简单标注它具体在做什么动作，这种数据也会用到预训练模型当中去。同时也需要加入很多文本数据，因为VLA模型本身是一个动作语言模型，需要有一个语言的输入，然后它可以根据你的输入去规划你具体要做什么样子的动作。至于仿真、真机、互联网视频以及异构各自的比例，其实我大概只能跟您说，对于视频数据的量级，因为数据没有办法说我用多少数据就能训出来，是要看你想达到什么样的效果。比如你是想训一个非常可以泛化、可以泛化到不同场景或者不同任务上面的模型，那你可能会需要百万小时级别的视频数据去做预训练，预训练完之后还需要用几万或几千小时数据去做后训练，然后才能训练出一个在某一个任务上可以完成泛化的模型。假如你的目的并不是训练一个非常泛化的模型，只是想针对某一个场景训练出一个相对比较泛化、可以替换不同物体或在不同背景下做类似事情的模型，那可能并不需要百万小时级别的数据，可能万小时级别或者千小时级别就可以学出来。

像之前的π0（DA2），好像用了100万小时的数据？对，他用了100万小时的异构数据，但后续也用了一些遥操作数据，所以预训练只用异构数据就可以。那这么看来，异构应该是非常主流、或者用量非常大、最起码比例很高的数据。对，主要是因为异构数据容易scalingup，可以很快地采集到更大规模的数据，通过加入更多数据去验证。因为模型很大的一个理论支撑就是，数据规模只要到达一定量之后，不断加上去就可以涌现出不同的一些能力。具身数据也是想证明类似的事情，就是把数据量不断往上加，是不是也可以实现一定程度的泛化，或者能学会我一开始意图以外的事情，通过大量视频数据学会类似的动作。

但如果要证明所谓的scaling，仿真也可以大规模扩增，为什么大家这么倚重异构数据？因为异构是采集人类的真实意图、操作意图。你用仿真去采数据的话，始终你的动作并不是真实的人类操作，而且大部分采集都是在一些定制化的采集工厂去做，真实场景中比如我去做奶茶、去打扫卫生，大部分人不会拿着一个异构设备去做类似的事情。所以如果我真的想去采集一个奶茶店里边一个员工怎么做奶茶的操作，异构肯定是一个更合适的采集场景。一旦用了仿真，就偏定制了，有些事情就做不了。

（十二）不同模型对数据需求的差异

从VLA或者世界动作模型，包括最近提的DPT等来看，大家对于数据的需求有什么差异吗？

其实没有太大差异，对于第一人称视角的视频，需求是类似的，只不过他们对于数据是否需要进行标注以及标注的精细程度要求会不太一样。是不是大模型可能就不太需要标注？

可以这么理解。他们不太需要标注，但会对你采集的场景多样性要求更多。比如他会要求同一个采集员采集数据的时长限制、同一个场景的采集时长限制，不希望你几百小时、几万小时都是同一个采集员在同一个场景里面采集出来的数据，对场景多样性要求会更高。而世界模型或者VLA模型，会需要你同时给它一定的带标注的数据，它希望通过这些带标注的数据跟它的机器人去做对齐。大模型主要是去学习动作的意图。

从需求方面看，海外的或者大模型厂商这边，是不是已经表现出很强的需求？对，海外的大模型公司对这种异构数据的需求，从一开始就其实一直挺多的。具体从什么时候开始有这种感觉？国内参与程度如何？他们的需求其实一直都存在，只不过一开始大家对于异构数据的标准没有统一，或者不太清楚这种异构数据能怎么用于模型训练。但今年随着很多模型公司证明了异构数据的能力之后，大家对异构数据的标准、需要采集什么样的数据有了更清晰的认识。随着大家对这件事情的认知越来越多，需求也会相应变多。其实从年初开始就一直在用，只是之前因为数据的标准不统一，大家对这个数据要求还是偏保守，会想先采一个1000小时左右量级的数据先去试一下，验证这些数据有效之后，就会开始更大批量地采集类似的数据。所以海外需求没什么变化，但国

内的交付有一个探索的过程，客户和数据供应商之间在不断磨合。其实从年中的时候就已经开始了。

（十三）国内参与度与价格

国内现在整个的参与度怎么样？有多少玩家能够参与到这个需求当中？

具体行业这方面的信息，我可能不太确定，这偏销售侧。但本身这种大客户对于数据要求或者规范是非常严格的，所以它会有一定的准入门槛，并不是说我只要采了数据就可以给他们交付。同时他们北美自己也在一些第三市场，像马来、印度在做。对他们来说，数据需求量是很大的，对高质量数据需求很大，他们并不介意这个数据到底是从哪里来的。

现在价格怎么样？这个市场是不是已经变得比较卷了，还是每一家都能找到自己的核心优势、打出差异化的东西？

这个也会跟数据的质量相关。比如我们会把数据分成不同的档，我们认为还原比较好的数据，价格相对会高一点，其他一些数据价格会相对低一点。最高档和最低档的差异相对来说比较大，尤其对于不同的客户来说。差异化只是说数据本身会分层、还原程度会有差异，但不同供应商之间，比如我们跟友商之间，差异化也体现在数据的质量上面，以及你所能提供数据的多样性和还原、标注的质量上面。因为客户也会对不同供应商的数据进行自己的评估，会认为哪家的数据可能更好一点，哪家相对差一点。场景方面，我们可能都是从供应商那边拿的，或者有些是众包，这偏地推、偏终端场景把握，培训得好不好也算一方面，各家标注能力也会有差异。

（十四）数据手套与规模效应

我之前也看到一些相关评测，说数据的精度可能是厘米级，而且前面提到很多遮挡是不可避免的。所以真正要搞精细的操作数据，可能手套还是必要的。您怎么看？往后数据手套这种异构，在精度上、避免遮挡上，优势是不是很大？

它有一定优势，但并不是一个非常绝对化的优势。它能弥补一些场景，比如我要去采集一些触觉数据，或者触觉怎么跟物体交互的数据，是有用的。但要说未来能不能大批量替代真实人手第一视角采集数据，我认为是不太行的，因为戴手套去做一些操作本身会限制人类的一些行为，会改变你具体操作的动作，也没有办法真正做一些相对精细化的操作。至于您提到遮挡环境下或者手部还原精度的问题，其实现在随着算法、算法模型相关的发展，这些精度问题也在逐步解决，即使在被遮挡的环境下，也能相对准确地推断出手的相对动作，这些都是随着算法进步在不断解决的问题。

我感觉数据行业还是有一定规模效应的，您认同吗？如果建立在这个基础上，像京东众包、58会不会先天有一些优势？

它们先天会有一定优势，但它们对于具体场景相对来说也会比较受限，会受限于它们自身内部的一些场景。那我们公司想要规模做大、不断发展，如果说要把规模做得很大，您觉得主要限制在哪里？是场景把握不够，还是其他？我们会更聚焦在怎么把这个数据做精做细，而不是把规模做大，会聚

焦满足客户的一些特定场景，或者某些特定场景还原精度的需求。那你们的算法是不是还在不断精进优化，以提升积分率、减少遮挡限制？算法是不断在迭代的。

（十五）研发方向与行业生态

从技术上、研发侧来看，你们现在主要的精力或者致力于解决什么问题？

比如刚才提到的手部还原精度，以及被遮挡情况下的还原精度。此外，我们会聚焦提供物体还原，还有整个在第一人称视角下，或者第一人称、第三人称视角下的人体还原，我们会提供更丰富的还原数据，并不只是手部的轨迹而已。所以还是希望用技术来确立自己的优势，而不是靠规模。对，而且我们的技术是为了保证交付的数据质量更高，因为单纯扩大规模的话，你会发现很多数据其实是无效的，或者数据利用率非常低。

这个数据市场现在还挺乱的，各种数据可以反复地卖，卖给一个客户又卖给另一个，形成了二手市场，二道贩子、三道贩子都有。而且好像也缺乏数据知识产权保护、隐私保护，这个市场是不是生态还处于前期百花齐放的阶段，缺少约束？

现在确实存在这样的问题，但到后期，现在的数据供应商就会类似于现在大模型的数据供应商，会更聚焦在某一个特定的领域上面。用户会知道自己要什么数据，模型公司或者客户知道自己要什么数据，就会去找特定的公司采购类似的数据，而不是去市场上找没有保证的二道贩子、用三道贩子去采集数据。我觉得这是未来随着行业发展会逐渐优化的一个过程。大模型进入以后，很多公司就偏向于落地垂直场景了，知道自己要什么，我们也会更聚焦在一些特定场景，或者一些客户有特定需求的场景上面去，而不是单纯地售卖数据。

（十六）大模型对具身智能研究的冲击

现在这个行业生态您怎么看？大家也比较关心大模型进入以后，传统的具身智能研究是不是好像已经受到很大的冲击，这个事您怎么看？

其实并没有到达这个程度。虽然大模型公司，比如像GPT等可以直接去控制这些机器人完成一些任务，但它距离真实的场景或者某个特定的场景还是有一定的差距。具身模型公司还是会有一定特定的一些优势在，它可以更聚焦在某一个特定场景，或者聚焦在某个可以真实落地的场景上面去做一些特定优化，这是它本身的一些优势所在。比如以工业场景来说，它对节拍要求会更高，使用大模型去做一些具身的控制，它会受限于整个模型控制的节拍，很难满足真实客户的一些需求。而具身模型公司可以针对这个场景去做一些特定的优化，它相对来说可能更聚焦一点，这可能是大模型公司所不具备的一些能力。是不是说具身模型只能有特定场景的部署，在通用这块肯定已经没有什么优势了？那么随着大模型数据量进一步增加，是不是这些壁垒迟早也会被攻破？您可以这么说，只不过这个周期我认为并不会非常快就能达

到，它还是有一个挺长的周期的。这个场景的周期您预估是两到三年、四到五年还是七八年？这个我其实不是非常好跟您明确，我只能说短期内是没有办法做到的。

（十七）第三人称视角与互联网视频

第一人称视角的视频现在能够提取出很多工作意图，包括交互的轨迹。第三人称视角无疑有更大的空间、更大的市场，这个有前景吗？如果第三人称数据能公布的话，那抖音上很多、互联网很多视频就能用了。

这个也是有价值的。比如我们了解到一些需求是做局部操作（LocalManipulation），既需要人手操作的动作，也需要知道人体在这个空间中的移动轨迹，所以第三人称视角的还原、对人体的还原是有价值、有意义，也确实存在这种需求的。至于这个技术对互联网视频数据的用处，我认为有一定价值，但不大。因为像现在对手部的还原或者人体的还原，需要知道更多的元数据，比如我的相机参数，对相机的传感器也有一定要求。单纯的互联网数据，能提供的信息相对来说比较少，所以它们所能还原的精度也会相对来说比较差。如果针对场景去佩戴相应的设备去做采集，还原的精度和效果会更好。所以它对于互联网视频会有一定的价值，但并不能完全替代专门场景采集的数据。

（十八）设备参数与轨迹提取

所以采集的时候，对于自己设备的参数，最好也都是知道的？对，是的。我刚刚说那些轨迹什么的，提取出来是不是也很有用？对，是有用的。

（十九）数据供应缺口与需求场景

来自网络端的文字提问：请问一下专家，目前数据供应上是否有缺口？哪些场景需求量大？

目前主要的需求都来自于家庭场景，还有一些办公室场景，这类场景的需求会比较多。至于真实场景，客户更希望你的场景丰富度会更多。除了我刚才提到的那两个场景之外，其他的一些具体场景需求不太多，他只是希望你的场景多样性会更多，比如我的采集人员、采集地点、采集方式会有不同的要求。所以多样性的要求，相对来说会比具体场景的要求更多一点。

（二十）前端与处理的分工

最后再问一下，现在前端跟我们这种做处理的是不是已经分开了？还是说很多公司都是一体化自己去采？毕竟这个商业模式区别还挺大的，一个公司要出很多各个场景，好像也不太可能，针对性是一个偏地推的活。

我们会把控整个采集场景，会去要求采集场景的重要性，供应商会给我们提不同的场景，然后我们去评估这个场景有没有采集的价值。所以我们不会涉及太多地推相关的内容，但我们会把控场景和采集的质量。这个供应商多吗？相对来说会比较多。就市面上已经有很多这样的供应商了，也是一个创业的方向。好的，那今天聊得比较充分，就先到这儿。感谢专家的分享，今天会议就先到此结束。

总结
一、机器人板块的三大关注链
本次电话会聚焦机器人板块最新观点，市场关注主要有三条链：一是OpenAI链，主要看其画面（视觉）模型数据采集进展以及供应链进展；二是数据链，关注目前整个产业的结构、各家公司的情况，以及产业何时迈向"0到1"；三是特斯拉（T）链，这是年初以来调整较多的赛道，但从产业兑现角度，缺电这一块的排产以及明年预期都处在一个拐点之上。
三条链的产业阶段不一样：目前"0到1"的大拐点或供应链还没形成的是OpenAI链和数据链；一旦明年上半年OpenAI最新模型的训练进展有所突破，这两条产业链的供应链以及"0到1"都会跨过去，类似于2025年的特斯拉——现在的这两条链类似于2023年的特斯拉链，整体产业链节奏略有区别。
二、T链：进展最快、有订单有客户，具备跨年行情基础
T链的产业阶段与另两条完全不同：从2023年产业卡位，到2025年市场定价客户卡位，到目前阶段、看到明年后年，主要定价订单和门店的景气度，已经到了这个阶段。所以T链是几个链条中目前进展最快、节奏最快的，而且这些公司买起来比较放心，因为手上真实有订单、真实有客户。
这一波T链之前市场是有分歧的，有很多产业正向的东西市场没有去定价；但随着大家往明年去看，这个产业是有突破希望的。这种情况下，在跨年阶段，它容易成为市场的共识——目前市场没有共识，但很容易形成共识，因为基本面很坚实，有订单有客户，看着明年又有景气度大幅攀升的希望，目前有这种特质的赛道很少。所以T链具备跨年行情的基础。
三、T链的新定价阶段：从V3到V4
2025年整个市场主要定价V3，即定价特斯拉第一个100万的产能。但站在年底这个时间节点，特斯拉又到了一个新的定价阶段：年底特斯拉即将启动V4的研发。V4的节奏应该是明年下半年开始走向量产，明年下半年迈向设备、工厂的新建，到年底进行对外销售。整个四季度到明年上半年，尤其是11月份到次年3月份，是V4集中定价供应链和技术变化的阶段，也是大家定价V4后面量的阶段。
V4的体量与V3没法比：V3大概是100万台，但V4是往2000万台去切，空间感极强。所以大家要关注V4的变化，以及市场对V4置信度的提升，这会带来比较大级别的行情。这是T链行情启动的第二个基础——V4派之前没有被市场定价，但后面有可能会被市场定价。
四、T链投资：Beta与Alpha
我们认为整体会有Beta性行情，整个T链的标的都可以去买。
第二点，如果要找Alpha，就要找变化，包括两个变化：一是供应链的变化，二是技术上的变化。这两个目前市场集中发酵的时间，应该是在11月份到明年3月份。因为最近很多公司的供应链负责人都已经分配到北美去了，到今年年底、十一二月份一定会有很多增量的产业链变化信息流露出来。
技术层面，因为V4是面向C端或B端大规模销售的，意味着它

更加追求平价、要把成本降下来，这里会用很多之前大家认为不太可能用、但后面量产上能够降本的东西，这一点要重视。比如新的减速器、反应注塑等新技术的应用。供应链层面，从100万台跨到2000万台，供应商二供三供都要分别开了，以前可能两个变成四个供应商；因为产能太大，特斯拉如果过度依赖个别供应商，供应链爬坡风险非常大，后面必然带来二供、三供、四供的机会，这是供应链增量最重大的变化之一。所以围绕技术的变化、围绕供应链的变化，应该是大家找Alpha的方向所在。

从投资角度，目前阶段建议关注：核心公司如拓普、恒立液压、浙江荣泰等；中型公司如斯菱股份、福赛科技、五洲新春、金沃、北特等；以及供应链上很多做结构件的公司，如恒勃。潜在公司方面，就是后面份额提升、或新拿到图纸、订单的公司——比如宁波华翔，目前已是参股公司、已拿到限速订单，可关注后面上市公司主体能否拿到新订单；还有像新泉等市场预期比较低、但又有总成逻辑、后面有可能在结构件等领域新切入订单的公司。

总之T链这块：一是Beta型跨年行情是有的；二是如果要找超额，就要围绕产业链的变化和技术的变化。

五、机械板块：行情持续性强，产业置信度提升

从机械板块整体来讲，我们认为行情有非常强的持续性。首先因为整个板块跌得非常多了，复盘历史从2022年到现在，每轮机器人板块都有比较大的行情；现在年初至今，很多核心标的跌幅超过（包括指数可能有-25%这样的状态），估值、股价整体在低位，所以安全边际比较高。

第二，从现在开始包括往明年去切，整个机器人产业确实在变化，催化也在进步、比较多。这一轮最大的变化，就是整个产业的置信度提高了一大部分。此前机器人板块美好的蓝图是很确定的，这次确定的点是产业发生了重大变化，就是OpenAI做人形机器人，它会加速整个产业的进步，这是很重要的因素，也可以让大家从一个稍微悲观的预期往乐观预期转变。同时，特斯拉自己也在加强大脑的开发，明年也会加强新芯片算力的导入，token的算力能力提升10倍以上，这有助于整个物理AI大模型的进步，也就是机器人大脑端从慢思考往快思考方向切，这是大脑的进步。后面如果在应用端，可以在大脑的基础上做端侧小模型的迭代，落地速度就会比较快。

特斯拉也在持续爬坡：从六七月份周产几百台，然后慢慢500台，现在周产1000多台，年底12月份预计周产2000台；年化明年其实可以做到10万台以上的出货量预期，其中1至2万台用于自我训练，所以训练端以及出货量都比较超预期。往明年去切，特斯拉在这个100万台建好之后，会建2000万台以上的机器人产能，而且明年开始特斯拉机器人也对外销售、会打开。这一点对机器人的远期估值有影响：现在大家是按

100万台去算的，如果明年对外销售了几万台或十几万台，大家肯定会往2000万以上的利润中枢去推演。

催化方面，未来一个多月也比较多：特斯拉机器人预程序视

频的发布、OpenAI的供应商大会、特斯拉12月份的股东大会（可能也会发布机器人相关内容）；明年一二月份，OpenAI可能也会发布其机器人原型的软件、即大模型软件的迭代等。所以催化比较多。

投资端可以更加乐观一点去理解，它不只是一个机器人板块，而是整个物理AI或者说通用机器人、垂类机器人爆发的拐点。往明年去切，因为产业确实在进步，物理AI加模型的思路会被市场逐渐认知和打开。

推荐方向上：核心环节是当前卡位的数据、素彩环节，包括设备以及素彩服务——如华数、奥比中光、福莱新材，素彩服务的如凡拓、君普智能等。T链这块一定会有一个新的逻辑上升或乐观预期注入，首推恒立液压——买主业送机器人，在最悲观的情况下，当前股价向下边际其实不到10%，胜率非常高。另外还有一个发散链，就是国产链以及整个垂类链。

国产链最爆发的还是国产机器人本体，包括像水晶婷（宇树）、语数（越疆）、优必选、上纬新材、丰隆股份等。垂类里面，当前市场位置也是底部，而且未来确定性方向非常高，也就是物理AI模型加的应用方向。垂类中找远期空间非常大、应用非常顺的：仿仿（服务）里面像杰克股份，物流里面像杭叉集团、吉之家、安徽合力、中力股份、诺力股份，工业里面最大应用场景的像拓斯达、埃斯顿，包装里面的像融创智能等。

六、物理AI板块：非常强劲的赚钱效应

过去两个礼拜，物理AI板块在所有主线行情相对疲软的背景下，表现出了非常强劲的赚钱效应。对板块的观点可概括为三句话：

第一，我们依然非常坚定地认为，这一轮物理AI的行情非常符合成为一个大主题、乃至从大主题过渡到早期产业景气度投资的特征和气质。

第二，现在缺少的一个因素，对于行情长期驱动、具有非常强持续性的因素，是物理AI板块的"太空算力时刻"。

第三，我们认为从机构审美、空间感以及格局和毛利率等维度看，OpenAI链、尤其是其中的先遣部队——数据链，最有可能成为物理AI的"太空算力时刻"，是新的赛道和方向。

（第三点展开部分原文未展开完）第一，我们认为主题行情、或者说从主题行情过渡到产业趋势的景气度投资，无非四个点：叙事、容量、筹码和催化，四手联弹、形成共振。

会议实录：

各位投资者周末早上好，我是国金证券智能陈长红，今天主要和几位同事一起，向大家汇报一下机器人板块最新的观点。从我们对市场几个关注点和反馈来看，机器人最近热度也比较高，大家关心的地方主要有三个：一是OpenAI这边画面（视觉）模型数据采集的进展以及供应链的进展；二是数据这个赛道目前整个产业的结构、各家公司的产业情况，以及这个产业到底是什么时候迈向"0到1"；三是围绕特斯拉（T）链，这应该是今年年初以来调整比较多的一个赛道，但从产业兑现角度来说，缺电这块目前的排产也好、还是明年

的预期也好，都处在一个拐点之上。
所以人形机器人这三大板块产业阶段不一样：目前"0到1"的大拐点或者供应链还没形成的，是OpenAI链，还包括数据链；这种状态在明年上半年，一旦OpenAI现在最新模型的训练进展有所突破，我们认为OpenAI链以及数据链这两个产业链，整个供应链、包括"0到1"都会跨过去，类似于2025年的特斯拉。现在的这两条链类似于2023年的特斯拉链，整体产业链节奏略微有区别。
到特斯拉这一块就完全不一样。T链整个产业从2023年产业卡位，到2025年，其实市场定价的是客户卡位；到目前阶段、看到明年后年，其实主要定价订单和门店的景气度了，已经到了这个阶段。所以T链应该是这几个链条中目前进展最快、节奏最快的，而且这些公司大家买起来会比较放心，因为它们手上都真实有订单、真实有客户。所以这一波T链之前市场是有分歧的，也有很多产业正向的东西、特斯拉那边正向的东西市场没有去定价；但随着大家往明年去看，这个产业是

有突破希望的。这种情况下，在跨年阶段，我觉得容易成为市场的共识——目前市场没有共识，但是很容易成为市场共识，因为刚才说基本面是很坚实的，有订单有客户，看着明年又有景气度大幅攀升的希望。目前有这种特质的赛道也很少，所以T链具备跨年行情的基础。
第二个是缺电这一块，确实产业上也有很多进展。第一，2025年整个市场主要定价V3，所谓定价V3就是定价特斯拉的第一个100万的产能。但站在年底这个时间节点，T链又到了一个新的定价阶段，为什么呢？因为年底特斯拉即将启动V4的研发。V4我相信，首先有几个信息：V4的节奏应该是明年下半年开始走向量产，明年下半年迈向设备、工厂的新建，到年底进行对外销售。这是特斯拉目前比较宏伟的规划。整个四季度到明年上半年，尤其是11月份到次年3月份，是V4集中定价供应链和技术变化的阶段，也是大家定价V4后面量的阶段。
V4这块，体量跟V3没法比：V3大概是100万台，但V4是往2000万台去切了，空间感极强。所以这里面大家要关注V4的变化，以及市场对于V4置信度的提升，就会带来比较大级别的行情。这是我们T链行情启动的第二个基础，就是T链在V4派之前没有被市场定价，但是后面有可能会被市场定价。
第三，T链整体我们认为会有Beta性行情，整个T链的标的大家都可以去买。第二点，如果大家要找变化、找Alpha，这里面包括两个变化：一个是供应链的变化，另外一个是技术上的变化。这两个目前我觉得市场集中发酵的时间，应该是在

11月份到明年3月份。因为最近很多公司供应链的负责人都分配到北美去了，到今年年底、十一十二月份一定会有很多增量的信息、产业链变化的信息流露出来。
首先是T链，我们认为后面技术上会有几个变化。首先，用的东西上，因为V4是面向C端大规模销售、或者B端大规模销售的，这就意味着它其实更加追求平价，要把成本降下来，这里会用很多之前大家认为不太可能用、但后面量产上能够降

本的东西，这一点是要去重视的。比如说类似于新的减速器，然后反应注塑等等这些新技术的入选应用。
第二个就是重视供应链的变化。因为你从100万台跨到2000万台，其实供应商二供三供都要分别开了，就是以前有两个可能变成四个供应商，因为这个产能太大了；产能太大意味着特斯拉后面供应链如果依赖个别供应商，它其实供应链爬坡风险是非常大的，那后面必然带来二供、三供的机会，所以这里面会开二供三供四供，这是供应链增量最重大的变化之一。所以这里面也是后面主要的行情支撑点或者方向，所以围绕技术的变化、围绕供应链的变化，应该是大家找Alpha的方向所在。这是T链我们这边提示的变化。
从投资角度，目前阶段建议大家关注核心公司，像拓普、恒立液压，以及浙江荣泰等等；中型公司，包括斯菱股份、福赛科技、五洲新春、金沃、北特，以及供应链上很多做结构件的公司，像恒勃。潜在的公司就是大家要看到后面份额提升、或者新拿到图纸、订单的公司：比如宁波华翔，它目前已经是参股公司，已经拿到限速的订单，来关注后面上市公

司主体能不能拿到新的订单；第二个就是像新泉等等这种市场预期比较低、但又有之前讲的总成逻辑、后面有可能在结构件等领域有新切入订单概率的公司，可以去关注。
总之T链这一块，总结一下：第一，Beta型行情、跨年行情是有的；第二，大家如果要找超额，就要围绕产业链的变化和技术的变化。大概就是这么一个观点，以上是我的汇报，感谢。
各位投资者，接下来有请我们同事。
各位领导大家上午好，我是国金机械分析师秦亚楠。接着陈老师，我再汇报一下机械这边的观点。就整个板块来讲，我们认为行情是有非常强的持续性的。
首先是因为整个板块其实跌得非常多了，我们复盘历史从2022年到现在，每轮机器人板块都是有一个比较大的行情。现在从年初至今，很多核心标的其实跌了超过——包括指数的YTD可能是-25这样的一个状态，估值包括股价整体在一个低位的位置，所以安全边际还是比较高的。这是一点。
第二点，从现在开始包括往明年去切，整个机器人产业也确实在变化，而且催化也在进步、催化也比较多。我们这一轮最大的变化，其实就是把整个产业的置信度提高了一大部分。就是说，大脑的这个进步，之前机器人这块其实美好的蓝图是很确定的；这次确定的点，就是产业发生了一个重大的变化，就是OpenAI去做人形机器人，它会加速整个产业的进步。这个是我们觉得很重要的一项因素，也是可以让大家

从一个稍微悲观的预期往乐观的预期去转变。同时，特斯拉自己也在加强他们对大脑的开发，而且特斯拉也是说，明年也会加强新的芯片算力的导入，token的算力能力提升10倍以上。这样其实是有助于整个物理AI大模型的进步，也就是说，机器人的大脑端从一个慢慢思考往快思考的方向去切，这是大脑的进步。后面如果我们真的在应用端，可以在一个大脑的基础上，去做端测的、也就是应用端的小模型的迭

代，这样的落地速度就会比较快，所以产业的进步是实打实的。
那特斯拉也是从产业的爬坡在往持续爬坡：从六七月份开始，从一个周产几百台，然后慢慢500台，后面现在是周产1000多台，然后年底12月份预计要周产2000台，那年化明年其实是可以做到10万台以上的一个出货量的预期，而且其中1至2万台是用于自我的训练，所以在训练端以及出货量上都比较超预期。那往明年去切特斯拉，其实在这个100万台建好之后，会建1000万台以上、也就是2000万以上的机器人产能，而且明年开始，特斯拉的机器人也是对外销售，也会打开。
这就是大家对这个机器人的远期估值，我觉得其实是一点，因为现在大家是按照100万台去算的，如果明年他对外销售了几万台或者十几万台之后，大家肯定是往2000万以上的利润中枢去推演，所以这是一点。
那催化上来讲，其实未来一个多月也是比较多的：一个是特斯拉机器人的预程序视频的发布，以及OpenAI的供应商大会；还有特斯拉12月份的大模型、特斯拉12月份的股东大会，可能也会有发布机器人相关的东西；然后包括明年的一

二月份，OpenAI可能也会发布他们的机器人原型的软件、就是大模型软件的迭代等等。这块其实催化是比较多的。
那我们觉得最后涉及到投资端，其实是可以更加乐观一点去理解的，它整个是物理AI或者垂类机器人爆发的机器人，不论是通用机器人还是垂类机器人爆发的一个拐点。那明年我们就往明年去切，因为这个产业确实是在进步，所以物理AI加模型的这个思路，其实是会被市场逐渐认知跟打开的。
那首先我们还是推荐核心环节，就是当前卡位的这个数据、素彩环节，素彩环节其实包括设备以及素彩服务。像华数素彩设备，像奥比中光，还有福莱新材，然后素彩的像凡拓和君普智能等等，就是做素彩服务的。然后T链这块，我们一定会认为会有一个新的逻辑的上升，或者说乐观预期的注入。
所以这块还是首推恒立液压——买主业送机器人，最悲观的情况下，当前股价向下边际其实不到10%的状态，胜率是非常高的。这是T链。
然后还有一个发散的链，其实就是国产链，包括整个垂类的链。那国产链其实最爆发的还是国产机器人的本体，包括像宇树（水晶婷）、越疆（语数）、优必选、上纬新材、丰隆股份这些。那垂类里面，我觉得市场现在这个位置也是底部，而且未来确定性方向非常高，也就是物理AI模型加的一个应用方向。那垂类里面我们找那种远期空间非常大、而且应用非常顺的，像服务里面杰克股份，然后物流里面像杭叉集团、吉之家、安徽合力、中力股份、诺力股份这些，还有像工业里面最大应用场景的像拓斯达，就工业机器人这个像

拓斯达、埃斯顿等等，还有像包装里面的融创智能等等这些。以上是我的汇报，谢谢大家。
好的，感谢主持人，感谢各位老师，我是来自国金计算机科技团队的分析师孙凯奇。依然利用每周这个宝贵的时间，给大家更新一下我们现阶段对于物理AI板块，包括对于整个具

身模型发展的一些最新观点。
我觉得总结来看，过去的两个礼拜，物理AI这个板块应该是在所有的主线行情相对比较疲软的背景下，表现出了非常强劲的赚钱效应。那么站在这个时点来看，我们对于这个板块的观点，我觉得可以概括成这么几句话。第一点，就是我们依然非常坚定地认为，这一轮物理AI的行情非常符合成为一个大主题、乃至于从一个大主题过渡到早期的产业景气度投资的一种特征和气质。第二点，现在缺少的一个因素，就是我们说缺少的一个对于行情来讲、长期去驱动、有非常强持续性的因素，是对于物理AI板块的一个"太空算力时刻"。第三点，我们认为其实从机构审美、空间感包括从格局和毛利率等等的一些维度来看，OpenAI链、尤其是OpenAI链当中的先遣部队——数据链，是最有可能成为物理AI的"太空算力时刻"的新的赛道和方向。
那么这三点，我每一点详细展开一下。第一点，我们认为主题行情、或者说从主题行情去过渡到产业趋势的景气度投资，它无非是四个点：叙事、容量、筹码和我们说催化，一个四手联弹、这样的一种共振。从这四个点出发来（看）……

--- “佩机械”周观点汇报（第十一期）：物理AI&机器人、金刚石散热、怡合达20261101.pdf ---
总结
1、本周机械板块行情表现机械设备本周跌幅达到8.2%，是继上一周有一个不错涨幅之后本周出现的调整，本周整体大盘也处于调整状态，仅在周三有一个小的反弹。沪深300本周跌幅达到2.92%，创业板指本周跌幅达到10.08%，科创综指本周跌幅达到11.53%，机械设备指数在28个一级子行业中排名24，仅比建筑材料、计算机、电子、通信这四个行业的跌幅小一些，综合来说也是本周调整幅度比较深的一周。
2、细分子行业表现本周机械设备领域的细分子行业大部分收跌，跟机器人、物理AI相关的延续了上一周的一些涨幅但整体有所分化；跌幅比较高的依然是跟AI基建链以及半导体等相关的科技板块，依然延续调整。本周涨幅前三的细分子行业分别是纺织机械、具身机器人整机和电梯，这三个涨幅其实都是跟其中的重点个股相关的。纺织机械本周周涨幅达到5.18%，主要是由于板块核心个股杰克科技本周达到20%的涨幅，拉升了整体细分板块，也是我们近期重点推荐的标的，公司本周也召开了安妮缝制机器人的发布会。周涨幅第二的具身机器人整机，实际拆开来看主要是上纬新材一只个股涨幅达到27%所带动，整个板块有5.16%的涨幅，除宇树科技本周收涨个位数涨幅外其他个股其实也是收跌，最主要是上纬新材拉动的。涨幅第三的电梯板块本周有0.76%的涨幅，主要是由于电梯板块里我们放的汇川，因为汇川之前一个主要业务是电梯控制这块，虽然现在是公司的一个小业务，但汇川在本周有一个收涨，拉动了整个电梯板块的涨幅。所以

如果抛开这几个重点个股，实际上排名靠前的这几个细分板块整体上其他个股并没有很好的收涨，不是板块的效应。本周跌幅比较靠前的前三依然延续了上周趋势，都是跟AI基建

链相关的一些板块，分别是光模块设备、PCB设备以及半导体存储设备，跌幅分别达到20.63%、19.35%和18.7%。
3、本周重点个股本周因为整体市场还是延续了调整，所以整体上收涨的个股占比不高，能够进入机构投资视野并且涨幅靠前的一些典型个股包括：上纬新材本周涨幅27%，世来新材本周涨幅23%，杰克科技本周涨幅20%，精创集团本周涨幅15%，还有一些收涨的个股是个位数涨幅就不一一汇报了。重点包括刚刚提到的汇川，以及中集集团，包括怡合达（我们放在11月金股中的标的），还有中国中车（我们11月的金股），本周都有一个个股数字的涨幅。
4、机器人相关事件：物理AI预期提前从上周起，由于OpenAI的事件催化，一个是OpenAI的GPT在9月份发布以来，大家看到了基模在对于机器人的操控水平、能力的一个提升，使得大家对于具身机器人、物理AI实现的预期大大提前。此前可能预期5到10年，现在可能提前到2到3年可能就会有一个比较大规模的部署，所以引发了对于物理AI和具身机器人板块的行情表现。我们此前对这个板块的观点，就是抓住三个当前时点下的结构性机会，分别是数据、普适应用以及垂类应用。重点建议关注的个股分别是数据（环节）的奥比中光、（普适）应用的少品新材和垂类应用的杰克科技。从上周到本周，这几块推荐的细分环节都是一个排名靠前的表现。

5、杰克科技发布会杰克本周在10月28日有一个安妮缝制机器人的发布，同时会上也发布了公司的服装机器人产线"产线王"两个重磅产品，公司也同时发布了其他AI缝纫机、AI包缝机、AI绷缝机产品，虽然没有像机器人跟产线王那样放在发布会上作为重点，但实际上这两个AI缝纫机也是颇有看点的。安妮缝制机器人中国区首发价30.8万元，公司在发布会上让缝制机器人安妮跟一个服装工人一起做一个PK，去搭配模板机完成缝制工作，最终结果是效率高出人工约39%，按照日运行8个小时、3年可以收回成本，如果一直运行24个小时，那么一年就可以收回成本。我们此前跟公司三季报交流会沟通，公司也是按照年产万台的目标去推进，产能情况也是按照年产万台去准备的。推进节奏就是从发布会开始到明年上半年，公司会挑选10到20家的核心客户，都是一些有万名以上工人的大服装厂去进行合作，每家预期一年可采购量在300台到500台，仅仅是这些标杆客户就可以支撑万台的需求。产线王方面，我们在周二已经跟随公司去公司的合作方生态那边做了一个参观，整个产线王投资大约在几百万的水平，整合了无人裁剪、AI碰配送以及安妮机器人，用料、用工可以减少70%，面料节约5%，整线的投资回收期小于三年。现场也可以看到很多下游服装厂以及终端品牌方，对公司发布的这两个新产品都非常感兴趣，我们也非常看好公司借这次发布会之后，在智能化、AI化的新产品上明年得以放量，持续看好杰克科技在AI以及机器人方面的发展。
6、智元创新日我们在周四10月29日参加了智元的创新日，在上海的世博中心举办。智元这次的核心还是围绕部署，不仅仅是发布一个机器人或者机器人的Demo，而是看机器人在

不同场景，娱乐场景也好、实际ToB的工厂工作场景也好，去看机器人在这些场景上面上岗干活、规模化落地的能力。发布会开篇由智元联合创始人彭志辉提出一个最重要的概念叫做"Working"，这个Working借鉴了AI大模型领域Token的概念，把衡量机器人从每年出多少台变成机器人有效智能工时的概念。Working的计算公式是活跃机器人数量乘以自主工作时长再乘以产出效能比，其中自主工作时长指无人接管的连续工作的有效时间，遥操作的不算；产出效能比是以标准工人单位时间的合格产出为基数。智元也提到未来计划按照Working来收费，相当于给机器人干活定了计价标准。目前公司前期已经在长隆乐园投放了几百台机器人，在长隆乐园里面也是用Working这个指标去衡量机器人的产出。在模型层面，公司发布了智元基座模型GO，这也是近期几个榜单（RobotDo、Robot和RobotCo三个榜单）中排名第一，这个基座模型把任务理解、未来预测、动作生成统一建模。这个模型最值得关注的是公司在讲到机器人的ScalingLaw时，提到的不只是预训练的ScalingLaw，而是全链条的Scaling Law、全链条的Scaling表现。我们近期路演跟投资者探讨汇报为什么今年数据会爆发，其实就是机器人的Scaling一直在被证实，数据越多、模型表现越好，可能就越接近真正能够去部署、去带回ARR收益的阶段，所以就缺数据，所以今年数据会爆发。但之前我们看到很多都是预训练层面的Scaling，智元这次提了全链条的Scaling：在预训练层面，公司强调90%的数据来自人类第一视角视频的数据，也就是Ego数据，0样本开箱处理陌生任务；在后训练层面的Fine-tuning，公司用96台真机加物理仿真加世界模型协同，将手机打包任务从79.2%提升到了98.3%，也证实了在后训练层面的Scaling；部署后也进行持续的持续学习，举的例子是便利店上岗的无人示范，完整任务成功率从首日的28.6%，用五天时间冲到了85.7%。在操作系统层面，公司发布了"灵犀OS 1.0"，是业界首个面向具身智能原生打造的操作系统，打通了底层硬件运动控制、上层模型全链路，而且已经捐给了开放原子开源基金会，年底全面开源。现场公司的几个核心机器人产品，像精灵G2Max，比之前升级了负载能力，这个重载机器人双臂负载40kg、极限50kg，精灵G2现场直接展示了一个公主抱X2，展示其负载能力；公司的远征A3让人印象比较深刻的是它实时跟人的交互能力，得益于背后的微塔全模态端到端交互大模型，可以实时翻译，还可以说各种方言，也不需要唤醒词，可以有"眼力见"地进行插话切换，让交互体验更好。智元旗下的子公司蜜蜂，是数据采集的公司，现场展示了蜜蜂的咪狗设备，在App上做数据采集的众包模式，蜜蜂也是目前国内今年数据采集量可能排在第一的一家公司。公司也发布了最新的财务数据：2026年上半年收入接近20个亿，出货9700台，占全球人形机器人市场份额超过43%，累计下线两万台，增速非常快，去年全年是10.5个亿，今年上半年就有将近20个亿。智元作为我国具身智能机器人的头部公司，在基模层面、数据采集方面、硬件方面持续迭代进

步，财务数据也有增速非常快的表现，后续可以积极关注智元进一步的进展。
7、机械板块投资观点后面包括看到明年，最值得投资的主线方向实际上是AI应用，最近机器人包括物理AI其实已经是AI应用的一个分支，其他可以关注的AI应用分支还包括3D打印，后续在3D打印方面也可以关注相关投资机会。在AI基建

这个链条，最近市场调整得比较多，也有很多利空信息，包括北美一些云服务厂商的一些利空信息，但我们也会看企业的基本面层面，特别是有些个股其实已经跌到了明年可能10倍或者不足10倍的位置，确实调整之后精选个股方面，以及再看设备端，就是要寻找二阶导依然向上的板块跟个股的投资机会，可能调整之后也要看科技贝塔的一个企稳，相关个股我们觉得还是会在明年有一波机会。传统板块方面，我们现在看好两个，一个是轨交，一个是海工。轨交一方面比较稳，中国中车也是我们从7月份开始就重点推荐的标的，最近在市场调整的情况下获得了很高的超额收益，三季报有一个波动，但我觉得是这个季度间交付的问题。如果看行业的阿尔法，明年是高铁高的通车里程，会带来动车组比较高的招标跟交付，动车组相关产业链都会受益。除了动车之外，也建议大家关注其他动车组占比比较高、有弹性的零部件个股，核心就是精创集团，我们明天也邀请了精创集团的董秘召开公司三季报业绩解读的电话会议。海工层面，我们上周也参加了中集海工板块的调研，实地去参观，登上了中集旗下的莱福士的FPSO船，非常震撼，预期未来10年海工板块的一个景气，也建议大家积极关注传统板块里面这两个细分行业的投资机会。
8、金刚石散热：订单与产业进展第一点是订单方面，国内产业链调研有一些消息，基本是芯片应用的订单，大概单片1000元左右，估计是有50万片这个级别的订单，这相对来说是近期从金刚石散热这个概念开始以来第一次比较大规模地进入芯片供应链。一般8英寸的热沉片产线一年大概生产两万片，所以这个50万片有可能是多家的一个供应商。第二，在

OCP上有一些冷板方向的产业动态，一般冷板底部对应的GPU热点，就是内嵌一个7×7mm的金刚石的片，定制比如GB300或者RubinUltra等等可以做定制，这块对GPU有一个降温，降温大概在十几度左右，而且它不动现有的封装、不动现有的液冷管路的存量平台，可以直接进行升级，所以这块其实两条技术路线都已经在进行了：第一条是偏英伟达路线，是平台规格层面的金刚石散热方向；第二条是冷板层面金刚石的均热片，可以让金刚石绕开封装认证的周期，直接卖给（液冷）厂商，可能进展的幅度和速度会更快一些。第三个方向是政策方向：河南省十五规划里面明确了聚焦散热的金刚石的一些应用，11月中旬左右也会有一个上海的金刚石产业大会，商务部跟海关对超硬材料的相关物项实施出口管制，优先保障内需。
9、金刚石散热：海外大厂与国内产业链英伟达这块，它的Rubin全面采用金刚石复合材料散热盖，将45°（导热）纳入

高端GPU的标准配置，RubinQ3已经量产，单卡达到2300瓦，下一代直奔5000瓦，对散热的极限施压也是确定性的。台积电对比碳化硅和单晶金刚石，选择的是CVD单晶金刚石，计划近期应用于高端AI芯片的背面散热贴片，芯片上它亲自下场去选材，其实也是一个比较标志性的信号。再就是Akash Systems这家公司向印度交付了首批大载金刚石冷却的H200服务器。海外第一梯队基本是ElementSix（英伟达比较早认证的核心材料供应商）、住友电工，还有一个Coherent，是主要的相关产业链企业。国内主要是：力量钻石，主要是扬州基地4月首批设备投产，9月确认产品录入了英伟达的HGX方；四方达，CVD放量、规模效应是主驱动，目前是小批量测试订单在手；国机精工，散热片和光学窗口有小批量订单；黄河旋风，8英寸产线2月投产，一期产品是两万片每年，产品已经通过了像华为、中兴国际的一些验证；沃尔德，也有12英寸多晶小批量的验证；中兵红箭，中南钻石功能型金刚石小批量供给了高校及院所。

10、金刚石散热：技术路线与产能建设技术工艺和路线目前有三条，分工比较明确。第一是金刚石铜，它有600至800（W/m·K）的散热能力，成本是纯CVD的10%至20%，是规模化场景的首选，目前已经落地了一些10万卡的机群。第二是多晶热沉片，散热能力能够达到800至2200瓦，是目前产业化的主力，国内已经达到300毫米的尺寸。第三是单晶金刚石，散热能力是最高的，（约1000至2200瓦），大尺寸量产是瓶颈，但是长期路线的一个比较好的选择，因为它的散热能力相对来说能够比较匹配。国内8英寸的CVD热沉件、批量量产12英寸的衬底技术支撑，曙光数创这块也首次部署。产能建设方面：四方达是新疆4.5亿的扩产，年产2.5万片8英寸级别，20亿定增也在逐步推进；国机精工是MPCVD27（台）；力量钻石是扬州基地4月的投产爬坡；沃尔德是12英寸多晶投入小批量验证，5.2亿的一个扩产；黄河旋风8英寸一期两万片，3年300台MPCVD、15万片每年的规划已经提上日程。国内CVD设备已经投入600台，规划的是10万片的年产能。整体来看，我们还是推荐关注相关的一些偏设备的这几个主要企业。

11、金刚石散热观点总结第一，目前产业化的阶段正从趋势进入订单验证的逻辑，50万片招标到冷板的量产、台积电订单，共同把这个板块从趋势转化为订单牵引。第二，选股层面建议优选业绩层面比较稳健、订单卡位优势比较明显的企业。第三，后续请关注招标中标的结果和交付的节奏，以及11月中旬上海产业大会的一些示范性产业进展。

12、怡合达：AI相关下游景气怡合达各个主要下游特别是AI相关的领域，需求都非常景气，今年1至3季度的单季度业绩增速是在逐级抬升的。从当前需求情况看，明年预计依然可以保持较快的增长，明年的估值现在就是在20倍上下，也处于一个历史估值的低位，所以我们对怡合达进行重点推荐。怡合达是FA工厂自动化零部件一站式供应商，主要产品包括直线运动零件、传动零部件、驱动元件等等，客户主要是自

动化设备厂商和终端设备厂商，下游广泛应用于新能源锂电、3C、汽车、光伏以及军工、医疗、半导体等各个领域，公司业务增速与下游各领域的景气度紧密相关。从三季度报表表现看，需求向业绩的传导在持续，单三季度公司营收和利润增速都很超预期。2026年前三季度，公司实现营业收入29.7亿元，同比增长35.17%；实现规模净利润5.19亿元，同比增长24.37%。三季度单季收入端是11.16亿元，同比增长51.59%；规模净利润2.01亿元，同比增长48.02%，环比增长6.35%。从合同负债情况看，前三季度公司合同负债是4200万元，同比增长46.62%，也可以反映出一个订单的景气度。分板块看，前三季度占比最高的两大领域分别是锂电以及包括泛AI硬件在内的3C领域，收入增速最快的是半导体领域。前三季度锂电板块需求主要受益于海内外动力和储能扩产逐步落地，收入端同比增长42%，在收入中整体占比24%；3C和泛AI硬件收入同比增长25%，在收入中占比21%；汽车和半导体

收入占比都在9%左右，半导体需求非常旺盛，前三季度收入同比增长102%，汽车同比持平；光伏板块前三季度收入同比增长68%，在收入中占比4%，主要是去年的低基数（价）以及一些海外订单的阶段性需求带来，我们觉得行业整体产能过剩的情况还是依然存在，包括近期出台了一些出口政策，对未来光伏领域需求的趋势变化还需要进行一定的观察；其他各个下游领域收入端合计同比增长36%，在收入中合计占比33%。盈利能力方面，前三季度公司综合毛利率是39.17%，同比略微下滑0.3个百分点；净利率是17.48%，同比下降1.52个百分点。盈利能力下滑主要还是由于一些费用端的影响，前三季度公司销售、管理、财务以及研发这四项费用率合计同比提高了1.26个百分点，主要是员工薪酬以及推广费用，以及数字化建设投入、股权激励费用支付等方面因素影响。13、怡合达：成长性与市场空间我们觉得主要是三个层面。首先，下游的需求，像AI产业链依然是一个高速发展的趋势，像液冷、光模块、AI服务器这些硬件的需求预计会继续保持旺盛态势；半导体领域也是一样；锂电的话，明年看扩产的增速可能会放缓，应该还是会保持比较快的增长，再往后就是去看固态等新技术产业化落地的接续增长，所以未来几年锂电的需求应该还是会相对比较稳定。第二，公司作为零部件企业，需求最直接来自于自动化产线和自动化装备，随着我国制造业持续向高端化、智能化转型升级，未来自动化的市场需求将会进一步提升，进一步带动对零部件的需求。第三，公司一站式服务平台能力升级，包括品类的拓展，客户和区域的覆盖率等各个方面的能力都在持续提升。除了基本盘FA业务，公司还有FB这些非标业务以及FX品牌核

心件两大业务，从而打造了FA+FB+FX的一站式服务能力，在非标业务上这两年也是通过自动报价、自动编程、柔性产线这些方式去提高整体的效率和质量，我们觉得随着未来AI大模型的应用，也有望进一步加速公司非标业务的发展。随着公司平台化能力、供应链管理以及本地化服务等各方面能力的提升，公司整体在经营效率和品类以及客户的数量等量化

指标上都在持续提升：今年前三季度公司订单处理量是159万单，同比增长20%；出货是603万次，同比增长25%；服务客户是4.63万家，同比增长6900家；上线的SKU达到373万个，较去年底增加了88万个。综合来看，一方面短期看下游行业对自动化零部件的市场需求和市场空间在快速增长，另一方面从中长期角度，公司服务能力、品牌竞争力以及市场份额在持续升级，我们非常看好怡合达未来的持续成长性。预计怡合达2026至2028年的规模净利润分别是6.68亿元、8.27亿元和9.93亿元，对应当前的PE分别是26倍、21倍和17倍，明年的估值也是处于一个历史的低位，所以还是建议各位投资者去重点关注。

会议实录：

大家好，欢迎参加银河机械"配机械"周观点汇报第11期：物理AI&机器人、金刚石散热、怡合达。首先由我为大家汇报一下本周机械板块的周行情、周大事件的解读，以及最新的机械板块投资观点。我是银河机械首席分析师鲁佩。本周机械设备跌幅达到8.2%，是继上一周有一个不错的涨幅之后本周出现的调整，本周整体大盘也处于调整状态，仅在周三有一个小的反弹。沪深300在本周跌幅达到2.92%，创业板指本周跌幅达到10.08%，科创综指本周跌幅达到11.53%，机械设备指数在28个一级子行业中排名24，仅比建筑材料、计算机、电子、通信这四个行业的跌幅小一些，综合来说也是本周调整幅度比较深的一周。

我们再拆开来看细分子行业的表现。本周机械设备领域的细分子行业大部分收跌，跟机器人、物理AI相关的延续了上一周的一些涨幅，但整体也有所分化。跌幅比较高的依然是跟AI基建链以及半导体等相关的科技板块，依然延续调整。从机械设备细分子行业看，本周涨幅前三的分别是纺织机械、具身机器人整机和电梯，这三个涨幅其实都是跟其中的重点个股相关的。纺织机械本周周涨幅达到5.18%，主要是由于板块核心个股杰克科技本周达到20%的涨幅，拉升了整体细分板块，也是我们近期重点推荐的标的，公司本周也召开了安妮缝制机器人的发布会，我们也全程听了这个会。周涨幅第二的具身机器人整机，实际拆开来看主要是上纬新材一只个股涨幅达到27%所带动，整个板块有5.16%的涨幅，其他具身机器人整机个股除宇树科技本周收涨个位数涨幅外，其实也是收跌，最主要是上纬新材拉动的。涨幅第三的电梯板块本周有0.76%的涨幅，主要是由于电梯板块里面我们放的汇川，因为汇川之前一个主要业务是电梯控制这块，虽然现在是公司的一个小业务，但汇川在本周有一个收涨，所以拉动了整个电梯板块的涨幅。所以如果抛开这几个重点个股，实际上排名靠前的这几个细分板块整体上其他个股并没有很好的收涨，不是板块的效应。本周跌幅比较靠前的前三，依然延续了上周趋势，都是跟AI基建链相关的一些板块，分别是光模块设备、PCB设备以及半导体存储设备，跌幅分别达到20.63%、19.35%和18.7%。

再看本周的重点个股。本周因为整体市场还是延续了调整，

所以整体上收涨的个股占比不高。能够进入机构投资视野并且涨幅靠前的一些典型个股，包括上纬新材本周涨幅27%，世来新材本周涨幅23%，杰克科技本周涨幅20%，精创集团本周涨幅15%，还有一些收涨的个股是个位数涨幅就不一一汇报了。重点包括刚刚提到的汇川，以及中集集团，包括怡合达（我们放在11月金股中的标的），还有中国中车（我们11月的金股），本周都有一个个股数字的涨幅。
接下来汇报本周的一些重点大事件，以及对机械设备板块行情影响的解读。首先是跟机器人相关的。从上周起，由于OpenAI的事件催化，一个是OpenAI的GPT在9月份发布以来，大家看到了基模在对于机器人的操控水平、能力上的提升，使得大家对于具身机器人、物理AI实现的预期大大提前。此前可能预期5到10年，现在可能提前到2到3年就会有一个比较大规模的部署，所以引发了对于物理AI和具身机器人板块的行情表现。我们此前对这个板块的观点，就是抓住三个当前时点下的结构性机会，分别是数据、普适应用以及垂类应用。重点建议关注的个股分别是数据（环节）的奥比中光、普适应用的少品新材和垂类应用的杰克科技。从上周到本周，这几块我们推荐的细分环节都是一个排名靠前的表现。

本周重点跟大家更新一下我们参加的两个跟机器人相关的发布会，以及科技日、创新日活动的一些见闻。首先是杰克，本周在10月28日有一个安妮缝制机器人的发布，同时会上也发布了公司的服装机器人产线"产线王"两个重磅产品，公司也同时发布了其他AI缝纫机、AI包缝机、AI绷缝机产品，虽然没有像机器人跟产线王那样放在发布会上作为重点，但实际上这两个AI缝纫机也是颇有看点的。安妮缝制机器人中国区首发价30.8万元，公司在发布会上让缝制机器人安妮跟一个服装工人一起做一个PK，去搭配模板机完成缝制工作，最终结果是效率高出人工约39%，按照日运行8个小时、3年可以收回成本，如果一直运行24个小时，那么一年就可以收回成本。我们此前跟公司三季报交流会沟通，公司也是按照年产万台的目标去推进，产能情况也是按照年产万台去准备的。推进节奏就是从发布会开始到明年上半年，公司会挑选10到20家的核心客户，都是一些有万名以上工人的大服装厂去进行合作，每家预期一年可采购量在300台到500台，仅仅是这些标杆客户就可以支撑万台的需求。产线王方面，我们在周二已经跟随公司去公司的合作方生态那边做了一个参观，整个产线王投资大约在几百万的水平，整合了无人裁剪、AI碰配送以及安妮机器人，用料、用工可以减少70%，面料节约5%，整线的投资回收期小于三年。现场也可以看到很多下游服装厂以及终端品牌方，对公司发布的这两个新产品都非常感兴趣，我们也非常看好公司借这次发布会之后，在智能化、AI化的新产品上明年得以放量，持续看好杰克科技在AI以及机器人方面的发展。

我们再汇报一下周四10月29日参加的智元创新日，是在上海世博中心举办的。智元这次的核心还是围绕部署，不仅仅是发布一个机器人，或者机器人的Demo，而是看机器人在不同

场景，娱乐场景也好、实际ToB的工厂工作场景也好，去看机器人在这些场景上面上岗干活、规模化落地的能力。整个发布会信息量还是很大的，我们挑几个最重要的点汇报。首先发布会开篇，由智元联合创始人彭志辉提出了一个发布会里最重要的概念，叫做"Working"，这个Working借鉴了AI大模型领域Token的概念，把衡量机器人从每年出多少台，变成机器人有效智能工时的概念。Working的计算公式是活跃机器人数量乘以自主工作时长再乘以产出效能比，其中自主工作时长指无人接管的连续工作的有效时间，遥操作的不算；产出效能比是以标准工人单位时间的合格产出为基数。智元也提到未来计划按照Working来收费，相当于给机器人干活定了计价标准。目前公司前期已经在长隆乐园投放了几百台机器人，在长隆乐园里面也是用Working这个指标去衡量机器人的产出。在模型层面，公司发布了智元基座模型GO，这个模型近期在RobotDo、Robot和RobotCo三个榜单中都获得了排名第一，这个基座模型把任务理解、未来预测、动作生成统一建模。这个模型最值得关注的是，公司在讲到机器人的ScalingLaw时，提到的不只是预训练的ScalingLaw，而是全链条的ScalingLaw、全链条的Scaling表现。我们近期路演跟投资者探讨汇报为什么今年数据会爆发，其实就是机器人的Scaling一直在被证实，数据越多、模型表现越好，可能就越接近真正能够去部署、去带回ARR收益的阶段，所以就缺数据，所以今年数据会爆发。但之前我们看到很多都是预训练层面的Scaling，智元这次提了全链条的Scaling：在预训

练层面，公司强调90%的数据来自人类第一视角视频的数据，也就是Ego数据，0样本开箱处理陌生任务；在后训练层面的Fine-tuning，公司用96台真机加物理仿真加世界模型协同，将手机打包任务从79.2%提升到了98.3%，也证实了在后训练层面的Scaling；部署后也进行持续的持续学习，举的例子是便利店上岗的无人示范，完整任务成功率从首日的28.6%，用五天时间冲到了85.7%。在操作系统层面，公司发布了灵犀OS1.0，是业界首个面向具身智能原生打造的操作系统，打通了底层硬件运动控制、上层模型全链路，而且已经捐给了开放原子开源基金会，年底全面开源。现场公司的几个核心机器人产品，像精灵G2Max，比之前升级了负载能力，这个重载机器人双臂负载40kg、极限50kg，精灵G2现场直接展示了一个公主抱X2，展示其负载能力；公司的远征A3让人印象比较深刻的是它实时跟人的交互能力，其实也得益于背后的微塔全模态端到端交互大模型，可以实时翻译，还可以说各种方言，也不需要唤醒词，可以有"眼力见"地进行插话切换，让交互体验会更好。智元旗下的子公司蜜蜂，是数据采集的公司，现场展示了蜜蜂的咪狗设备，在App上做数据采集的众包模式，蜜蜂也是目前国内今年数据采集量可能排在第一的一家公司。现场公司也发布了最新的财务数据：2026年上半年收入接近20个亿，出货9700台，占全球人形机器人市场份额超过43%，累计下线两万台，增速非常快，去年全年是10.5个亿，今年上半年就有将近20个亿。智元作为我国具身智能机器人的头部公司，在基模层面、数据采集方面、硬件

方面持续迭代进步，财务数据也有增速非常快的表现，后续可以积极关注智元进一步的进展。

本周其他一个大事件，我们觉得非常值得关注的是金刚石散热。最后我再来汇报一下当前怎么去看这些板块的行情。我们最近梳理下来，后面包括看到明年，最值得投资的主线方向实际上是AI应用，最近机器人包括物理AI其实已经是AI应用的一个分支，其他我们觉得可以关注的AI应用分支还包括3D打印，后续在3D打印方面也可以关注相关投资机会。在AI基建这个链条，最近市场调整得比较多，也有很多利空信息，包括北美一些云服务厂商的一些利空信息，但我们也会看企业的基本面层面，特别是有些个股其实已经跌到了明年可能10倍或者不足10倍的位置，确实调整之后精选个股方面，以及再看设备端，就是要寻找二阶导依然向上的板块跟个股的投资机会，可能调整之后也要看科技贝塔的一个企稳，相关个股我们觉得还是会在明年有一波机会。传统板块方面，我们现在看好两个，一个是轨交，一个是海工。轨交一方面比较稳，中国中车也是我们从7月份开始就重点推荐的标的，最近在市场调整的情况下获得了很高的超额收益，三季报有一个波动，但我觉得是这个季度间交付的问题，如果看行业的阿尔法，明年是高铁高的通车里程，会带来动车组比较高的招标跟交付，动车组相关产业链都会受益。除了动车之外，也建议大家关注其他动车组占比比较高、有弹性的零部件个股，核心就是精创集团，我们明天也邀请了精创集团的董秘召开公司三季报业绩解读的电话会议，欢迎大家一起对这个公司的基本面情况进行探讨。海工层面，我们上周也参加了中集海工板块的调研，实地去参观，登上了中集旗下的莱福士的FPSO船，非常震撼，预期未来10年海工板块的一个景气，上周也有同事对海工板块的观点做了一个重点汇报，也建议大家积极关注传统板块里面这两个细分行业的投资机会。

下面请我同事贾新龙就本周金刚石散热的企业、行业信息更新跟大家做汇报。

大家下午好，下面由我来介绍一下金刚石散热这个细分产业、细分赛道近期的一些关键更新。首先是订单方面，国内大家可能也有一些产业链调研的消息，基本上是芯片应用的订单，大概单片1000元左右，估计是有50万片这个级别的订单，这相对来说是近期从金刚石散热这个概念开始以来第一次比较大规模地进入芯片供应链。一般8英寸的热沉片产线一年生产大概是两万片，所以这个50万片有可能是多家的一个供应商。第二，在OCP上有一些冷板方向的产业动态，一般冷板底部对应的GPU热点，就是内嵌一个7×7mm的金刚石的片，定制比如GB300或者RubinUltra等等可以做定制，这块对GPU有一个降温，降温大概在十几度左右，而且它不动现有的封装、不动现有的液冷管路的存量平台，可以直接进行升级，所以这块其实两条技术路线都已经在进行了：第一条是偏英伟达路线，是平台规格层面的金刚石散热方向；第二条是冷板层面金刚石的均热片，可以让金刚石绕开封装认证的

周期，直接卖给（液冷）厂商，可能它的进展幅度和速度会更快一些。第三个方向是政策方向：河南省十五规划里面明确了聚焦散热的金刚石的一些应用，11月中旬左右也会有一个上海的金刚石产业大会，商务部跟海关对超硬材料的相关物项实施出口管制，优先保障内需，后面再看。下面做一个具体的下游海外大厂介绍。首先是英伟达，它的Rubin全面采

用金刚石复合材料散热盖，将45°（导热）纳入高端GPU的标准配置，RubinQ3已经量产，单卡达到2300瓦，下一代直奔5000瓦，所以对散热的极限施压也是确定性的。第二是台积电，对比碳化硅和单晶金刚石，它选择的是CVD单晶金刚石，计划近期应用于高端AI芯片的背面散热贴片，芯片上它亲自下场去选材，其实也是一个比较标志性的信号。再就是Akash Systems这家公司，向印度交付了首批大载金刚石冷却的H200服务器。海外第一梯队基本上就是ElementSix（英伟达比较早认证的核心材料供应商）、住友电工，还有一个Coherent，是主要的相关产业链企业。国内主要是：力量钻石，主要是扬州基地4月首批设备投产，9月确认产品录入了英伟达的HGX方；四方达，CVD放量、规模效应是主驱动，目前是小批量测试订单在手；国机精工，散热片和光学窗口有小批量订单；黄河旋风，8英寸产线2月投产，一期产品是两万片每年，产品已经通过了像华为、中兴国际的一些验证；沃尔德，也有12英寸多晶小批量的验证；中兵红箭，中南钻石功能型金刚石小批量供给了高校及院所，基本是这样一个情况。

我们做了一个整体技术路线和工艺的介绍。总结技术工艺和路线，目前有三条路线，分工比较明确。第一是金刚石铜，它有600至800（W/m·K）的散热能力，成本是纯CVD的10%至20%，是规模化场景的首选，目前已经落地了一些10万卡的机群。第二是多晶热沉片，散热能力能够达到800至2200瓦，是目前产业化的主力，国内已经达到300毫米的尺寸。第三是单晶金刚石，散热能力是最高的，约1000至2200瓦，大尺寸量产是瓶颈，但它是长期路线的一个比较好的选择，因为它的

散热能力相对来说能够比较匹配。国内8英寸的CVD热沉件、批量量产12英寸的衬底技术支撑，曙光数创这块也首次部署。再总结一下产能建设：四方达是新疆4.5亿的扩产，年产2.5万片8英寸级别，20亿定增也在逐步推进；国机精工是MPCVD27（台）；力量钻石是扬州基地4月的投产爬坡；沃尔德是12英寸多晶投入小批量验证，5.2亿的一个扩产；黄河旋风8英寸一期两万片，3年300台MPCVD、15万片每年的规划已经提上日程。国内CVD设备已经投入600台，规划的是10万片的年产能。整体来看，我们还是推荐关注相关的一些偏设备的这几个主要企业。最后做一个观点总结：第一，目前产业化的阶段正从趋势进入订单验证的逻辑，50万片招标到冷板的量产、台积电的订单，共同把这个板块从趋势转化为订单牵引。第二，选股层面建议优选业绩层面比较稳健、订单卡位优势比较明显的企业。第三，后续请关注招标中标的结果和交付的节奏，以及11月中旬上海产业大会的一些示范性产

业进展。谢谢大家。
各位投资者下午好，我是银河机械的王霞举，本周我来汇报一下我们机械团队11月金股怡合达的观点。怡合达各个主要下游特别是AI相关的领域，需求都非常景气，所以可以看到今年1至3季度的单季度业绩增速是在逐级抬升的。从当前需求情况看，明年预计依然可以保持较快的增长，明年的估值现在就是在20倍上下，也处于一个历史估值的低位，所以我们对怡合达进行重点推荐。怡合达是FA工厂自动化零部件一站式供应商，主要产品包括直线运动零件、传动零部件、驱动元件等等，零部件客户主要是自动化设备厂商和终端设备厂商，下游广泛应用于新能源锂电、3C、汽车、光伏以及军工、医疗、半导体等各个领域，公司业务增速与下游各领域的景气度紧密相关。从三季度报表表现看，需求向业绩的传导在持续，单三季度公司营收和利润增速都很超预期。2026年前三季度，公司实现营业收入29.7亿元，同比增长35.17%；实现规模净利润5.19亿元，同比增长24.37%。三季度单季收入端是11.16亿元，同比增长51.59%；规模净利润2.01亿元，同比增长48.02%，环比增长6.35%。从合同负债情况看，前三季度公司合同负债是4200万元，同比增长46.62%，也可以反映出一个订单的景气度。分板块看，前三季度占比最高的两大领域分别是锂电以及包括泛AI硬件在内的3C领域，收入增速最快的是半导体领域。前三季度锂电板块需求主要受益于海内外动力和储能扩产逐步落地，收入端同比增长42%，在收入中整体占比24%；3C和泛AI硬件收入同比增长25%，在收入中占比21%；汽车和半导体收入占比都在9%左右，半导体需求非常旺盛，前三季度收入同比增长102%，汽车同比持平；光伏板块前三季度收入同比增长68%，在收入中占比4%，主要是去年的低基数（价）以及一些海外订单的阶段性需求带来，我们觉得行业整体产能过剩的情况还是依然存在，包括近期出台了一些出口政策，对未来光伏领域需求的趋势变化还需要进行一定的观察；其他各个下游领域收入端合计同比增长36%，在收入中合计占比33%。盈利能力方面，前三季度公司综合毛利率是39.17%，同比略微下滑0.3个百分点；净利率是17.48%，同比下降1.52个百分点。盈利能力下滑主要还是由于一些费用端的影响，前三季度公司销售、管理、财务以及研发这四项费用率合计同比提高了1.26个百分点，主要是像员工薪酬以及推广费用，以及数字化建设投入、股权激励费用支付等方面因素所影响。

那我们怎么去看怡合达未来的成长性和市场空间呢？我们觉得主要是三个层面。首先，下游的需求，像AI产业链依然是一个高速发展的趋势，像液冷、光模块、AI服务器这些硬件的需求预计会继续保持旺盛的态势；半导体领域也是一样；锂电的话，明年看扩产的增速可能会放缓，应该还是会保持比较快的增长，再往后就是去看固态等新技术产业化落地的接续增长，所以未来几年锂电的需求应该还是会相对比较稳定。第二，公司作为零部件企业，需求最直接来自于自动化产线和自动化装备，随着我国制造业持续向高端化、智能化

转型升级，未来自动化的市场需求将会进一步提升，进一步带动对零部件的需求。第三，公司一站式服务平台能力升级，包括品类的拓展，客户和区域的覆盖率等各个方面的能力都在持续提升。除了基本盘FA业务，公司还有FB这些非标业务以及FX品牌核心件两大业务，从而打造了FA+FB+FX的一站式服务能力，在非标业务上这两年也是通过自动报价、自动编程、柔性产线这些方式去提高整体的效率和质量，我们觉得随着未来AI大模型的应用，也有望进一步加速公司非标业务的发展。随着公司平台化能力、供应链管理以及本地化服务等各方面能力的提升，公司整体在经营效率和品类以及客户的数量等量化指标上都在持续提升：今年前三季度公司订单处理量是159万单，同比增长20%；出货是603万次，同比增长25%；服务客户是4.63万家，同比增长6900家；上线的SKU达到373万个，较去年底增加了88万个。所以我们综合来看，一方面短期看下游行业对自动化零部件的市场需求和市场空间在快速增长，另一方面从中长期角度，公司服务能力、品牌竞争力以及市场份额在持续升级，我们非常看好怡合达未来的持续成长性。预计怡合达2026至2028年的规模净利润分别是6.68亿元、8.27亿元和9.93亿元，对应当前的PE分别是26倍、21倍和17倍，明年的估值也是处于一个历史的低位，所以还是建议各位投资者去重点关注。以上就是我们银河机械团队本周周观点的全部内容，也感谢各位投资者的聆听。

--- 商业航天2026年四季度展望20261102.pdf ---
总结
一、报告主题与三季度板块回顾
本报告回顾2026年第三季度商业航天产业的新变化，包括行情回顾与后续投资展望。
二级市场方面，9月中证商业航天指数录得-7.99%，跑输申万军工指数，表现较为震荡，这是上市公司基本面和事件催化共振的结果。一方面，商业航天上市公司中报业绩不及预期——据我们统计，板块上市公司上半年营业收入同比增速的中位数为-4.76%，未能延续之前的增长态势。另一方面，事件催化呈现前高后低：七八月份长征十二号和朱雀三号成功回收之后，9月份虽然也有一些持续发射，但不管是千帆星座组网还是智神星一号首飞，都属于预期之内，缺少新型号火箭的回收或复飞这类增量催化。海外市场方面，以SpaceX为代表的海外商业航天个股在第三季度也出现普跌，因此全球商业航天板块都出现了比较震荡的行情，并延续到了10月份。刚刚过去的10月，中证商业航天指数持续调整，三季报已经披露完毕，前三季度收入和规模净利润的同比增速中位数也出现回落。
尽管二级市场行情低迷，但一级市场融资持续火热：第三季度包括垣信卫星、长光卫星、蓝箭科技等都完成了10亿元规模以上的融资，其中垣信卫星完成了近70亿元增资，投后估值达到500亿。IPO方面，南京航天、中科宇航、微纳星空等也持续更新IPO审核状态。并购方面，第三季度盛阳科技、勘

查信息、勘查通信、创星科技、高明信息等也持续推进各自的并购事宜。我们认为，商业航天作为长周期、高壁垒、高附加值、大市场空间的行业，有望持续得到资金加码；随着监管政策逐步落地和耐心资本的持续支持，一级市场与二级市场的联动，也将助推更多优质企业通过资本市场实现价值传递和价值重估。

二、重要事件回顾

国内政策方面，上个月10月9日（国庆节后），中共中央和国务院印发了《关于发展新质生产力的意见》文件，围绕科技创新等五个方面部署了19项重要举措。其中再次强调要在确保安全前提下，推动低空经济、商业航天健康有序发展，并指出要持续强化企业科技创新主体地位，同时加大金融创新产品供给。我们认为，此次意见的发布体现了国家对商业航天的持续重视，商业航天进一步被正式纳入发展新质生产力的顶层政策框架，其战略地位将持续巩固，产业发展的确定性和政策支持力度也有望进一步加强。

国内航天发射方面，截至9月30日，今年以来我国航天发射次数达到70次，较去年同期的59次显著增长，其中民营火箭共完成16次发射，发射次数和成功次数已达到去年全年水平。

单季度看，7月至8月我国航天发射次数达到26次，其中民营火箭发射7次，包括快舟航天——即原科隆火箭，在完成股改、完成控制权变更之后，完成了更名之后的首次发射。同时，第四季度也是我国航天发射的密集期，因此我们判断今年整个航天发射次数有望再创历史新高。

火箭回收方面，第三季度最令人难忘的是长征十二号和朱雀三号先后完成一级回收。短短一个多月时间，7月10日长征十二号回收，8月19日朱雀三号一级回收，国家队和民营企业先后通过两条不同的回收路径实现了一级回收，标志着我国可回收火箭从单点技术验证迈向了多路线并行工程化应用的新阶段。我们认为，网系回收与着陆腿回收不是替代关系，而是差异化工程场景下的工程取舍：前者通过舰船协同减重增效，比较适配大运力的海上回收；而像朱雀三号这类着陆腿回收借鉴了猎鹰9号的方案，也更加适配高频次的商业发射。因此两种技术路线未来也有望同步出现在我国的航天发射活动中。

液体火箭方面，9月份智神星一号首飞成功，也使星河动力成为我国第四家具备液体运载火箭发射能力的商业航天企业。我们认为，智神星一号的首飞成功，有望填补我国商业火箭在5至7吨级液体运力上的缺口，整个民营液体火箭谱系也将进一步丰富。

星座组网方面，9月份民营火箭两大型号——朱雀二号改进型和引力一号，在24小时之内连续执行了千帆星座的发射。这也是我国民营商业航天企业首次承担低轨卫星互联网星座的组网发射任务，标志着我国民营商业航天正式从实验载荷的承揽方，迈向星座组网服务商的新阶段，整个国家队和民营火箭协同组网的格局也将加速落地。我们也可以期待未来国网星座、千帆星座的组网节奏有望进一步提速。截至9月30日，国网星座第三季度完成了四组低轨发射任务；千帆星座

截至9月30日也发射了140颗组网卫星，今年以来共完成148颗卫星。

三、海外产业动态

今年6月，美国卫星产业协会（SIA）发布了第九版卫星产业状况年度报告，详细披露了2025年全球太空经济及卫星产业的发展情况。数据显示，2025年全球太空经济产业总收入达到4290亿美元，其中全球卫星产业总收入约为3030亿美元。SIA把卫星产业划分为五个领域：卫星服务、地面设备制造、卫星制造、发射服务和卫星可持续活动。从2025年的分布看，主要仍是卫星服务和地面设备制造这两大块，而卫星制造和发射服务的收入规模和占比都比较小；可持续活动主要是卫星的债务管理，确实还处在比较早期的阶段，收入规模占比比较低。

结合近5年的历史数据可以看到：卫星服务这块收入呈现收缩态势，主要是由于消费级卫星通讯服务、卫星通讯业务继续收缩，这一块主要是传统的卫星电视、卫星广播；但地面设备制造这块收入规模呈现逐年递增，一方面是卫星持续发射带动了地面信关站、控制站等设施的需求，另一方面以星链终端为代表的卫星宽带终端设备持续增长，也逐步替代了一些传统卫星电视、卫星广播的需求。卫星制造和发射服务这两部分收入规模则呈现快速增长，主要是以中国和美国为代表的空间基础设施建设持续加速。在此背景下，商业发射次数以及卫星发射数量在过去5年也实现了显著增长。

星舰方面，9月份星舰开展了第14次试飞，首次将卫星送入轨道。整体来看，这是星舰从2023年4月首飞以来，真正首次进入到热运行轨道。在这次试飞中，也完成部署了26颗星链V3版卫星，未来星链将一次发射部署60颗V3版星链卫星，卫星的组网效率将大幅提升。同时据马斯克透露，这款卫星不仅要缓解带宽紧张，持续推动手机卫星业务，也将搭载激光通讯模块、具备可扩展的计算能力，也将是未来SpaceX公司人工智能算力卫星的雏形。我们认为，星舰十四飞还是具有一定意义，它标志着SpaceX星链降本、扩网、反哺研发的业务闭环开始运转。尽管本次发动机故障导致飞行时间缩短，同时也没有进行回收，但星舰15飞应该也将在11月份开始尝试试飞；后续如果能够实现飞船塔架捕获以及复飞，将推动整个星舰进入快速复用阶段，并对SpaceX估值形成实质性催化。

四、后续投资展望

我们认为近期还是会有一些积极的利好因素：南京航天、中科宇航入围了成飞研究所的某飞行器运载火箭发射服务，也就是说未来除了国网星座和千帆星座的火箭发射需求，还有望进一步拓展，整个市场空间的天花板也将持续抬升。另外，国信宇航近期也通过了港交所的上市聆讯，如果顺利挂牌，相信也会推动A股市场商业航天企业的IPO进程。同时，四季度是我国航天发射的密集期，火箭发射和卫星组网也都会持续提速。

从投资节奏看，短期卫星发射进度以及政策利好，将是驱动

行情向上的主要驱动力，板块交易热度也有望持续火热，但过程中难免会有波动，也希望大家保持耐心、给商业航天更多信心。中长期看，随着产业端可回收火箭技术的突破、卫星建设的加速，以及天地一体化应用落地、A股商业航天上市公司的扩容，市场行情也有望由估值驱动，转向估值与业绩共同驱动。

会议实录：
这是商业航天的报告路演。在这篇报告里，我们主要回顾2026年第三季度产业的新变化，包括行情回顾，以及后续的投资展望。下面汇报一下本篇报告的主要内容以及后续观点。
首先回顾一下近期板块情况。从二级市场来看，9月中证商业航天指数录得-7.99%，跑输申万军工指数，表现比较震荡。我们认为这也是上市公司基本面和事件催化共振的结果。一方面，从业绩来看，商业航天上市公司中报业绩不及预期，根据我们统计，板块上市公司上半年营业收入同比增速的中位数为-4.76%，未能延续之前的增长态势。另一方面，事件催化也呈现前高后低：七八月份长征十二号和朱雀三号成功回收之后，9月份虽然也有一些持续发射，但不管是千帆星座组网还是智神星一号首飞，都属于预期之内，缺少新型号火箭的回收或者复飞这类增量催化。另外看海外市场，我们也

看到以SpaceX为代表的海外商业航天个股在第三季度也出现了普跌。因此整体来看，全球商业航天板块都出现了比较震荡的行情，这样的行情也延续到了10月份。
刚刚过去的10月，我们也看了一下，中证商业航天指数也持续调整；同样三季报已经披露完毕，上市公司前三季度的收入和规模净利润同比增速的中位数也出现了回落。
尽管二级市场行情表现比较低迷，但一级市场融资还是持续火热。我们看到第三季度包括垣信卫星、长光卫星、蓝箭科技，都完成了10亿元规模以上的融资，其中垣信卫星完成了近70亿元的增资，投后估值也达到了500亿。IPO方面，包括南京航天、中科宇航、微纳星空也持续更新了IPO审核状态。
另外在并购方面，我们也看到第三季度包括盛阳科技、勘查信息、勘查通信、创星科技、高明信息也都持续推进各自的并购事宜。我们认为，商业航天作为长周期、高壁垒、高附加值、大市场空间的行业，也将有望持续得到资金的加码。
随着监管政策的逐步落地和耐心资本的持续支持，一级市场与二级市场的联动，也将助推更多的优质企业通过资本市场实现价值传递和价值重估。
接下来回顾过去几个月一些比较重要的事件。
首先看国内。上个月10月9日，也就是国庆节后，中共中央和国务院印发了《关于发展新质生产力的意见》文件，围绕科技创新等五个方面部署了19项重要举措。其中，这个意见再次强调要在确保安全前提下，推动低空经济、商业航天健康

有序发展。意见还指出，要持续强化企业的科技创新主体地位，同时加大金融创新产品供给。我们认为，此次意见的发布也体现了国家对于商业航天的持续重视，商业航天进一步

被正式纳入发展新质生产力的顶层政策框架，它的战略地位将持续巩固，产业发展的确定性和政策支持力度也有望进一步加强。

同时，我们也统计了第三季度国内航天发展情况。我们看到，截止9月30日，今年以来我国航天发射次数达到70次，较去年同期的59次是显著增长，其中民营火箭一共完成了16次发射，发射次数和成功次数已经达到了去年全年的水平。单季度看，7月到8月我国航天发射次数达到26次，其中民营火箭发射次数达到7次，包括像快舟航天——这是之前的科隆火箭，原名叫科隆火箭，也是在完成股改、完成控制权变更之后，完成了更名之后的首次发射。同时我们也知道，第四季度也是我国航天发射的密集期，因此我们判断今年整个航天发射次数也有望再创历史新高。

说到火箭发射，其实第三季度最让人难忘的还是长征十二号和朱雀三号先后完成了一级回收。短短一个多月的时间，我们看到7月10号长征十二号的回收，之后是8月19号朱雀三号一级的回收。一个多月的时间，国家队和民营企业先后通过两条不同的回收路径，去实现了一级回收，也标志着我国可回收火箭从单点技术验证，迈向了多路线并行工程化应用的新阶段。我们认为，网系回收与着陆腿回收不是替代关系，而是差异化工程场景下的工程取舍：前者通过舰船协同减重增效，比较适配大运力的海上回收；而像朱雀三号这一类着陆腿回收的，是借鉴了猎鹰9号的方案，也更加适配高频次的商业发射。因此两种技术路线，未来也有望同步出现在我国的航天发射活动中。

另外在9月份，我们也看到智神星一号的首飞成功，也使星河动力这家企业成为我国第四家具备液体运载火箭发射能力的商业航天企业。我们认为，智神星一号的首飞成功，也有望填补我国商业火箭在5至7吨级的液体运力缺口，整个民营液体火箭谱系也将进一步丰富。

同时在星座发射方面，我们也看到在9月份，民营火箭两大型号，一个是朱雀二号改进型，一个是引力一号，在24小时之内连续执行了千帆星座的发射。这也是我国民营商业航天企业首次承担低轨卫星互联网星座的组网发射任务，也标志着我国民营商业航天正式从实验载荷的承揽方，迈向星座组网服务商的新阶段，整个国家队和民营火箭协同组网的格局也将加速落地。我们也可以期待未来国网星座、千帆星座的组网节奏也有望进一步提速。另外截止到9月30号，我们看到国网星座已经持续发射，第三季度完成了四组低轨发射任务；千帆星座截止到9月30号也发射了140颗组网卫星，今年以来应该是完成了148颗卫星。

同时海外这一块我们也看到一些新的变化。今年6月份，美国卫星产业协会（SIA）发布了第九版卫星产业状况年度报告，详细披露了2025年全球太空经济及卫星产业的发展情况。数据显示，2025年全球太空经济产业总收入达到了4290亿美元，其中全球卫星产业的总收入约为3030亿美元。SIA把卫星产业划分为五个领域，包括卫星服务、地面设备制造、卫星

制造、发射服务和卫星可持续活动，2025年整个分布情况如上图。从图可以看到，主要的还是卫星服务和地面设备制造这两大块；像卫星制造和发射服务这样的，整个收入规模和占比都比较小。另外，像可持续活动主要是卫星的债务管理这一块，确实还处在比较早期的阶段，收入规模占比比较低。

另外我们结合近5年的历史数据可以看到，像卫星服务这块收入是呈现收缩的态势，主要是由于消费级的卫星通讯服务、卫星通讯业务继续收缩，这一块主要是传统的卫星电视、卫星广播。但是我们看到，地面设备制造这一块的收入规模呈现逐年递增的情况：一方面是卫星的持续发射，带动了地面信关站、控制站等设施的需求；另一方面是以星链终端为代表的卫星宽带终端设备持续增长，这也是逐步替代了一些传统卫星电视、卫星广播的需求。另外，卫星制造和发射服务这两部分的收入规模，都是呈现快速增长，主要是以中国和美国为代表的空间基础设施建设持续加速。在此背景下，商业发射次数以及卫星发射数量，在过去5年里也实现了显著增长。

我们看到，9月份的时候星舰也是开展了第14次试飞，首次将卫星送入轨道。整体来看，这是星舰从2023年4月首飞以来，真正首次进入到热运行轨道。在这次试飞中，也是将26颗星链V3版卫星部署完成。未来星链将一次发射部署60颗V3版星链卫星，卫星的组网效率将大幅提升。同时据马斯克透露，这款卫星不仅要缓解带宽的紧张，持续推动手机卫星业务，

也将搭载激光通讯模块，具备可扩展的计算能力，也将是未来SpaceX公司人工智能算力卫星的雏形。我们认为星舰十四飞还是具有一定意义，它标志着SpaceX星链降本、扩网、反哺研发的业务闭环开始运转。尽管本次发动机的故障导致飞行时间进一步缩短，同时也没有进行回收，但星舰15飞应该也将在11月份开始尝试试飞；后续如果说能够实现飞船塔架捕获以及复飞，将推动整个星舰进入快速复用阶段，并对SpaceX估值必将形成实质性的催化。

最后，还是展望一下后续整个商业航天板块的投资机会。我们认为，近期还是会有一些积极的利好因素，包括最近看到的南京航天、中科宇航入围了成飞研究所的某飞行器运载火箭发射服务，也就是说未来除了国网星座和千帆星座的火箭发射需求，还有望进一步去拓展，整个市场空间的天花板也将持续抬升。另外，国信宇航近期也通过了港交所的上市聆讯，如果国信宇航顺利挂牌，相信也会推动A股市场商业航天企业的IPO进程。包括四季度是我们国家航天发射的密集期，火箭的发射和卫星的组网也都会持续提速。因此从投资节奏上来看，我们认为短期还是卫星的发射进度以及政策的利好，将是驱动整个行情向上的主要驱动力，板块的交易热度也有望持续火热。但在这个过程中，难免还是会有一些波动，也希望大家能够保持耐心，给商业航天更多的信心。中长期看，随着产业端可回收火箭技术的突破、卫星建设的加速，以及天地一体化应用落地，包括A股商业航天上市公司的扩容，市场的行情也有望由估值驱动，转向估值与业绩共同

驱动。

以上就是本次路演的全部内容，感谢各位。

--- 大摩闭门会-中美政治周期与市场20261102.pdf ---
总结
1、会议背景与核心关切现在是11月初，上周我和Laura以及很多分析师团队在北京出差，拜访的很多主要机构以及我自己参与的一些学术研讨，大家普遍深刻担忧，像现在全球AI的热潮是否开始冷却，以及中国经济的通缩现象为何还没有破局。再加上对接下来两个月地缘政治周期、中美政治时间表以及利率走势的担忧，导致投资者觉得从今年下半年以来全球资产配置特别困难。本周我们重点关注正在召开的中期选举、美债收益率一直在5%左右高位折腾的过程中对美股、美国经济以及对中国经济的影响。大家也注意到最近官方对股市极其重视，这也是上周路演过程中遇到的最多的话题。
2、中期选举的三种情形与三个核心意义先讲中期选举，因为明后天就开始了。目前市场预测民主党小赢的概率至少90%以上，大赢的概率也有接近2/3，小赢就是夺回众议院，大赢就是横扫参众两院。我们认为这种2/3的概率在市场反映出来好像有点偏激，但至少它会小赢，小赢之后众议院易主，造成的结果就叫分裂的国会，这是最基准的情形。大家可以重点关注美国几个选区，像北卡的第三选区、佛州的第七选区，这些都是先行指标，只要民主党拿下、翻蓝了，就明确会实现大赢横扫；基本上到了明天晚上美东时间7点半之后，早期投票站一关，大家就可以关注。这次中期选举有三个比较核心的意义：第一，关税以及地缘政治的博弈归白宫管，不归国会管，所以不管国会怎么变天，像中美关系对华的关税、对华的科技出口管制以及中东美伊战争地缘政治的政策，这些属于行政权范畴。甚至如果形成分裂的国会，白宫在很多国内财政立法等问题上束手束脚之后，反而更有可能频繁地挥舞对外的地缘政治博弈、关税、出口管制这些不需要动用预算的手段。第二，这次中期选举带来的最直接的市场痛点是，是不是有更多的美国地方政府、州对AI的数据中心进行抵制。根据我们的调研，美国普通老百姓对电费涨价极其不满，好多州最近对AI的数据中心采取放缓审批甚至暂停，特别是几个关键州像德州、俄亥俄州、宾州等，阻力都在加大。一旦中期选举结束之后，大概1到3个月之间，地方对数据中心的政策会明朗化，这是对AI硬件板块大家还是高度关注的潜在风险。第三，从市场本身来讲，关键是这个AI融资的钱从哪里来，确实会面临一定的吸血以及零和博弈的效应。全球AI资本开支从2025年的接近5000亿美元接近翻倍，到今年的接近9000亿美元，明年加起来可能会飙升到1.5万亿美元，差不多等于整个美国国防的预算。为了凑这笔钱，很多全球固收团队测算，单个美国云巨头潜在的发债规模会超过2000亿美元，所以现在美国投资级别的企业债收益率基本上行探到了6%，而且这些投资级别的大云巨头的债，会跟美国政府每年接近两万多亿美元的财政赤字正面抢夺流动性。在这个过程中，叠加最近中东危机悬而未决、高油

价，美联储也不得不加息，对一些高杠杆、低评级、弱资质的企业已经产生了严重的融资支出。这有点像2005年，表面上大厂肯定说融资利率上行没问题、投资回报算得过来，但其实在水下那些比较脆弱的环节裂缝已经出现，甚至哪怕在AI本身，这些边缘的Neocloud，它们的融资成本已经明显开始挤压融资能力，这是我们继续观察到的。

3、美联储政策与黄金的对冲功能在北京大部分主流机构关心的是，既然已经看到这些潜在裂缝，美联储还会雪上加霜不断大幅升息吗？我们觉得美联储主席KevinWarsh采取的是一种从容式、不紧不慢的加息方法，不会采取激进的加息方法，主要目的是把去年不该降的那些利息先收回来。所以我们一直觉得大概他还会加息，但比如说明年3月份完成一次加息之后会停手。这是一个很重要的判断，因为目前美国经济并没有出现就业过热的局面。我们过去两个月通过调研发现，美国基本处于一个不再增加雇人、但也不大幅裁员的一个紧平衡状态，所以目前没有一个就业过热引发要大幅加息的紧迫性，公司的增速是放缓了，广谱经济没有大规模的过热，这给了Warsh至少有很多理由采取一种从容加息的政策校准。规模上我们并不觉得它会继续采取大幅超过市场预期的加息，但尽管如此，高杠杆、低评级的企业已经开始被挤出了。在这个过程中，很多投资人都会问对黄金的看法，因为大家都想选择一些地方躲过最近股市巨额的调整。但实际上我们的跨资产团队有个观点：黄金不是应对股市下跌的避险资产。如果黄金要对冲，它对冲的也是对美债供给泛滥、潜在的滞胀风险，但它不太能规避股票市场的大跌。实际上过去20年我们通过分析数据发现，只要美股暴跌的时候，黄金是跟着跌的。但当美国国债遭遇惨烈抛售，尤其是最近5年以来，经常有担心美国财政赤字过高、一直不能做到过紧日子、将来美元信用有问题，这个时候黄金往往出现较强的抗跌性。也就是说，黄金对冲的不是股市的风险，而是美国财政赤字失控、美债供给泛滥的潜在风险。所以如果投资人不太看好美国企业的盈利、不太看好美国股市，那黄金也不一定是一个很好的对冲，它们是共同关联的、可能同跌的；但

如果觉得美国股市和企业盈利问题不大、问题主要出在美国国债信用上，那黄金确实会提供一定的多样化配置的对冲手段。

4、国内经济：K型分化与治本之策回到国内，已经有很好的信号显示，不管是国家队的一些政策去稳定信心，还是要召开一些监管座谈，试图进一步通过一些工具稳定股市。最近《经济学人》杂志提出了一个疑虑，就是如果中国一直在赢得未来产业革命的竞争，为什么金融市场最近反而显得相对疲软、资本市场信心不足。这个背景也不奇怪，因为从经济上我们一直提的K型分化，K往上的一撇是比较窄的。尽管伴随全球AI和能源转型的东风，我们的AI硬件出口不错、新能源出口不错，但这些出口都是资本密集型，对就业、对公司的外溢效应不如以前；再加上房地产市场依然在磨底，所以国内的就业、企业盈利、消费体感依然相对偏疲软。另外一

块其实还是哪怕中国比较强的出口部门、先进制造业部门，过去5到10年的特点是地方政府争相相互模仿、重复建设，很多同质产能，加上自上到下考核的体系还是偏爱产值规模而不是资本回报率、居民福祉或服务业的发达情况。所以结局就是由于这种重视供给端的政策，我们承担了大量巨额的资本开支和折旧费用，却由于无序扩张、重复建设把价格战打到极致，把中国的技术红利做成了送给全球消费者的廉价补贴。这种只赚吆喝不赚钱的局面会不会一直持续下去，是要回答《经济学人》杂志的这个问题。我相信如果仅仅是在股票市场上通过一些资金流、国家队的引导或者一些回购工具，它有作用，但还是没有治本。怎么样治标又治本？我们在上个月发布的中国工业革命蓝皮书中提到，如果不希望长

期陷入这种内卷通缩效应，第一，不能再盲目扩产了，资本开支要转向存量的改造和高毛利的环节，比如工业5.0，我们预测这些资本开支大头不是圈地盖新厂、扩充现有产能，而是给存量工厂做智能化改造，做工业软件和物理AI，以及AI芯片方面的改造，所以这块的投入产出比跟以往不一样。但更重要的一个前提是政策端要改变政策框架。如果要实现28、29年渐进走出现在的低物价循环，反内卷不能停在纸面上，除了严控地方的招商补贴、规范一些供应链的欠款情况，更核心的是投资于人。这也是在北京参与的各种学术研讨时提到的，比如现在中央财政今年收入其实还行、同比增速不错，但支出进度落后，什么原因呢？说穿了是我们的财税体系是支出跟着项目走，如果没找到项目、没找到符合十五五规划里的高质量基建项目，钱就用不出去。那是不是要打破这种思维定势，让资金跟着人走、投资于人？比如十一黄金周前后已经有所破冰的给房贷按揭进行贴息，但规模比较小，这是不是等于还是没有打破资金可以不跟着项目而跟着人走的思维定势？能不能进一步扩大明年对老百姓按揭贴息的规模，扩展到存量房贷也贴？包括现在出现的地方政府一些执行主体在财税征管、社保征款上有一些顺周期共振的收紧，能不能实施新老划断，通过中央财政来充实灵活就业群体的社保底线，而不是让大家多交五险一金？这些其实都是要宏观财政不是跟着项目走，而是跟着人走，这可能需要一段时间。如果实现的话，过剩产能逐步出清，大家的消费信心和楼市信心回稳，可能到28、29年逐步实现温和的再度通胀，也带动我们之前预测的工业企业利润率的修复。在此之前，短期我们也看到了之前说的会不会有924的分析的3个亿（条件），除了就业和社会反馈、除了出口的表现，核心

一点还包含了股票市场。最近决策层还是比较重视继续稳定资本市场的信心的，包括今天要召开的一些座谈会等等，也提出了是不是能够通过进一步鼓励大家使用一些政策融资工具，以及通过股东回购显著改变市场情绪。

5、AI是否泡沫化：历史经验与三层框架理解AI是否出现泡沫化这个问题，还是应该先回到历史，回顾一下历史上出现的重大科技浪潮有什么样的共性。其实早在今年4月份，我们的美国经济团队就已经非常全面地总结了过去5次重大的科技

浪潮，包括最初的工业革命、铁路、电气化以及互联网等。这些技术革命有一些非常明确的共同特征：首先它伴随着初期的大规模资本开支以及融资的扩张；其次这些基础设施的建设通常领先于技术更广泛的利用以及生产率最终的兑现；最后初始的投资浪潮往往会伴随一定程度的资产价格泡沫以及周期性的调整。但这些局部性的调整不妨碍这些技术最终成为改变整个经济的新技术革命，互联网就是一个非常好的例子。美国劳动生产率在上世纪90年代之后明显加快，但互联网大类的资产价格的确在某些阶段出现了泡沫化迹象并最终破灭，那些看起来投资过度的像光纤网络、数据中心等的投资者可能遭受了一定损失，但这些基础设施却成为后来数字经济发展的基础，也可能成为当前AI能够更快扩散的底层基础。所以说，技术革命是否真实发生，和不同阶段不同板块的投资者能否获得回报，是两个不同的问题。

回到AI，毫无疑问这一轮投资也跟历次产业革命有类似的特征。根据我们美国经济团队9月份的估计，2025年以来广义AI相关带动的投资已经为美国实际GDP贡献了年化约0.6个百分点的增速，这是一个非常可观的贡献率。但目前主要还是来自算力中心、数据中心等基础设施建设，而AI在全社会广泛应用对美国经济的贡献还处在比较初级的阶段。从总量来看，AI投资占整个GDP的比重已经达到3.5左右，确实已经高出过往产业革命的峰值。要回答AI投资有没有泡沫化，还是要看三个层次的框架。第一层是AI的硬件供应商，投资这些供应商是不是会产生可观的回报。对于算力企业或者说算力产业链来说，根据我们全球科技团队的观点，目前的需求增长和盈利改善已经非常明显，他们也认可AI会带来结构性的需求、甚至是一个超级周期；但最新的观点也强调，虽然是一个超级周期，也并不意味着周期性完全消失。所以AI是新的科技浪潮，但这一浪潮是否代表这些科技硬件企业长期的盈利中枢和资本回报率能得到比较明确的提升，还有一些辩论。第二层是购买算力的企业能否获得足够的回报，这里主要可能还是指一些超大规模厂商。我们的互联网团队在两个月前建立了AI基础设施回报的模型，他们估计比如GPU算力的租赁模式还是能够提供30%左右的ROIC，当然这些预测非常依赖未来算力价格、利用率、设备折旧这些基础假设，同时在需求端也存在一些不确定性，包括未来是不是能发现新的、与AgenticAI同等量级的、具有可持续收付费能力的需求爆发。但在一些基础情形下，对于超大规模厂商特别是头部厂商，还是有比较强的ROIC。第三层也是我们宏观经济学家最关心的，就是AI对于整个社会的回报率。社会回报当然不等同于科技企业赚取的利润，根据我们美国经济团队的观察，对于AI暴露更高的行业，它们的生产力已经改善得非常明确了，所以虽然整个技术扩散还在初期，也的确看到了一些比较积极的迹象，更广泛的长期收益还是需要时间去慢慢印证。历史上包括铁路、互联网等产业革命的经验都提醒市场：虽然一项技术可能为整个社会创造巨大价值，但各个阶段不同的投资者可能还是会获得不同的回报。我们全球科技

团队、互联网团队的基础基准观点还是比较看好AI长期带来的生产率效应，也假设AI扩散的速度约为互联网时代的两倍左右，在这个基准情形下可能不至于引发大规模的失业。我们觉得一些AI相关的结构性增长还是比较明确的，而对于不同硬件环节的周期性和估值会更selective一些。所以总结来看，我们还是认为AI是一个比较真实和深刻的技术革命，但的确有可能伴随着局部的投资过度和资产价格的调整，不过它对于长期增长率来说还是比较明确的一个产业革命。

6、中国宏观：三季度GDP与再通胀辨析回到中国宏观，过去一个月最重要的边际变化就是看到了三季度GDP超过市场预期，因此降低了政策进一步大幅加码的紧迫性。接下来要观察整个经济或政策，还是要看当前K型经济上肢臂出口非常强、产业非常强，它是不是会带来收入的改善，以及这些行业收入的改善能渐进扩散到居民部门以及消费和企业利润。首先出口还是增长的重要支撑，当然内部的分化也比较可观。在全球AI和能源资本开支的带动之下，资本品出口的价格已经大幅回升；但和消费相关、特别是和内需相关的一些行业，比如服务、服装、家具，它们的消费品出口价格仍然受到内需不足和定价偏弱的约束。所以总体来看，在外需层面，受到全球资本开支支持的行业价格表现很好，但除此之外，国内偏紧的宏观环境特别是家庭部门持续去杠杆，还是给内需造成了一定冲击，同时作为硬币的另一面，这些相关行业的出口价格并没有全面回暖。我们也看到一些表观通胀指标的确上行得非常显著，包括10月份的PPI，根据PMI相关的价格指数，我们预测可能会升至5.5左右，这是一个非常高的PPI同比。但看底层的驱动因素，可能主要还是来自能源价格以及部分芯片涨价，并不能因此判断国内需求已经出现明显改善。包括三季度整个GDP里的平减指数、其服务业的平减指数同比也是从二季度的1.2降到了0.7。这些边际数据印证了我们二季度以来的观点：我们看到了上游价格的改善以及部分下游价格的改善，但这不是一个全面的再通胀。面临国内需求比较弱的一些企业或行业，可能还是会继续承受利润率的压力。

7、中国宏观：财政、货币与四季度展望政策层面，我们看到10月份以来政府债和政策性银行的债务发行加快了，并且8000亿的新型政策性融资工具已经完成投放。后续还是得观察这些资金到位之后，是不是有一些相关的配套贷款以及项目实际执行速度的加快。当然9月份的官方数据已经显示出基建投资的同比降幅开始收窄，说明政策开始体现了一些作用，但10月份整体的建筑业PMI还是低于50，显示了政策传导可能还是在一个初期。货币政策层面最重要的一个变化就是央行的政策利率换锚正式落地，从7天逆回购利率转向隔夜逆回购。我们的理解是，这是一个长期的货币政策框架改革的落地，而在这个改革的同时，也在边际上带来一定的货币宽松。今年以来央行已经逐步在收窄利率走廊的宽度，并且慢慢引入了隔夜逆回购的常态化操作，这一次是进一步将隔夜利率确定为政策利率。这到底是不是一个变相的降息？我们觉得还是得扣除期限溢价的影响。市场隐含的7天利率和隔夜

利率的期限溢价可能在6到9个基点左右，因此这次政策利率

从1.4换到1.25，在边际上是有一些非常温和的宽松效果的。展望未来几个月，我们对四季度GDP同比增速的跟踪估计还是在4.5到4.6之间，这也是假设了基建的宽松会进一步传导到实务的工作量，这也意味着全年的增长目标是基本上可以得到保障的。政策更可能是继续延续当前拖而不举、定向地去托底以及加快落地。往前看，我们还是得观察资金能否持续转化为项目开工，以及当前我们看到的一些初始迹象，包括出口增长面的拓宽是否能够持续。如果出口能从之前资本密集型的行业拓宽到一些劳动密集型的企业，那么整体出口对就业、对工资的带动会进一步体现出来。

8、亚洲宏观：三大风险对亚洲的影响我们最新的亚洲宏观观点讨论了投资者最关心的三个问题：第一是与AI相关的资本开支走势，第二是较高利率下亚洲经济体与央行将如何应对，第三是油价上涨的情况。简单给个结论，目前来看这三个因素对亚洲经济增长的影响应该是温和而不是严重的；但如果这三个风险同时出现、而且持续时间较长，增长面临的下行风险将会明显增加。第一，亚洲的投资周期或者说资本支出超级周期有一个非常重要的一点，其实跟美国恰恰相反：虽然AI也是一个推动力，但AI并不是完全最主要的推动力。市场担心的当然是如果融资成本持续上升，AI基础设施投资的回报率是不是会下降，进而导致企业减少投资，这个担忧非常合理，尤其是对于半导体或科技出口占比较高的经济体，可能受到的影响会比较大。但从亚洲整体来看，资本开支的来源比AI更加多元化，目前亚洲的资本支出也受到能源、防疫、工业升级以及供应链产业安全等因素支持。根据我们估计，如果把AI本体的投资加入能源或半导体，总的来讲也只占大概20%的比例，就是从2025年到2030年亚洲资本支出增量里，这些行业占的比例大概20%。所以即使AI相关投资有所放缓，也不意味着亚洲的资本支出就会结束，AI是一个非常重要的增长动力，但也不是唯一的增长动力。从亚洲经济体来看，比较受影响的可能就是韩国跟台湾这些经济体，对这个风险会更敏感一点，接下来日本、中国跟马来西亚这些经济体也会有一定程度的exposure。第二，在较高利率的情况下，我们也是认为亚洲目前具备一定的能力能够承受较高的利率。现在亚洲经济体的外部环境依然走得比较强，今年以来亚洲整体的出口增长比率大概是25%左右，明显高于2022年还有2023年的平均水平。强劲的出口带来了更高的经常账户顺差，经常账户可以简易理解为一个经济体外国贸易收入的来源，截止到2025年第二季度，亚洲经常账户顺差占GDP的比例还高达4.2左右，处于2008年之后的新高。与此同时，我们看到亚洲企业的债务占GDP的比重整体来讲仍然低于疫情前的水平，这点非常重要，因为它意味着亚洲企业在进入当前这个高利率环境的情况下，也并没有像过去一些周期一样负担着过高的债务。因此，面对较好的出口增长、投资动力以及健康的企业资产负债表，这些因素表示亚洲经济体还是能够抵消较高利率的影响。当然不同经济体之间情况不

太一样，如果高利率的情况一直持续下去，我们认为印度、印度尼西亚还有菲律宾对这些高利率的影响可能会稍微比较敏感一点。第三，讲到油价上涨的情况，油价上涨到现在为止依然还是处于一个非常可管理的风险。亚洲之所以能够承受油价上涨，主要有几个原因：第一，亚洲出口的价格，尤其是科技产品的出口价格也有所上涨，这部分改善了亚洲的贸易条件（termsoftrade），能够帮助亚洲经济体抵消一部分进口原油的成本。第二，亚洲仍然拥有比较充足的炼油能力（refiningcapacity），如果我们看中国、印度、日本、韩国跟泰国这些经济体，它们都有足够的炼油能力能满足本国相当一部分的需求，这五个经济体占了亚洲的比例大概83%左右，所以整体来讲亚洲也不需要太过大量地去从国际市场进口那些高成本的成品油。而且现在有一个关键情况，就是由于贸易条件的改善，很多亚洲政府也采取了非常多的措施，已经限制了国内汽油和柴油价格上涨的速度。当然这不可能无限持续，如果油价处于每桶120美元左右、持续的时间大概3到6个月，那政府方面也必须让国内原油价格明显上升，这样通胀压力就会增加，央行也可能会采取更紧缩的政策。

9、亚洲宏观：三大风险同时出现的条件回到刚才的原点，这三个风险对各个亚洲经济增长的影响将会是非常温和的；但如果这三个风险同时出现，那肯定会带来一个比较大的下行压力。有什么条件呢？第一，油价持续高位，高于每桶120美元左右，导致国内成品油价格上升；第二，由于油价上涨，如果通胀高过央行所谓的目标或者舒适度，可能就会迫使央行比目前预期的加息来得更快；第三，如果因为融资、电力供应或者监管限制，2027年AI开支周期低于2026年。如果这三个因素同时出现，将会给亚洲经济增长带来比较明显的下行压力。

10、国家队入场与A股政策信号我们在上周跟大家沟通时就已经讲到，从10月上旬已经看到了非常明确的信号，就是国家队已经旗帜鲜明、非常高调地对市场开始了干预。上周的时候也跟大家讲到了时间点和它沟通信号的一个警示效应是非常有意思的：国家队在年中其实一直对市场都有各种各样的参与，但它是不是以一种非常高调的方式、以明确的信号来对市场沟通，显示目前我们已经入场、希望市场可以稳定。这样的一个信号和接下来市场在多长时间内可以真正去到一个底部、然后进入一个可持续的反弹，历史上我们看到有一些相关性，这个时间点往往是在这样的信号发出之后的1到2个月之内，我们可以看到一个绝对触底反弹的过程。我们从10月份的第一周结束之后、也就是黄金周结束之后，可以看到这个信号越来越强烈。刚过去的这个周末，为什么大家对今天的市场开盘以及盘中的市场行情非常感兴趣，一点就是在刚刚过去的周末，市场已经收到了明确的消息：根据多家媒体的报道，今天不仅仅是证监会，而且还有央行，去积极主动地参与和机构、保险公司以及各方的可以调动的力量，去研讨一个进一步把资本市场稳定下来的座谈会和研讨

会。在这样的背景下，我们觉得整体的这个事件和行动的发展方向和力度的逐步升级，应该说和我们上周跟大家沟通时观测到的一个非常强烈的信号是非常一致的。
11、对比924行情：8000亿资金池大家经常会想，今年和924行情、就是2024年9月底那一波行情有什么相似处和不同之处。如果说回望2024年9月份，当时也是由央行和证监会打响整体的一个一揽子稳定市场、稳定信心的头炮，当时应该说是一个前无古人、没有先例的信号，就是央行联合证监会发出了一个信号——我们的资金支持是无上限的。当时有两个政策推出：一个是一个300billion、也就是3000亿的股票回购计划，专门针对上市公司，上市公司可以在这样的计划

里以一个明显低于市场价格、市场利息率的价格从这个资金池里借到资金，用于自家股票的回购；另外还有一个5000亿的再贷款项目，这个再贷款项目可以被许可的机构投资人和包括像险资公司这样的机构用来进行纯粹意义上的股票购买。这两个项目给予的借贷利率都明显低于市场利率，并且有相对比较优惠的还款期。在这样一个前提下，我们想审视一下，在今天座谈会的信息还没有完全出炉的前提下，目前市场上已经ready、蓄势待发、完全可以被利用的资金到底有多少。当年的3000亿和5000亿的资金池，目前仍然在有效地延续中。这两个项目已经在2025年5月份被合并成一个项目，总体的规模是300billion加500billion，一共是8000亿人民币。它的再贷款利息率由当初在2024年9月份推出时的1.75个百分点，已经降到了1.5个百分点，所以这个借贷的利率比当年救市的时候还是更加优惠的。在这个基础上，银行或者说借方可以在这个利率之上有自己一定的（加点），可以把它姑且定在大概2个百分点，也就是说想用这个资金池来进行股票购买或者股票回购的公司和机构，锁定在一个最高不超过两个百分点的借贷利率里面。另外这个贷款的还款年限也由之前相对比较短的一年期，现在已经延期到了三年，所以整体条款都是一个更加优惠的状况。那么这么巨大的8000亿资金池，到现在为止被用了多少？我们看到的截止到10月中旬，一共有1113个申请，结合了上市公司和刚才讲的各种机构背景的资金。所有这些申请结合在一起，目前申请的资金额度是233个billion、也就是2300多亿人民币。刚才说了整体额度是8000亿人民币，所以申请的额度是2300多亿人民币。申请的额度一旦批准之后，也是分期分批去进场。所以目前可以相信，总体8000亿的额度差不多至少还有5500亿目

前市场还没有真正动用，相当于总体额度的70%，所以这个比例以及可以动用的资金量还是相当之高的。
12、股息率视角与沪深300上行空间当年924之后我们也发了报告，就是什么样的公司会去更积极主动地用这样一笔钱去进行自己公司的股票回购，以及市场在这样一个资金支持下所隐含的可能的上升空间是多少。当年我们是怎么计算的？在924的时候我们做了这样的测算：我们想看一下当时市场大盘指数它的股息率（dividendyield）大概是多少，用这个股息率来和借贷利率进行比较，我们认为市场总体参与者以

及国家队和它的伙伴们参与的积极程度，至少可以达到把这个股息率推到和借贷利率差不多相持的水平，我们觉得这从经济学角度、从利润和整体投资收益偏好的角度来讲是比较makesense的。那么目前的借贷利率最高不超过2个百分点，目前沪深300指数整体的股息率是在2.2个百分点。所以如果做一个比较简单的计算，2.2个百分点versus两个百分点的借贷成本，至少应该有10个百分点左右的沪深300指数进一步上扬的空间。另外一点，之前讲到国家队高调进场之后，时间点是一到两个月的时间。如果我们从10月第一周之后来看，大概率是在未来的、比方说在12月月中之前，也许我们会真正hit到一个市场（低点），比方说开始有一些信心不足的人士可能会sellontherally，或者有一些其他的外部不稳定因素，这些我们都要结合起来考虑，所以整体这个过程不是一蹴而就的，大家对接下来市场的高波动性还是要有一个心理准备。

13、28只受益个股与市场关注点什么样的公司、哪一些个股会更有意愿用这样的钱对自己公司进行股票回购？我们觉得它目前的股息率远远高出刚才讲的2个百分点的借贷成本。我们对摩根士丹利覆盖的所有A股上市公司做了一个梳理，分析框架定在：第一，希望这些公司是沪深300指数的成员股；第二，这些公司的基本面非常优秀，是我们大摩的个股分析师给到超配评级的；第三，希望它目前的股息率显著高于2个百分点的借贷成本，所以我们把这个标准定在了2.2个百分点。在这样的前提下，我们目前总结出来一共有28只股票，在全球总体股市环境相对还不是很稳定的角度下，我们觉得这28只股票更有可能在近期得到比如通过国家队和刚才讲的一些再贷款项目的资金流动支持，接下来在这样的市场环境里比较稳定、相对跑赢大盘的可能性会更高。我们也刚刚发布了这个报告，欢迎翻阅，这里面对28只股票有一个详细的梳理。

接下来几周的市场走势，有哪一些市场信号需要特别关注？

当然等今天报道的这些会议开完之后，我们想看一下，除了刚才讲的8000亿额度之外，有没有什么其他更新的行为或者其他优惠的流动性支持可以给到市场，这样会有助于进一步增强市场信心。另外我们还是要提示，在2024年的924，当时市场信心之所以得到非常大规模的提振，即使在经济状况并不良好、甚至当时在人工智能方面很多技术上被卡脖子、对中国整体创新和研发能力还处在一定程度问号的时候，市场信心为什么可以得到充分扭转，就是当时央行和证监会对资金支持的上限做出了一个无上限的许诺。这种史无前例的承诺方式确实起到了提振信心的作用。所以我们也希望从这个

和市场沟通的方式以及一些具体措辞的表达上，看一下这个承诺的力度和总体的坚定程度是不是有一些不同或者相似的地方。

第二点，我们确实要关注，过去很长一段时间已经强调的，就是本轮A股市场的巨幅调整，不仅仅是因为A股市场自身的一系列问题，其中有很大一部分也和全球市场尤其是美股人

工智能的交易有一个强烈的共振效果。所以我们一定要强调，如果美股、尤其是人工智能和超级资本开支周期的交易持续保持震荡和大幅下调的状况，A股市场很难独善其身。这也是为什么我们强调，在当下这个时间点去选股、进一步增加投资，我们更多关注的是目前市场上这些高股息率的公司，而不是单纯从长期趋势的角度就死磕人工智能这一个赛道。所以要高度关注美股市场，包括我们美股策略分析师、我的同行Michael Wilson也充分强调了其中几点：高油价导致的对通胀的预期，以及由此导致的美联储接下来的整体政策走势，还有整个市场对人工智能周期的资本开支是否低于预期、是否显著有放缓迹象，这几件事情都还是接下来需要一点点呈现更高清晰度的。而且中期选举在美国历史上一直是和高市场波动性相关联的。好消息就是明天开始、11月3号，美国正式进入中期选举，我们也希望结果可以尽快出来，因为我们看历史，在历史上1950年之后的18次中期选举之后的6到12个月，美股走势相对都是比较强劲的。所以希望美股相关的这一系列波动性，接下来能够在比方说年底之前有一个更好的被市场消化和吸收的概率，这也是刚才讲的，如果从10月初开始算，给A股一到两个月的时间去开始进一步进入一个稳定触底反弹的周期，从时间点上我们觉得也是相对吻合的。

最后一点强调，我们看沪深300指数的估值，一般来讲历史上所谓的相对历史大底是在10到11倍的市盈率区间，上周我们已经讲过了。经过上周的调整，目前沪深300指数交易在11.6倍，距离这个10到11倍的上限11倍其实差不多还有5个百分点的下降空间。当然如果我们一定要去到10倍的话，确实还有10个百分点以上的下调空间。所以如果出于种种原因很不幸地真的hit到、甚至击穿了我们刚才讲的10倍市盈率的历史大底，我们会觉得这也会是一个比较好的买入的机会。

14、医药行业：中美摩擦与三条投资主线医药行业今年以来表现一般，跟去年比是一个平的水平，唯一就是CXO这个板块有不错的表现，今年以来有百分之五六十的增长，但最近又回来一点点。因为每年都是的，到了年底，各种中美摩擦都集中在年底发生，其中最主要的就是生物安全法（BIOSECURE），这是国防授权法案（defensebill）的一部分。国防授权法案通常是在12月份会批，然后大概圣诞节的时候总统会签字。风险比去年低，为什么？因为这个名单其中一个要求是你必须在五角大楼的军事名单上面才会进那个（名单），另外你要跟人的基因相关、你的工作是跟基因相关的，有两个条件。所以目前我们看到唯一一个就是药明康德之前被五角大楼放到名单上面，但最近也被推翻了。所以今年的风险是非常低的。但尽管这样，投资者还是想先避险，所以最近也大幅takeprofit，CXO也有一点回来一点点。

医药行业我想highlight几个驱动因素。我觉得最大的一个因素就是中国是一个在API或者原料药制造方面全球领先的国家，这也牵涉到目前一些大的创新药慢慢逐渐外包给中国公

司去生产，尤其是一些小分子跟多肽的减肥药，都是外包给中国公司去做的。目前这个势头还是非常强劲的，我们看到像一些头部的药明系的，还有康龙、凯莱英这些在沿海地区不断在投、增加投产，投的大部分都是小分子跟多肽这些药，外包比例也在上升。所以这是一条线，大家可以从小分子寻找一些外包的企业来投，刚才说的几个也可以关注药明康德、A股的凯莱英跟康龙几个公司。第二个driver就是AI制药。我觉得中国这些公司还是跟美国那些走势差不多的，中国的角色是什么呢？AI会在电脑里设计很多不同的分子去试验，但最后一步还是要找一个CRO帮它去表达这些抗体或者蛋白质，然后在实验室里去做一些验证，这个步骤是高通量的，所以必须要把成本降到最低，做完一轮以后几千个蛋白还需要下一轮去优化这些蛋白，那么实验还有验证都是在中国这边，而且中国的成本是全球最低的。我们也发了一篇关于金斯瑞的报告，目前它的目标是从今年的4000条蛋白一天的通量，到27年底要放10倍的通量。它目前有100多个AIDD的客户，大部分是一些bigpharma还有一些biotech公司，但下一波他会接更多的平台、AInative的这些客户，它大幅提高通量也是为了这些客户。我们在新闻上也可以看到一些大的AI平台公司设了很远大的目标，说要征服制药板块的一些难题，所以未来它们对wet lab的需求是非常大的，大家可以关注这一条线。AI制药目前标的有机智瑞（金斯瑞）、药明生物两个公司可以关注。

15、今日会议总结以上是今天宏观策略团队的主要观点。确实10月份是处在宏观不确定性多重叠加的比较困难的时期，包括美联储政策利率走势、中东油价变化、AI的辩论等等，包括刚才Robin总提到的中期选举，这些不确定性可能会部分在本月随着中期选举的完结之后有所缓解。但整体而言，根据我们路演回来的反馈，大家对于之后的市场还是抱有一定的谨慎心态，包括在中国宏观层面对政策是否能够及时进一步加码，特别是宏观政策层面，大家的信心还是略显不足。当然，刚才Robin总提到资本市场的一些监管者对于市场可能出现了超跌、需要进一步托底和企稳的这样一个信号，政策的信号是非常明确的，所以整个A股以及港股市场是不是能够超跌反弹，我们这边也给出了比较明确的观点。

会议实录：
各位投资者朋友大家上午好，欢迎来到一周一度的大摩宏观策略谈，我是邢志强（Robin）。现在是11月初，也是秋意浓的时候，上个礼拜我和Laura以及我们很多分析师团队在北京出差，也感受到了这个秋意浓，因为我们拜访的很多主要机构，包括我自己参与的一些学术研讨，大家好像都深刻地担忧，像现在全球的AI热潮是否开始冷却了，以及中国经济的通缩现象为何还没有破局。再加上对接下来两个月的地缘政治周期、中美政治时间表以及利率走势的担忧，投资者觉得从今年下半年以来全球资产配置特别困难。接下来我们就想关注这个礼拜召开的中期选举，以及美债收益率一直在5%左

右高位折腾的过程中，对美股、美国经济的影响有多大，而

对中国经济呢，大家也注意到最近官方对股市极其重视，这也是上周我们路演过程中遇到的最多的话题。所以今天也会带来重头戏，包括如果这两天有些座谈会关于动用一些股东回购的工具、鼓励使用到底，对于稳定情绪有多大立竿见影的作用。

总体来讲，我想跟特里斯特拉、我们的经济学家蔡志鹏、亚洲经济学家Derek，还有我们医药行业的分析师Lawrence，今天会分析这些中美政治时间表带来的市场影响，全球前段股市调整到底是否触底回升了，AI投资热潮会不会冷却，以及到底在这个季候风吹来的时候，资金应该躲在哪里？像美国好像医药行业最近比较有防御性，中国会如何？那像以往一样，我先来抛砖引玉。

先讲中期选举，因为差不多明后天就开始了。目前市场预测民主党小赢的概率至少90%以上，大赢的概率也有接近2/3，小赢就是说夺回众议院，大赢呢，就是横扫参众两院，这个概率市场认为也有接近2/3。我们认为这种2/3的概率在市场反映出来好像有点偏激了，但至少它会小赢，小赢之后就有一个院、向众议院易主了，它造成的一个结果就叫分裂的国会，这是一个最基准的情形。当然大家如果跟得特别紧的话，因为大赢与小赢之间对美国的一些政策，包括对AI的监管、对消费者的一些福利政策、对美国财政政策的收缩与否、是否会继续遇到财政悬崖，这些有不同的启示。所以我们也跟踪了，想大家可以重点关注美国几个选区，像北卡的第三选区、佛州的第七选区，这些都是先行指标，只要民主党拿下、翻蓝了，就明确会实现大赢横扫。这几个先行指标基本上到了明天晚上美东时间7点半之后，就早期的投票站一关，大家就可以关注了。

但是回归到市场和经济的影响，这次中期选举有三个比较核心的意义。第一，其实关税以及地缘政治的博弈，这些归白宫管，不归国会管，所以不管国会怎么变天，像一些中美关系对华的关税、对华的科技出口管制以及中东美伊战争地缘政治的政策，这些属于行政权的范畴。甚至大家可以想到，如果形成了一个分裂的国会，那白宫在很多国内的财政立法等问题上束手束脚之后，反而更有可能频繁地挥舞对外的这些地缘政治博弈、关税、出口管制，这些不需要动用预算、不受太多前置的行政方面的大棒。这是一个我们关注的点。

第二，其实这次中期选举带来的最直接的市场痛点，那就是是不是有更多的美国的地方政府、这些州对AI的数据中心进行抵制？因为确实根据我们的调研，美国的普通老百姓对电费的涨价极其不满，好多州最近对AI的数据中心采取了放缓审批甚至暂停，特别是几个关键州，像德州、俄亥俄州、宾州等，阻力都在加大。所以一旦中期选举结束之后，大概在1到3个月之间，地方对于数据中心的政策会明朗化，这是对AI硬件板块大家还是高度关注的潜在风险。第三，从市场本身来讲，关键是这个AI融资的钱从哪里来，确实会面临一定的吸血以及零和博弈的效应。因为毕竟全球AI的资本开支从去年、2025年的接近5000亿美元，接近翻倍，到今年的接近9000亿美元，明年加起来可能会飙升到1.5万亿美元，差不多

等于整个美国国防的预算了。而为了凑这笔钱，很多我们的全球固收团队测算，像单个的美国云巨头，它潜在的发债规模会超过2000亿美元。所以现在美国投资级别的企业债，它的收益率基本上行探到了6%，而且这些投资级别的大的云巨头的债，会跟美国政府每年接近两万多亿美元的财政赤字，去正面地抢夺这些流动性。

所以我想在这个过程中，叠加最近中东危机悬而未决、高油价，美联储也不得不加息，那么这对一些高杠杆、低评级、弱资质的企业已经产生了严重的融资支出。这个就是上一期我们重点讲到的，现在有点像2005年：表面上大厂肯定说它这些融资利率的上行没问题，它的投资回报算得过来，但其实在水下那些比较脆弱的环节裂缝已经出现了，甚至哪怕是在AI本身，我们说到的这些边缘的、所谓的Neocloud，它们的融资成本已经明显开始挤压它的融资能力了，所以这是我们继续观察到的。

所以在北京，大部分主流机构关心的就是，既然已经看到了这些潜在的裂缝，美联储还会雪上加霜、不断地大幅升息吗？我们觉得美联储主席KevinWarsh，他采取的是一种从容式、不紧不慢的加息方法，他不会采取激进的加息方法，他的主要目的是把去年不该降的那些利息先收回来。所以我们一直觉得大概他还会加息，但比如说明年3月份完成一次加息之后会停手。这是一个很重要的判断，因为目前美国经济并没有出现一个就业过热的局面。我们过去两个月通过调研也发现，美国基本上、我们自己的高频数据显示，它是处于一个不再增加雇人、但也不大幅裁员的一个紧平衡状态。所以目前没有一个就业过热引发要大幅加息的紧迫性，实际上公司的增速是放缓了，广谱经济没有大规模的过热，所以给了Warsh至少有很多的理由去采取一种从容式的加息政策校准。这个规模上呢，我们并不觉得它会继续采取大幅超过市场预期的加息，但尽管如此，高杠杆、低评级的企业已经开始被挤出了。

在这个过程中，其实我们在北京路演也好、在一些其他场合参会也罢，很多投资人都会问对黄金的看法，因为大家都想选择一些地方躲过最近股市巨额的调整。但实际上，我们的跨资产团队有个观点：黄金不是应对股市下跌的避险资产。如果黄金要对冲，它对冲的也是对美债的供给泛滥、潜在的滞胀风险，但它不太能规避股票市场的大跌。实际上过去20年我们通过分析数据发现，只要美股暴跌的时候，黄金是跟着跌的。但是当美国国债遭遇惨烈的抛售，尤其是最近5年以来，经常有担心美国的财政赤字过高了、一直不能做到过紧日子、将来它的美元信用有问题，这个时候黄金往往出现了较强的抗跌性。也就是说，黄金对冲的不是股市的风险，而是美国财政赤字的失控、美债供给泛滥的潜在风险。所以如果对很多投资人，我们碰到他不太看好美国企业的盈利、不太看好美国的股市，那黄金也不一定是一个很好的对冲，它们是共同关联的、可能同跌的。但如果是觉得美国的股市和企业盈利问题不大、问题主要就出在美国的国债信用上，那

黄金确实会提供一定的多样化配置的对冲手段，这是我们的一个判断。
那最终再回到国内，我想上周在北京出差的时候以及我参加学术研讨的时候，已经有很多信号显示，不管是Laura已经分析到的国家队的一些政策去稳定信心，还是要召开一些监管的座谈，试图进一步通过一些工具稳定股市信心。其实也是最近一本杂志《经济学人》提出了一个疑虑，就是如果中国一直在赢得未来产业革命的竞争，为什么金融市场最近反而显得相对疲软、资本市场的信心不足？我想这个背景也不奇怪，因为从经济上我们一直提的K型分化，K往上面一撇是比较窄的。尽管伴随着全球AI和能源转型的东风，我们的AI硬件出口不错、新能源的出口不错，但这些出口都是资本密集型，对就业、对公司的外溢效应不如以前，所以再加上房地产市场依然在磨底，所以国内的就业、企业盈利、消费体感依然相对偏疲软。这是一个大的背景。那另外一块呢，其实还是哪怕是中国比较强的出口部门、先进制造业部门，过去5到10年的特点是地方政府争相相互模仿，你这边有个锂电厂，我隔壁的县也得有，重复建设，所以很多同质产能以及自上到下考核的体系，还是偏爱产值规模，而不是资本回报率、不是居民的福祉、或者是服务业的发达情况。所以结局就是由于这种重视供给端的政策，我们其实承担了大量的巨额的资本开支和折旧的费用，但是却由于无序的扩张、重复的建设，把价格战打到极致，把中国的技术红利做成了送给全球消费者的廉价补贴。那这种只赚吆喝不赚钱的局面会不会一直持续下去，是要回答《经济学人》杂志的这个问题。我相信如果仅仅是在股票市场上本身通过一些资金流、国家队的引导，或者一些回购工具，它有作用，但还是没有治本。怎么样治标又治本呢？我们在上个月发布的中国工业革命的蓝皮书中提到，如果不希望长期陷入这种内卷通缩效应，那第一，要不能盲目地扩产了，资本开支要转向存量的改造和高毛利的环节，比如说工业5.0，我们预测的这些资本开支大头，它不是圈地盖新厂、扩充现有的产能，而是给存量工厂做智能化的改造，做工业软件和物理AI，以及AI芯片方面的改造，所以这块的投入产出比跟以往不一样。但其实更重要的一个前提是政策端要改变政策框架。如果要实现28、29年渐进的走出现在的低物价循环，那肯定反内卷不能停在纸面上，除了严控地方的招商补贴、规范一些供应链的欠款情况，更核心的是投资于人。那也是在北京我们参与的各种学术研讨的时候提到的，比如说现在中央财政今年收入其实还行，同比增速不错，但是支出进度落后，是什么原因呢？说穿了是我们的财税体系是支出跟着项目走，如果没找到项目、没找到符合十五五规划里面的这些高质量的基建项目，那钱用不出去。那是不是要打破这种思维定势，让资金跟着人走、投资于人？比如说十一黄金周前后已经有所破冰的给我们的房贷按揭进行贴息，但它的规模比较小，这是不是等于还是没有打破资金可以不跟着项目而跟着人走的这种思维定势呢？来进一步扩大明年对老百姓的按揭贴息的规

模，扩展到可以存量的房贷也贴。包括现在出现的地方政府一些执行主体在财税的征管、社保的征款上有一些顺周期的共振的收紧，能不能实施新老划断，通过中央财政来充实灵活就业群体的社保底线，而不是让大家多交五险一金？这些其实都是要宏观财政不是跟着项目走，而是跟着人走，那这可能需要一段时间。如果实现的话，过剩产能逐步出清，那么大家的消费信心和楼市信心回稳，可能到28、29年逐步实现温和的再度通胀，也带动我们之前预测的工业企业的利润率的修复。在此之前，在这些前提实现之前，短期我们也看到了之前我们说会不会有924分析的3个亿（条件），除了就业和社会反馈、除了出口的表现，核心一点还包含了股票市场。那最近，很显然是决策层还是比较重视继续稳定资本市场的信心的，所以包括今天要召开的一些座谈会等等，也提出了是不是能够通过进一步鼓励大家使用一些政策融资工具，以及通过股东回购显著地改变市场情绪。

我想这些呢，Laura后面肯定会详细地讲到，但是在具体讲资本市场的政策之前，就像刚才分析到的，要治标又治本，还从经济基本面做起来。所以接下来我们还是先让我们的经济学家蔡志鹏博士讲一讲，最近有一些财政加速的政策托底有没有用，以及最近的一些出差的过程中，大家投资者最关心的AI降温的辩论，我们的看法如何。把时间交给志鹏。

好的，非常感谢Robin总。就像Robin总刚才提到的，我们最近两周也是紧锣密鼓地在各个地方进行路演。其实投资者们总的反馈，特别是关注点可能还是在AI，特别是看到了最近科技股的一些调整，让市场重新开始讨论AI的投资是否过热、现在是否出现了一些泡沫化的特征。这个也就是所谓的宏观即AI、AI即宏观，这样一个新的范式之下，可能即使我们作为宏观经济学家去路演，大家也不可避免地非常集中地在这些问题上进行讨论。那我们还是认为，要理解所谓的AI是否出现泡沫化这个问题，还是应该先回到历史，回顾一下历史上出现的重大的一些科技浪潮，这些浪潮中有什么样的共性。其实早在今年的4月份，我们的美国经济团队就已经非常全面地总结了过去5次重大的科技浪潮，包括最初的工业革命、铁路、电气化以及互联网等。那这些技术革命还是有一些非常明确的共同特征的：首先它伴随着初期的大规模资本开支以及融资的扩张；其次，这些基础设施的建设通常领先于技术的更广泛的利用以及生产率的一些最终的兑现；最后，初始的一些投资浪潮，其实往往会伴随着一定程度的资产价格的泡沫以及周期性的调整。但是这些局部性的调整，不妨碍这些技术最终成为改变整个经济的一个所谓的新技术革命，那互联网就是一个非常好的例子。我美国的劳动生产率其实在上世纪的90年代之后是明显地加快的，但是互联网大类的一些资产价格，的确在某一些阶段出现了泡沫化的一些迹象，而且最终破裂、破灭了。那些当年看起来有些投资过度的，比如说光纤网络或者数据中心等等，那些投资者可能是出现了一定的损失，但是这些基础设施却成为后来所谓的数字经济发展的基础，可能也成为当前AI能够扩散得更快

的所谓的底层的基础。所以说，技术革命是否真实地发生，和不同阶段不同板块的投资者能否获得一些回报，是一个两个不同的问题。

回到AI，毫无疑问，AI这一轮的投资也是跟历年历次的产业革命有类似的特征。根据我们美国经济团队在9月份的一些估计，其实在2025年以来，广义AI相关带动的投资，已经为美国的实际GDP贡献了年化约0.6个百分点的增速，这是一个非常可观的贡献率。但当然目前主要还是来自于算力中心、数据中心等基础设施的建设，而对于AI在全社会的广泛应用、对于美国经济的贡献，相对来说还是处在一个初级的阶段。那从总量来看，AI的投资占整个GDP的比重已经达到了3.5左右，的确已经高出了过往产业革命的峰值。那要回答AI的投资有没有泡沫化，其实还是要看所谓的三个层次的框架。

第一个层次就是AI的硬件供应商，他们投资这些供应商是不是会产生可观的回报。那对于算力企业或者说算力的产业链来说，根据我们全球的科技团队的观点，目前的需求增长和盈利改善已经是非常明显，他们也认可AI会带来结构性的需求，甚至是一个超级的周期。但是最新的观点也是强调，虽然说是一个超级周期，但也并不意味着周期性的完全消失。所以AI是新的科技浪潮，但是这个科技浪潮是否代表着这些科技硬件企业的长期的盈利中枢和资本回报率能否得到一个比较明确的提升，还是有一些的辩论。这是第一个层次。第二个层次就是购买算力的企业能否获得足够的回报，那这里主要可能还是指一些超大规模厂商。那我们的互联网团队也是在两个月前建立了所谓的AI基础设施的回报模型，他们还是估计，比如说GPU算力的租赁模式还是能够提供30%左右的ROIC，那当然这些预测或估算非常依赖未来的一些算力价格、利用率，包括设备的折旧这些基础假设，同时在需求端也是存在一些不确定性，包括未来是不是能够发现新的一些跟AgenticAI同等量级的、具有可持续收付费能力的一些需求的爆发，还是有一定的不确定性。但是在一些基础情形下，对于超大规模厂商来讲，特别是头部的这些厂商，还是有比较强的ROIC的。

那最后一个层次就是也是我们宏观经济学家最关心的，就是AI对于整个社会的一个回报率。那当然社会回报当然不等同于科技企业赚取的利润。那根据我们美国经济团队的一些观察，其实对于AI的暴露更高的行业，它们其实生产力已经改善得非常明确了，所以虽然整个技术的扩散还在初期，但是也的确看到了一些比较积极的一些迹象，当然更广泛的一个长期的收益还是需要时间去慢慢地印证的。那其实历史上包括铁路、包括互联网等等这些产业革命的一些历史经验，其实都提醒市场：虽然说一项技术可能为整个社会去创造巨大的价值，但是各个阶段不同的投资者可能还是会获得不同的一些回报。那我们全球的科技团队、一些互联网团队，他们的基础的一些基准的观点，还是比较看好AI长期带来的生产率的一些效应，他们也假设可能AI的扩散的速度约为互联网时代的两倍左右。那么在这个基准情形之下，可能不至于会

引发大规模的失业。我们觉得可能一些AI相关的结构性增长还是比较明确的，而对于不同硬件的一些环节的周期性和估值会更selective一些。所以总结来看，我们还是认为AI是一个比较真实和深刻的技术革命，但是的确有可能伴随着所谓的局部的一些投资过度和资产价格的调整，但是它还是一个对于长期增长率来说比较明确的一个产业革命。

那这是在我们的路演中，其实和投资者交流得比较多的关于AI的一些话题。那回到中国宏观，其实过去一个月最根本的、或者说最重要的一个边际变化，就是看到了三季度GDP超过市场的预期，因此降低了政策进一步大幅加码的紧迫性。所以接下来要观察整个经济或者是政策，还是要看当前所谓的K型经济的上肢臂出口非常强、产业非常强，它是不是会带来收入的改善，以及这些行业的收入的改善能够渐进地去扩散到居民部门以及消费和企业利润。首先我们看到出口还是一个增长的重要的支撑，当然内部的分化也是比较可观。在全球的AI和能源资本开支的带动之下，我们看到资本品的出口的价格已经大幅地回升了；但是和消费相关的，特别是和内需相关的一些行业，比如说服务、服装、家具，它们的消费品的一些出口价格仍然是受到了内需不足和定价偏弱的这些约束。所以总的来看，在外需层面，我们看到了受到全球的一些资本开支支持的行业，它的价格表现很好，但是除此之外，我们还是看到了国内整个偏紧的一个宏观的环境，特别是家庭部门持续地去杠杆，还是给内需造成了一定的冲击。同时，作为一个硬币的另一面，这些相关行业的一些出口价格并没有全面地回暖。

那我们也看到了，所谓的表观的一些通胀的指标的确是上行得非常显著，包括10月份的PPI，根据PMI的一些相关的价格指数，我们的预测是可能会升至5.5左右，这是一个非常高的PPI的同比。但是我们看底层的驱动因素，可能还是主要来自于能源价格以及部分的一些芯片涨价，并不能因此判断国内的需求已经出现了明显的改善。包括我们看到三季度其实整个GDP里面的平减指数、其服务业的平减指数同比也是从二季度的1.2降到了0.7。因此，这些边际上的一些数据，其实是印证了我们二季度以来一直的观点，就是我们看到了上游价格的改善以及部分的下游价格的改善，但是这不是一个全面的再通胀。面临国内需求比较弱的一些企业或者行业，可能还是会继续承受这个利润率的一些压力。

那第三层的一个边际变化可能是政策层面，我们看到了10月份以来政府债和政策性银行的一些债务的发行是加快了，并且8000亿的所谓的新型政策性融资工具已经完成了投放。在后续，我们还是得观察这些资金到位了之后，是不是有一些相关的配套的贷款，以及项目实际执行的速度的加快。那当然我们看到9月份的官方的数据已经显示出基建投资的同比降幅开始收窄，说明政策开始体现了一些作用，但是10月份整体的建筑业的PMI，我们看到了还是低于50，显示了整个政策的传导可能还是在一个初期。那货币政策层面，最重要的一个变化就是央行的政策利率的换锚可以说是正式地落地了，

从7天的逆回购的利率转向隔夜的逆回购。那我们的理解是，这是一个长期的货币政策框架改革的落地，而在这个改革的同时，也在边际上带来一定的货币的一些宽松。那今年以来，其实央行已经逐步地在收窄利率走廊的一个宽度，并且慢慢地引入了所谓的隔夜逆回购的一个常态化的操作，这一次是进一步地将隔夜利率确定为政策利率了。那这到底是不是一个变相的降息？那我们觉得还是得扣除所谓的期限溢价的一些影响。那在图中我们可以看到，其实市场隐含的一些7天的利率和隔夜利率的一个期限溢价，可能在6到9个基点左右。因此这次的政策利率从1.4换到1.25，在边际上是有一些非常温和的一个宽松的效果。那展望未来几个月呢，我们对于四季度的GDP，它同比增速的一个跟踪估计还是在4.5到4.6之间。这也是假设了整个基建的一些宽松会进一步地传导到实务的工作量，那这也意味着全年的增长目标是基本上可以得到一定的保障。那政策更可能是继续延续着当前的一个拖而不举、定向地去托底，以及加快地落地。那往前看，我们还是得观察是不是资金能够持续地转化为项目的开工，以及当前我们看到的一些初始的一些迹象，包括出口的一个增长的面的拓宽是否能够持续。这个其实也是所谓的从出口从之前的一个资本密集型的行业，如果能拓宽到一些劳动密集型的一些企业，那么可能整体的一个出口对于就业、对于工资的这个带动会进一步地去体现出来。那这个就是我的一个分享。

接下来我们把时间交给我们的亚洲经济学家Derek，给我们大家讲解一下，在目前大家对于全球AI的一个投资周期的一个辩论之下，我们的亚洲资本开支超级周期的这样一个house view，目前面临了一些什么样的pushback，以及对于美联储的一个加息周期之下，对于我们亚太地区主要的经济体，它的货币政策有什么样的影响？我把时间交给Derek。

好的，谢谢志鹏。各位大家早上好，我今天想要跟大家分享的就是我们最新的那个亚洲的宏观的观点。在这份报告里，其实我们都讨论了目前投资者最关注、比较关心的三个问题：第一就是能够与AI相关的资本开支的走势，然后第二就是较高的利率下，亚洲的经济体跟央行将会如何去应对，然后第三就是油价上涨的情况。那先给大家一个简单的结论吧，那据我们的观点，目前来看的话，这三个因素其实对亚洲的经济增长的影响应该是温和而不是严重的。但是，如果这三个风险同时出现的话，而且持续时间较长的话，增长面临的下行的风险将会明显地增加。**

那从三个角度来讲的话，第一个就是提到亚洲的、刚才志鹏所提到的亚洲的投资的周期、或者是我们那个资本支出的超级周期，有一个非常重要的一点：其实我们跟美国在亚洲的投资的一个超级周期跟美国其实是恰恰相反的。虽然讲AI也是一个推动力，可是AI并不是完全最主要的一个推动力。那现在市场担心的当然是如果融资成本方面一直持续地上升，这个AI的基础设施的投资回报率是不是会下降，而进而导致企业减少投资。那这个担忧当然是非常合理了，尤其是对于亚洲方面的话，其实对于我们的半导体或者是科技出口占比

较高的经济体的话，可能受到的影响会比较大。可是从亚洲整体来看的话，其实资本开支的来源比AI更加的多元化。目前亚洲的资本支出也受到能源、防疫、工业升级或者是以及供应链产业安全等等的因素来支持着的。那根据我们的估计，我们如果把AI本体的投资，而且加入了能源或者是半导体的话，它们总的来讲也只占了大概20%的比例，就是从2025年到2030年，亚洲资本支出的增量的开支的话，这些行业占的比例大概20%。所以虽然AI相关的投资有所放缓，也不意味着亚洲的资本支出就会结束。AI是一个非常重要的增长的动力，但也不是唯一的一个增长的动力。那从亚洲的经济体来看的话，当然，如果会比较受到影响的话，可能就是韩国跟台湾这些经济体，然而这一个风险对于这些经济体就会稍微的比较敏感一点。然后接下来的话，就是日本、中国跟马来西亚这些经济体的话，也是会有一定的程度的exposure。那第二个讨论点呢，就是亚洲目前存在一个比较高利率的情况下，我们也是认为亚洲目前具备着一定的能力能够承受这个较高的利率。怎么说呢？现在亚洲经济体的外部的环境依然还是走得比较强，今年以来的话，如果你看亚洲整体的出口增长的比率，大概就是25%左右，这明显地高于2022年还有2023年的平均水平。然后这强劲的出口呢，也带来了更高的经常账户的顺差。那经常账户可以简易理解为，一个经济体外国贸易收入的来源，那结余就是2025年的第二季度的话，亚洲的经常账户的顺差，其实就是还高过于4.2%的GDP一个比例左右，也是处于一个来自于2008年之后的一个新高。那与此同时呢，我们看到是亚洲企业的债务占GDP的比重，整体来讲还是仍然低于疫情前的一个水平，这点非常非常重要，因为它意味着亚洲的企业当它在进入当前的高利率的情境下，也并没有像过去以往的一些周期一样，负担着过高的一个债务。那因此，面对较好的一个出口的增长、投资的动力，然后以及健康的企业资产负债表的话，这些因素就表示着亚洲的经济体还是依然能够以抵消较高的利率的那些影响。那当然，可想而知的，不同的经济体之间情况大概就是不太一样。如果这个高利率的情况一直持续下去的话，我们认为印度、印度尼西亚还有菲律宾，就是会对于这些高利率的影响的话，可能就稍微的比较敏感一点。

那第三的话就讲到油价上涨的情况，油价上涨呢，到现在为止依然还是处于一个非常可管理的风险。那为什么会这样子呢？亚洲之所以能够承受这油价上涨，主要是有几个原因。第一个就是亚洲出口的价格，尤其是科技产品的出口价格也有所上涨，这一部分就是改善了亚洲的贸易条件（termsof trade），然后这个就能够帮助亚洲经济体抵消了一部分进口原油的成本。第二的话，其实亚洲仍然还是拥有比较充足的炼油的能力（refiningcapacity）。那如果我们看到中国、印度、日本、韩国跟泰国这些经济体的话，它们都有足够的refiningcapacity能够满足本国相当一部分的需求，这五个经济体就占了亚洲的比例大概83%左右，所以整体来讲，其实亚洲也不需要太过大量地去从国际市场进口那些高成本的成

品油。然后其实现在这个关键的一个情况，其实因为这个termsoftrade的一个improvement，其实有很多亚洲的政府也采取了非常多的措施，就已经限制了国内汽油和柴油价格上涨的速度。当然，这个不可能无限制了，如果我们觉得如果油价处于在每一桶120块美元左右的话，那这样接下来的

话，持续的这个时间大概有3到6个月的情况，那政府方面的话也是必须让国内的那个原油价格明显的一个上升。这样一来的话，通胀的压力就会增加，央行也可能就是会要采取更紧缩的那个政策。
所以就回到刚才我之前所提出来的那个原点，其实这三个风险的话，如果对于各个风险对于亚洲经济的一个增长的话，它的这个影响将会是非常温和的。但是，如果这三个风险同时出现的话，那肯定就会带来一个稍微大的一个下行压力的一个情况。那有什么条件呢？我们就觉得：第一点，油价持续高位的话要高于每桶120美元左右，然后导致国内成品油价格上升。第二的情况的话，就是因为这个油价上涨的情况，如果通胀高过于央行所谓的目标或者是舒适度的话，它可能就会迫使央行比目前我们预期的加息来得更快。然后第三的话，如果就是因为融资还是电力供应，还是监管的那些限制的话，如果2027年AI开支周期的话，如果开支低于2026年的话，如果这三个因素同时出现的话，将会对于亚洲的经济增长带来一个比较明显的下行压力。所以刚才跟大家分享的就是我们最新的一个对于亚洲经济体的一个观点，我们现在把时间交回给志鹏吧。
谢谢Derek非常全面的介绍。接下来我们把时间交给Laura，也是我们今天的可能是一场重头戏，因为大家非常关心最近的所谓A股以及港股的比较明确的下跌之后是否有超跌反弹的空间，包括政策层面是不是它的干预程度会进一步的加码去给市场有一个更明确的托底。那这个是大家非常关心的话题，那现在我们就把时间交给Laura。

谢谢志鹏。其实我们在上周跟大家沟通的时候就已经讲到了，我们从10月上旬已经看到了非常明确的信号，就是国家队已经旗帜鲜明、非常高调地对市场开始了干预。当时我上周的时候也跟大家讲到了，就是时间点和它沟通的这种信号的一个警示效应是非常非常有意思的。因为国家队在年中其实一直对市场都有各种各样的参与，但是它是不是以一种非常高调的方式和对市场沟通、以明确的信号来显示：目前我们已经入场在这样的一个位置，我们希望市场可以稳定。我们觉得这样的一个信号和接下来市场在多长时间内可以真正地去到一个底部、然后接下来进入一个可持续的反弹，历史上我们看到有一些相关性，然后这个时间点往往是在这样的信号发出之后的1到2个月之内，我们可以看到一个绝对触底反弹的一个过程。那我们刚才讲到了，我们是从10月份的第一周结束之后、也就是黄金周结束之后，可以看到这个信号的越来越强烈。那刚过去的这个周末呢，也就是为什么大家对今天的市场开盘以及盘中的市场行情非常感兴趣的一点，就是在刚刚过去的周末，市场已经收到了明确的消息，就是

根据多家媒体的报道，今天不仅仅是我们的证监会，而且还有我们的央行，去积极主动地参与和机构，然后和保险公司以及和各方的这样的可以调动的力量，去研讨一个进一步把资本市场去做一个稳定效果的这样的一些座谈会和研讨会。那我们在这样的一个背景下，我们觉得整体的这个事件和行动的发展方向和这个力度的逐步升级，应该说和我们上周跟大家沟通的一样，我们观测到的一个非常强烈的信号是非常一致的。那我们想说一下，大家经常会想，今年和924行情、就是2024年9月底的那一波的行情有什么相似处和不同之处。那这里面我们就要讲到，如果我们在2024年回望9月份，

当时也是由央行和证监会打响我们当时整体的一个一揽子的稳定市场、稳定信心的一个头炮，但当时应该说是一个前无古人的、没有先例的信号是什么呢？就是央行联合证监会发出了一个信号，就是我们的资金支持是无上限的。当时是有两个政策推出：一个是一个300billion、人民币300个billion、也就是3000亿的这样的一个股票回购计划，这个是专门针对上市公司，上市公司可以在这样的计划里边以一个明显低于市场价格、市场利息率的价格，可以从这个资金池里借到资金，把它用于自己自家的股票一个回购；然后另外还有一个5000亿的一个再贷款项目，这个再贷款项目是可以被许可的机构投资人和包括像险资公司这样去用它来进行一个非常纯粹意义上的股票的购买。那这两个项目呢，它所给予的一个借贷的利率都明显低于市场利率，然后它有一个相对比较优惠的还款期。那在这样的一个前提下，我们想审视一下，就是在今天座谈会的这个信息仍然还没有完全出炉的前提下，目前市场上已经ready、已经蓄势待发、完全可以被利用的资金到底有多少。那当年的3000亿和5000亿的这样的一个资金池，目前仍然在有效地延续中，这两个项目已经在2025年的时候被合并成一个项目了，是2025年的5月份合并成一个项目，它的总体的规模呢，是300billion加500个billion，一共是8000亿人民币这样的一个情况。然后它的这个再贷款的利息率，是由当初在2024年9月份推出的时候的1.75个百分点，已经降到了1.5个百分点，所以这个借贷的利率比当年救市的时候它还是更加优惠的。在这个基础上，银行、也就是借方，可以在这个利率上有自己的一个的这样的一个加点，所以我们可以把它姑且定在比方说2个百分点。也就是说，想用这个资金池来进行股票购买或者是股票回购的

公司和机构，它锁定在一个最高不超过2个百分点的这样的一个借贷利率里面。另外，这个贷款的还款年限也由之前的相对的比较短的一年期，现在已经延期到了三年。所以整体它的一个条款都是一个更加优惠的一个状况。那所以呢，我们想看一下，就是这个这么巨大的8000亿的资金池，到现在为止它被用了多少。那我们看到的是截止到10月中旬，一共有1113家的这样的一个申请，这是结合了上市公司和我们刚才讲的各种机构背景的资金。那这些所有的申请结合在一起，它所目前申请的资金额度是233个billion、就是2300多亿人民币。那我们知道，刚才说了，它整体的一个额度是8000亿

人民币，所以它申请的额度是2300多亿人民币。那申请的额度一旦批准之后呢，它也是分期分批地去进场。所以我觉得我们目前是可以相信，总体的这个8000亿的额度差不多至少还有5500亿目前市场还没有真正地去动用，那这个相当于总体额度的一个70%，所以这个比例以及可以动用的资金量还是相当之高的。那在这种情况下，当年924之后，我们也发了报告，就是说什么样的公司会去更积极主动地用这样的一笔钱去进行我们自己公司的股票回购，以及市场在这样的一个资金支持下，它所隐含的可能的上升空间是多少。当年我们是怎么计算的呢？就是在924的时候，我们当时是做了这样的一个测算，是说我们想看一下，比方说当时市场的这个大盘指数它的一个dividendyield、就是它的股息率大概是多少，用这个股息率来和这个借贷的利率进行一个比较。那我们认为，市场总体的参与者以及国家队和它的小伙伴们，它总体的这个参与的积极程度，是说至少在这样的一个程度上可以把它这个股息率推到和这个借贷的利率差不多相持的水平，我们觉得这个是从经济学的角度、从这个利润和这个整

体的这个投资收益偏好的角度来讲，是比较makesense的。那我们来看一下目前市场状况是什么呢？刚才我们讲的这个借贷的利率最高是不超过2个百分点，那目前我们看沪深300指数，它整体的一个股息率是在2.2个百分点。所以如果我们做一个比较简单的计算，2.2个百分点versus这个2个百分点的一个借贷的成本，至少是应该有10个百分点左右的这样一个沪深300指数的一个进一步上扬的一个空间。所以这个是我们提醒大家注意。另外一点，就是说之前我们讲到了，在国家队高调进场之后，它一个时间点是一到两个月的时间。如果我们从10月第一周之后来看的话，那大概率就是说在未来的、比方说在12月月中之前，也许我们会真正地去hit到一个市场、一个比方说开始有一些信心不足的人士可能会去比方说sellontherally，或者是有一些其他的外部的不稳定因素，那这些我们都要结合起来考虑看。所以这个整体的这个过程它不是一蹴而就的，大家对接下来一个市场的高波动性还是要有一个心理准备。再有一个呢，刚才我也提到了，就是说什么样的公司、哪一些个股，它会更有意愿去用这样的钱去对自己公司进行一个股票回购。那我们觉得，就是它目前的股息率远远高出刚才讲的这个借贷的2个百分点的这样的一个借贷成本。那我们对我们摩根士丹利覆盖的所有的A股上市公司也做了一个梳理。我们把整体的一个分析框架定在：第一，我们希望这些公司是沪深300指数的成员股；第二，我们认为这些公司的基本面非常优秀，是我们大摩的个股分析师们给到了一个超配的这样的一个评级；第三点，我们希望它目前的这样的一个低的yield显著高于2个percent的借贷成本，所以我们把这个标准定在了2.2个百分点。那在这样的一个前提下，我们目前总结出来一共有28只股票。在目前的

一个就是说全球总体的股市环境相对还不是很稳定的角度下，我们觉得这28只股票更有可能在近期得到比方说通过国家队和刚才我们讲到的一些再贷款项目的一个资金流动的这

样的一个支持，它接下来在这样的一个市场环境里比较稳定、相对跑赢大盘的可能性会更高。我们也刚刚发布了这个报告，也欢迎大家赶紧翻阅一下我们的这个报告，这里面对这个28只股票有一个详细的梳理。那接下来呢，我想说一下，就是我们怎么去看接下来的这个几个星期的市场走势，有哪一些市场信号是我们需要特别关注的。当然，就是说等今天的这个报道的这些会议开完了之后，我们想看一下，就是说是否除了我们刚才讲到的这个8000亿的额度之外，有没有什么其他的更新的这样的一个行为，或者是说其他的一些优惠的流动性的支持，可以给到我们市场，这样会有助于进一步增强市场的信心。另外呢，我们还是要提示，就是刚才讲到的，在2024年的924，当时市场信心之所以得到非常大规模的提振，即使在经济状况并不良好的情况下，甚至当时我们比方说在人工智能方面，很多技术上在卡脖子，我们对这个中国整体的创新和研发能力还处在有一个一定程度的问号的时候，市场信心为什么可以得到充分的扭转，就是当时央行和证监会对资金支持的上限做出了一个无上限的许诺。所以这样的一个史无前例的这样的一个承诺的方式，确实起到了提振信心的作用。所以这个我们也希望从这个和市场沟通的方式上，以及一些具体的这个措辞的表达上，我们想看一下，就是承诺的力度和我们的总体的坚定程度是不是有一些不同或者相似的地方。第二点，我们确实要关注，就是我们过去很长一段时间已经强调的，就是本轮A股市场的这样的一个巨幅的调整，不仅仅是因为我们A股市场自身的一系列的问题，这里面有很大的一部分也是和全球市场、尤其是美股的人工智能的这样的一个交易有一个强烈的共振的效果。所以我们一定要强调一点，就是如果美股、尤其是人工智能和这个超级资本开支的周期的这个交易持续保持一个震荡和大幅下调的状况的话，A股市场很难独善其身。这也是为什么刚才我们强调，我们现在去在这个当下的时间点去选股、比方说我们进一步增加投资，我们更多的看到去关注的是目前市场上这些高股息率的公司，而不是说单纯地从长期趋势的角度我们就死磕人工智能这一个赛道。所以我们要高度关注美股市场，美股市场呢，包括我们的美股策略分析师、我的同行MichaelWilson，他也充分地强调了这里边有几点，就是高油价导致的对通胀的一个预期、对通胀的预期导致的一个美联储接下来的一个整体的一个政策走势，然后还有整个市场对人工智能周期的、它的资本开支是否是低于预期，而且是显著地会有一个放缓的迹象。这几件事情都还是接下来需要一点一点地去呈现一个更高的清晰度。而且中期选举在美国历史上一直是和高市场波动性相关联的。那好消息呢，就是明天开始，就是11月3号，就是美国正式进入中期选举了。那我们也希望结果可以尽快地出来，因为我们看历史，我们也强调多次，在历史上1950年之后的18次中期选举之后的6到12个月，美股走势相对都是比较强劲的。所以就是美股的相关的这一系列波动性，接下来希望能够在比方说年底之前，会有一个更好的一个被市场消化和吸收的这样的一个概率。这也是刚才我们讲，比方说从10月初开始算，如果我们说给A股

一到两个月的时间去开始进一步进入一个稳定触底反弹的周期，从时间点上我们觉得也是相对吻合的。所以最后一点强调，就是我们看沪深300指数，它的估值一般来讲，历史的这种所谓的历史大底，它是在10到11倍的市盈率这样的一个区间，上周我们已经讲过了。那经过上周的调整，目前沪深300指数现在是交易在11.6倍，距离这个10到11倍的上限的这个11倍，其实差不多只有还有5个百分点的一个下降空间。当然如果说我们一定要去到10倍的话，那确实还有10个百分点以上的这个下调空间。所以如果说我们出于种种原因，很不幸地如果是真的击到了、或者甚至击穿了我们刚才讲的这种10倍市盈率的历史大底，我们会觉得这也会是一个比较好的买入的机会。那今天呢，我的分享先到这里，欢迎大家去尽快地去参与、咨询一下我们刚刚发表的比方说市场一系列的分析，以及我们推荐的28只股票，谢谢大家。
好的，非常感谢Laura非常及时地分享了最新新鲜出炉的一个报告，也是明确地通过测算给出了这一轮政策层的一些干预可能引起的沪深300指数的一个上行的空间，以及28只可能受益于这个政策干预的股票。非常感谢Laura。那最后我们把目光转向行业。那么在整个中美竞争不断加剧、国家安全不断泛化的大环境之下，及中美在医药的行业最近也出现了一些摩擦，比如说潜在的更严格的一些安全审查，以及供应链的去风险化，特别是在AI辩论如火如荼的背景之下，当前生物行业是否能出现更有吸引力的一些投资机会？那我们把时间交给我们的医药行业分析师Lawrence。
谢谢志鹏。其实我们看医药的话，今年以来它的表现是一般般的，是一个平的，跟去年比是一个平的水平，唯一就是CXO这个板块有不错的表现，今年以来有百分之五六十的一个增长，但最近又有一点回来一点点，因为每年都是的，到了年底，就像志鹏说的，各种的中美的一些摩擦都是集中在年底发生的，那其中最主要的就是生物安全法（BIOSECURE），这个是国防授权法案（defense bill）的其中一部分，那么国防授权法案的话，通常是在12月份会批的，然后大概圣诞节的时候总统会（签字）。风险是比去年低的，为什么？因为这个名单它其中一个要求是你必须要在那个五角大楼（Pentagon）就是那个军事名单上面，你才会进那个，这个是其中一个条款；另外呢，就是你要跟这个人的基因相关，你的工作是跟基因相关的，有两个条件。所以目前我们看到，唯一一个就是药明康德之前被五角大楼把它放到那个名单上面，但是最近也被推翻了。所以今年的风险是非常低的。但是尽管这样，我觉得投资者还是想先避险，所以最近也大幅地take profit，就是CXO也有一点回来一点点。**
那其实我们医药行业，我想highlight几个驱动的因素。我觉得最大的一个因素就是中国是一个在API或者原料药制造方面的一个全球领先的国家，那么这个也牵涉到目前的一些大的创新药慢慢逐渐地外包给中国公司去生产一些（药），尤其是一些小分子跟多肽的一些减肥药，都是外包给中国公司去做的。那么目前这个势头还是非常的强劲的。我们看到像一

些头部的药明系的，还有康龙、凯莱英这些在沿海地区就不断地在投、增加他们的投产，投的大部分都是小分子跟多肽这些药，那么外包比例也在上升。所以我觉得这是一条线，大家可以从这个小分子寻找一些外包的一些企业来投。那么我刚才说的几个也可以关注药明康德、A股的凯莱英跟康龙几个公司。那么我觉得第二个driver呢，就是AI制药。AI的话，我觉得中国这些公司还是跟美国的那些走势差不多的，

那么中国的角色是什么呢？AI会在电脑里生成，它会设计很多很多不同的分子去试验，但是它最后一步还是要找一个CRO帮它去表达这些抗体或者是蛋白质，然后在实验室里去做一些验证。然后这个步骤它是高通量的，所以他必须要把成本降到最低。然后他做完一轮以后，几千个蛋白他还需要下一轮去优化这些蛋白。那么实验还有验证呢，都是在中国这边，而且中国的成本呢是全球最低的。那么我们这个（团队）也发了一篇关于金斯瑞的报告，那么目前它的目标呢，是从今年的这个4000条蛋白一天的通量，到27年底它要放10倍的这个通量。那么它目前来说有100多个AIDD的客户，大部分呢都是一些bigpharma还有一些biotech的公司，但下一波呢，它会接更多的平台、AInative的这些客户，它这个大幅地提高通量呢，也是为了这些客户。那么我们其实在新闻上也可以看到一些大的AI平台公司设了一些很远大的一些目标，说要征服这个制药板块的一些难题，所以未来的话，它们对于这个wetlab的需求是非常非常大的，所以大家可以关注这一条线。AI制药的话，目前标的有机智瑞（金斯瑞）、药明生物两个公司可以关注。我的分享到这儿，我把时间交给志鹏。
好的，非常感谢Lawrence的分享，主要还是聚焦于创新药的一些外包，中国厂商在这个过程中的一些受益，以及AI和制造业的结合的过程中，中国在验证、临床以及一些优化的方面的一些大的、非常巨大的成本优势和规模优势带来的一些机会。以上就是我们今天宏观策略团队的一些主要的内容。
的确10月份是处在宏观的不确定性多重叠加的非常困难的时期，包括美联储的一些政策利率的走势、中东油价的一些变

化、AI的一些辩论等等，包括刚才Robin总之前也提到的中期选举，那么这些不确定性可能会部分地在这个月随着中期选举的完结之后有所缓解。但是整体上而言，根据我们路演回来的一些反馈，其实大家对于之后的一些市场还是抱有一定的谨慎的心态，包括在中国宏观层面对政策是否能够及时地进一步加码，特别是宏观政策层面，大家的信心还是略显不足。当然，刚才Robin总提到的资本市场的一些监管者对于市场可能出现了超跌、需要进行进一步托底和企稳的这样一个信号，政策的信号是非常明确的，所以整个A股以及港股市场是不是能够超跌反弹，我们这边也是给出了比较明确的一个观点。这就是今天宏观策略团队的一些主要观点。我们下周一同一时间再见，谢谢。

--- 等待美国中选信号-港股&海外周论20261101.pdf ---
总结

一、会议主题与核心议题

本次东吴海外策略周论的主题是"等待美国中选信号"。现阶段除财报之外，市场更关心的是中期选举结果。我们预计11月3号开始，投票结果可能会更明晰一些，预期等一两天甚至一周左右，结果基本就明朗了。会议主要讨论三个问题：一是中选结果出来后市场可能如何演绎；二是如何预判未来的加息节奏；三是港股尤其是恒生科技在每次回到"924"位置时的支撑，以及后续反弹可能到哪里。

二、海外市场与美股数据回顾

过去一周全球市场新兴和发达市场都在下跌，新兴市场跌幅多一些，大概是0.7%，发达市场下跌0.3%。美股三大指数都在下跌，纳指跌幅2%，道指0.9%，标普0.6%。行业层面跌幅较多的是电信业务、材料和信息技术。标普500整体上涨占比是64%，相较于前一周再次边际下降。过去一周影响美股走势的核心事件有两个：一是联储议息会议，二是美股云厂商财报。

三、10月议息会议的三点核心信息

1、暂停不是结束

10月会议不加息、按兵不动，但投票结果显示有两位官员反对加息暂停，仍主张加息25个BP。这次对基本面的判断与9月基本一致，唯一区别在于对经济的判断更加乐观，并强调当前通胀处于相对比较高的位置。这说明当前政策分歧更多集中在加息的时点和节奏，而不是通胀压力完全消失。按兵不动的核心原因有两部分：一是沃什认为当前金融环境没有进入实质性紧缩区间，二是观察到通胀预期还没有完全脱离掌控。因此，这次暂停不是结束。

2、政策风格决定加息节奏"走走停停"

就这次议息会议反映出的第二件事情，是通胀压力还在，但沃什的政策风格决定了后续加息的节奏是"走走停停"的状态。因为沃什相较其他传统的联储副主席，一个重要区别是他强调持续性的数据变化，不愿意仅看一两个月的数据来承诺远期的政策路径。所以9月通胀明显升温后，联储依旧选择10月暂停。会后记者会上，市场关心的一个问题是：既然当前通胀仍高于目标、劳动力市场也保持了一定稳定，为什么不在10月直接加息？沃什的回答非常直接：通胀目标仍是2%，但他不想通过单个月的数据或某个固定日期来机械地判断加息。而且他指出，当前从到期市场反馈出来的通胀补偿、通胀预期指标，正在朝着非常正确的方向发展，也验证了他个人认为9月加息已经开始发挥作用，10月的暂停只是希望观察前期紧缩的传导效果。

此外，这次暂停与沃什提出的议息机制调整方向也较一致，为后续判断加息节奏提供了线索。他提出从明年开始，原本8次的议息会议要缩减常规会议用于长期货币政策的战略讨论。从2027年起先缩减一次，议息会议缩减到7次，其中一次只讨论宏观货币战略和框架，不进行利率决策投票，也不发表政策声明；到2028年，这类会议会增加到两次，也就是说决定利率的决议缩减到6次。结合以上信息判断，沃什当前

货币政策的重要特征是：通胀目标依旧坚定，但加息节奏变得非常审慎。基于这个逻辑，我们倾向认为后续联储加息节奏在每个季度一次左右的水平上，12月还有比较大的概率进行加息。但到了2027年，一方面缩减了一期会议次数，另一方面2027年通胀基数是整体抬升的，叠加前期紧缩效果逐步显现，本轮加息周期有可能在明年上半年进入尾声。

3、核心要关注沃什的"三驾马车"

判断未来加息节奏，除传统的经济数据、通胀、就业以外，当前核心要关注沃什的"三驾马车"，即三个人：沃什本人、联储副主席PhilipJefferson、纽约联储行长威廉姆斯，他们三个构成了非正式的高层决策核心小组。他们三个更能传达出远期联储的货币政策倾向。因为沃什上台以后弱化了前瞻指引，市场预期管理的难度明显增加，因此未来除沃什外，还要关注PhilipJefferson和威廉姆斯的表态。

四、美股云厂商财报与AI忧虑

过去一周主要公布云厂商财报，整个需求依然很旺盛，但因为资本开支和现金流转负，市场在持续兑现。

Alphabet：三季度收入整体同比增长25%，但增速略低于市场预期；Google Cloud收入较好，验证了AI云服务需求强劲；但季度资本开支达到514亿美元，自由现金流转负91亿美元，搜索广告增速放缓。

微软：财报相对较好。

亚马逊：财报再次加剧了市场担心。尽管云业务增长创近五年最快增速，但过去12个月自由现金流流出424亿美元，且2026年资本开支计划大概在2000亿美元左右，还预计明年进一步增加，市场非常担心整个投资回收周期在持续被拉长。

英特尔：是导致科技股调整进一步扩散的最直接催化，反映了AI整体需求旺盛并不意味着整个半导体产业都能同步受益。公司指出存储芯片涨价、PC需求疲软、生产力约束等一系列因素拖累了短期经营表现，资本开支压力也将在明年得到延续。

从这四家公司财报看，当前大家最担心的是资本开支和投资收益比的性价比问题，这是过去一周美股科技股持续兑现的核心原因。短期我们对美股保持比较谨慎。

五、美股短期观点与关注条件

2026年三季报显示美股整体EPS增长还比较强劲，但增速没有进一步加快。尽管宏观环境波动、估值面临压缩，盈利预期改善有望支撑标普500连续第四年实现双位数回报，但增速放缓，这是股市压力较大的原因之一。第二个原因是，当前市场的主要矛盾已经从"盈利能否增长"转向"高资本开支下盈利增长能否持续"。AI需求仍强劲，但资本开支从增长引擎转变为较大的财务压力测试，云厂商财报进一步凸显分化。我们认为未来AI竞争的关键不再是"谁投入更多、谁建设更多数据中心"，而是谁能率先将巨额投入转化成可持续的收入、利润和自由现金流。真正需要警惕的是云厂商因投资回报压力而主动放缓资本开支，这时可能进一步冲击整个AI产业链的增长预期。

其次，美股短期政治和地缘不确定性也在进一步压低市场风险偏好。美国中选临近，伊朗局势还不明朗，叠加大型科技股消化资本开支的估值压力，指数短期仍面临调整风险。在EPS基本面没有明显恶化、但宏观风险没有完全出清、AI投资回报率还需验证的背景下，缺乏推动估值重新扩张的催化剂。因此对美股短期仍倾向于维持偏轻或偏低的仓位，等待更具吸引力的配置窗口，主要关注中期选举政治不确定性落地、市场悲观预期充分释放，以及AI信用利差、龙头资本开支预期能否企稳。如果以上风险条件都释放或逐步改善，美股有望迎来整体风险偏好的修复和阶段性反弹。

未来一周重点关注：11月2号公布美国ISM制造业指数，11月3号是中期选举；财报层面下周有Palantir、超微电脑、Circle、超微半导体、Coherent等，重点还是关注科技板块财报。

六、美股节奏判断：偏震荡、中性略乐观

当前美股投资者并不是处在特别悲观的情绪中。过去两到三周，美股最大的抛压其实已经过去了，但空头还在，现阶段是多空比较拉锯的状态，多头和空头都在等进一步信号。短期还要看中选，市场现阶段更愿意"等一等、看一看"，整体行情还是在相对摸底的状态。

关于中选，市场现阶段大部分投资者已在定价"民主党拿下两院"。如果按照这个情形发生，大家可能进一步去定价所谓AI远期监管问题、AI对经济远期贡献的问题，但这些叙事不是新东西，是已经定价了一部分的内容。如果结果是民主党只拿下众议院、共和党保住参议院，交易可能出现一定反转，美股还有一个预期性反弹。所以中选不到最后一刻，现阶段只能去定价市场已经定价了什么、没有定价的情形是什么、可能出现怎样的预期反转。

也有观点认为中选可能并不是最重要的，更重要的是美国整体基本盘，即AI产业趋势，这是蕴含在宏观扰动之下的基本盘。过去一周美股AI财报让投资者对现金流产生了进一步顾虑，不同科技巨头的财报也给了相应谨慎的理由。这种谨慎态度是我们此前就会预期到的，市场越来越谨慎地去理解科技企业的现金流、投资回报率以及负债端问题。但这并不意味着现在财报投资者就会决定发生预期反转、产业发生不好的变化、要一卖到底。至少要到明年一季度财报，才能更清晰地理解是现金流持续恶化，还是短期之内的调整，也就是说这些AI相关项目能不能比较快地贡献超额利润，这是更重要的事情。短期下一周相对重要的科技财报发完之后，就会进入相对平缓的期。剩下时间的宏观扰动风险，可能对整体定价节奏更重要，比如地缘问题以及中美会面，可以做持续关注。

对美股到年底的行情，我认为还是偏震荡市，指数层面可能不会明确形成大幅下跌，但从持股体验上讲是明确轮动相对加速的状态。我个人对美股态度是中性偏乐观一点点。乐观一点的原因有几个，更偏向技术层面或资金层面：

投资者并不是一个想预期成空的状态，大家还在等待更多信

号做决定。能想到的更悲观定点的信号，都已相应有pricing，只是程度不一样。现在可能没有预期想不到的风险要发生导致市场大跌，但可能存在市场没有定价的事情引起市场翻转，从这个角度看存在略乐观的窗口。

特朗普可能在到年底的时间节点里地缘问题还有可能卡口，在新国会班子明年1月上台期间，才有可能通过行政令出台一些政策刺激，短期提振风险偏好、对市场形成小托底。

11月份美股进入回购潮阶段，回购对股市一般有一定的技术性支撑力度；12月份大致要做全天交易，理论上从流动性视角对美股有一定的增量。

还有另一个因素是11月份Anthropic上市这件事，理论上会有一部分投资者如果想买，可能会把现有科技仓位挪一挪，导致一部分下跌，这也是其中一小部分原因。

从中性角度讲，市场的扰动性因素还会反复敲打市场，而且这个反复可能不是以月维度扰动，而是以周甚至周内维度扰动。第一个就是中选，11月上旬可能有相应结果，这会影响大家对远期哪个党执政、政策执行力度、债务上限讨论、政府关门等的判断。另外中选之后，按照特朗普的预期，是要进一步升级地缘，市场对这件事有一定pricing，海外投资者共识相对愿意先把这个因素pricing进去，国内投资者有分歧。对海外投资者来讲，分歧点在于：你愿意相信他能很快解决这个问题，还是很快打完但问题没法解决、可能拖到更久甚至拖到明年。同时也要注重中美会面的预期，现阶段市场基本没有做相应定价，因为很难定价谈出来的东西是只对美方有利、对双方有利还是对双方都不利。我们可能更重视关税延期到底延多久，以及FCC一些相关行业的问题能不能有所交换和放松。

11月份要想的事情比较多，整体定价节奏还是以周甚至周内为维度去翻转。对美股偏中性略乐观，到明年春天，我认为整体市场也是偏震荡的节奏，除非地缘超预期快速解决，让全球风险阶段性回归，大家对远期通胀的顾虑和定价发生新节奏。

七、港股节奏：技术性支撑、防守为主

港股尤其是恒科又回到了"924"的位置，每次回到这个位置理论上都会有一些技术性支撑，包括空头回补，或者有一些资金被动流进来。但我个人对港股反弹力度和所谓发展行情不太期待。这个行情理论上比较难以复刻7月份的行情——7月份港股在全球有很明确的超额收益，而现阶段我觉得可能没有那么明显的超额收益了。

原因有几个层面：第一，国内因素和基本面应该没什么变化；海外宏观扰动因素我偏中性，至少到年底，对美债收益率的定价并不会像大家预期的那样，收益率可能还是在5%附近做震荡、反反复复。对港股来讲大环境前提没变，所以更多要看短期资金行为或流动性视角。

从我的视角看，国内投资者不论投科技还是投老登，现阶段可能都在形成阶段性小反弹后抛掉，然后挪一部分到防御。港股从防御角度讲是有一些结构性机会的。恒指角度上，空

头回补的力度可能相对强一点，但恒科的问题是，不论权重股里的互联网大票，还是新增进去的股票，大家现阶段想要大幅切进去的意愿并不是很强烈，因为这些股票并不是一个能在海外科技反弹时形成强反弹、也不能在海外科技下跌时形成强对冲的品种。现阶段大家在等海外阶段性有没有反弹趋势，如果优先反弹，可能也会偏上硬件一点的方向，这对恒科并不是特别具有共振效应的方向和节奏。
所以对港股大势，还是觉得可能会有一定技术性支撑，但支撑力度、反弹力度不足够安全，可能还有进一步下行风险。对港股配置还是先防御为主，因为现阶段所谓有弹性的方向，要么位置够好，要么可能有下行风险。11、12月份一般来讲港股红利的相对胜率也更高一些。
八、总体结论
美股到年底还是有机会可以做的，指数层面上大概偏震荡。我的角度是中性略乐观。所谓中性，是宏观层面会反反复复

扰动市场，但宏观层面要定价的悲观因素，理论上市场阶段性已经发现了一部分。如果出现预期反转，反而可能略有小反弹的机会。从资金或技术层面看，未来一段时间科技卖压、回购潮、权钱交易等，各种层面可能都会有一点稍微利好的因素存在，对美股有一定技术性支撑。
但美股的整体配置思路，可能还是要等待——到底是民主党确认横扫两院，还是民主党只拿下一院，配置方向略有不同。比如共和党拿下参院这种市场没怎么定价的情形，科技可能还会略有反弹。港股层面，我态度还是略谨慎一些，现阶段所有的配置可能是一个技术性的反弹，只能去讲赔率，相对胜率可能比较低，整体思路以防御为主，建议关注一些偏红利的方向。

会议实录：
（一）开场与会议议程
大家好，欢迎参加东吴海外策略"等待美国中选信号"港股及海外周论。本次电话会议仅面向机构投资者或受邀客户，第三方专家发言内容仅代表其个人观点，所有信息或所表述的意见均不构成对具体证券在具体价位、具体时点、具体市场表现的判断或投资建议。未经合法授权，严禁录音、转发及相关解读。

各位领导晚上好，我是东吴海外策略陈梦。今天我主要跟大家讨论一下现在的市场，尤其是大家关心的、已经调整了一段时间之后，我们自己怎么去看整体美股、港股的节奏。当然标题其实很明晰了，我们自己现阶段以及市场阶段性除财报之外，肯定相对更关心的是中选的结果。我们预计11月3号开始，结果就可能会更明晰一些，预期等一两天左右甚至一周左右，投票结果基本上就明朗了。所以在这个阶段里面市场怎么走，我们可能讨论一下中选结果出来之后市场可能会怎么演绎。另外，最近我们也看到一些会议出现了一些新的表述，以及怎么去预判未来的加息节奏，这也是这个会议、尤其是对海外市场比较关心的几个问题。第三，我也会讲一下港股，尤其是恒科，我们看每次到这个所谓"924"的位置，

都有一个技术性的支撑，那么再往后怎么去看这个所谓的就近支撑，它的反弹可能会到哪里，这是我们今天会议主要讨论的几个问题。
会议还是老样子，第一个部分先跟大家分享一下整体的海外数据，也包含对美股的一些阶段性看法，以及美联储。然后我再更新一下对未来一段时间，至少到年底、甚至再往后到明年一季度左右，怎么去看整体海外的节奏，以及当下我们怎么去看港股是否有阶段性反弹等等。时间先交给高老师。
（二）海外与美股数据回顾
各位领导晚上好，我这边先来做一个更新。过去一周我们看全球市场里面，新兴和发达都是在下跌的，新兴这块跌幅多一些，大概是0.7%，发达市场是下跌0.3%。美股层面，美国主要三个股指都是在下跌的，纳指跌幅在2%，道指是0.9%，标普是0.6%。行业层面，跌幅比较多的主要是在电信业务、材料还有信息技术这一块。美股标普500整体的上涨占比是64%，相较于前一周再次边际下降。过去一周主要影响美股走势的就是两个非常核心的事件：一个是联储的议息会议，第二个是美股云厂商的财报。
（三）10月议息会议的三点核心信息
1、暂停不是结束
先说美国的10月议息会议。虽然10月大家也都预期到是不加息，但这个会议除了不加息、按兵不动之外，后面还反映出来大概三点比较核心的变化。第一点，就是这一次是暂停不是结束。因为从投票结果来看，有两位官员是反对这一次加息暂停的，还是主张加息25个BP。这一次从基本面来判断美国的经济，与9月对比其实是基本一致的，唯一的区别就在于对经济的判断是更加乐观了，而且强调了当前通胀处于相对比较高的位置。这说明当前政策分歧更多集中在加息的时点和节奏，而不是说通胀压力就完全消失了。
再补充一下，这次按兵不动的核心原因主要是两部分：第一是沃什认为当前的金融环境没有进入实质性的紧缩区间，第二是当前通过观察通胀预期还没有完全脱离掌控，所以说这是按兵不动的原因。那我们觉得这次暂停不是结束，是因为刚刚提到的，对经济的判断更乐观，然后不是觉得通胀压力完全消失了，这是第一个比较核心的事情。

2、政策风格决定加息节奏"走走停停"
第二点，就是这次议息会议上面反映出来的一件事情：通胀压力还在，但沃什的政策风格决定了后续加息的节奏，后续加息的节奏就是"走走停停"的状态。因为沃什相较于其他传统的联储副主席，一个重要的区别是，他强调的是一个持续性的数据变化，不愿意仅看一个月或两个月的数据来承诺远期的政策路径。所以这也是为什么我们看到9月通胀明显升温以后，联储依旧选择10月份暂停。
那这次会后的记者会上也提出了一个我们和市场都很关心的问题：既然当前的通胀还是高于目标的，而且劳动力市场也保持了一定的稳定，为什么不在10月份直接加息？沃什的回答也非常直接，就是说通胀的目标还是2%，但是他不想要通

过单个月的数据，或者是某个固定的日期来机械地进行加息的判断和决定。而且他也指出了当前看得到、到期市场反馈出来的通胀补偿，还有通胀预期的指标，是在朝着一个非常正确的方向去发展的，所以也验证了他个人认为整个政策行动——也就是说9月这个加息已经开始发挥作用了。那么10月的暂停，只是希望看一下、或者观察一下前期紧缩的传导效果到底进行得怎么样了。

此外，这一次的暂停其实也跟沃什提出的议息机制调整方向比较一致，也给我们后续判断它的加息节奏提供了一定的线索。他提出的就是从明年开始，原本的8次议息会议要缩减常规会议用于长期货币政策的战略讨论。也就是说从2027年开始先缩减一次，议息的会议缩减到了7次，其中有一次会议只是讨论宏观货币政策战略和框架，不进行利率的决策投票，也不发表政策声明。那么到2028年，此次的会议类型会增加到两次，也就是说决定利率的决议缩减到6次。

所以结合以上的信息来往后做判断，沃什当前的一个货币政策的重要特征，就是通胀目标依旧坚定，但是加息节奏变得非常审慎。基于这个逻辑，我们倾向于认为后续联储加息的节奏在每个季度一次左右的水平上，12月还有比较大的概率进行加息。但是随着到了2027年，一个是缩减了一期会议的次数，第二个是2027年通胀的基数整体是抬升了的，叠加前期紧缩效果逐步显现，所以本轮的加息周期有可能在明年上半年进入一个尾声。这是第二个我们觉得这次会议上非常关键的点。

3、核心要关注沃什的"三驾马车"

第三点，就是判断未来加息节奏，现在除了一些传统的经济数据、通胀、就业以外，核心要关注的是沃什的"三驾马车"。这三驾马车具体指的就是三个人：一个是沃什，第二个是联储的副主席PhilipJefferson，第三个就是纽约联储行长威廉姆斯，他们三个其实构成了一个非正式的高层决策核心小组。所以说他们三个更能传达出远期联储的货币政策倾向到底是怎么样的。因为当前沃什整体上台以后弱化了前瞻指引，市场预期管理的难度是明显增加了的。因此未来最重要的，除了沃什，就关注PhilipJefferson还有威廉姆斯的表态。

这是这一次议息会议背后按兵不动、背后还有更重要的三条信息。所以加息节奏总结来说，我们觉得就是走走停停，一个季度加一次这样子。

（四）美股云厂商财报与AI忧虑

这是本周美股一个重要的影响因素。第二个就是美股财报，过去一周主要是公布云厂商财报。云厂这块财报整体来看需求还是依然很旺盛的，但是因为资本开支还有现金流的转负，市场是在持续兑现的。

主要是几家公司在公布财报：一个是Alphabet，三季度收入整体同比增长在25%，但增速还是略低于市场预期；Google Cloud这边收入是比较好的，也验证了AI云服务的需求比较强劲，但公司的季度资本开支达到了514亿美元，自由现金流也

转负91亿美元，而且搜索广告的增速是放缓了。这是第一个财报。
相比于Alphabet，微软的财报是比较好的。但随后亚马逊公布了财报，再一次加剧了市场的担心。尽管我们看到亚马逊云业务增长创了近五年的最快增速，但是公司在过去12个月的自由现金流流出了424亿美元，而且整个2026年的资本开支计划大概在2000亿美元左右，还预计明年会进一步增加，市场也非常担心整个投资的回收周期在持续被拉长。
最后就是英特尔这边财报，英特尔的财报也是导致科技股进一步调整、进一步扩散的最直接的催化，也反映出AI整体的需求旺盛，并不意味着整个半导体产业都能够同步受益，所以也看到英特尔在周四周五股价调整也是比较多。因为英特尔指出存储芯片涨价，再加上PC需求疲软，还有生产力的一系列约束，拖累了短期的经营表现，而且资本开支的压力也将在明年得到一个延续。
从刚刚更新的四家公司财报来看，当前大家最担心的还是资本开支和投资收益比的性价比问题。所以这是过去一周美股科技股持续兑现的一个比较核心的原因。
短期我们往后来看，其实短期之内是保持比较谨慎的，尤其是对美股。2026年三季报显示美股整体的EPS增长还是比较强劲的，但是增速没有进一步加快。尽管整个宏观环境波动、估值面临压缩，盈利预期改善有望支撑美股标普500连续第四年实现双位数的回报，但是它的增速放缓，这是股市压力比较大的原因之一。
第二个就是当前市场的主要矛盾已经从"盈利能否增长"转向"高资本开支下盈利增长能否持续"这么一个趋势上来。往后再看主要是两点：一是AI需求还是比较强劲的，但是资本开支从增长的引擎转变成了比较大的财务压力测试，云厂商财报在进一步凸显分化。我们认为未来AI竞争的关键不再是说谁投入、谁建设了更多的数据中心，而是谁能率先将巨额的投入转化成可持续的收入、利润还有自由现金流。真正需要警惕的是云厂商因为投资回报压力而主动放缓资本开支，到这个时候可能进一步冲击整个AI产业链的增长预期。

其次，美股短期还有地缘的不确定性，也在进一步压低整个市场的风险偏好。美国中选临近，伊朗局势还不明朗，叠加大型科技股消化资本开支的估值压力，指数短期之内我们觉得还是面临调整的风险的。当前其实在整个EPS基本面没有明显恶化，但是宏观风险没有完全出清、AI投资回报率还需要验证的背景下，其实是缺乏推动估值重新扩张的催化剂。
所以对于美股来说，短期之内仍旧倾向于维持偏轻或者偏低的仓位，然后等待更具有吸引力的配置窗口。
主要是关注中期选举的政治不确定性落地，然后市场悲观预期的充分释放，以及AI信用利差，还有龙头资本开支的预期能否企稳。那么如果以上风险条件全部都释放的话，或者说逐步改善，我们觉得美股有望迎来整体风险偏好的修复，还有阶段性的反弹。以上是我们对于短期美股的观点。
最后就是对于未来一周重点关注的数据还有财报。经济基本

面方面，11月2号要公布美国的ISM制造业指数，11月3号就到了中期选举，这是两个政治还有基本面比较重要的事情。财报层面，下周有Palantir，然后超微电脑、Circle、超微半导体、Coherent的财报要公布，重点还是关注科技这一块的财报。以上是我这边的更新和汇报，谢谢。

（五）美股节奏：中选定价与市场状态

我这边再讲一下关于美股以及海外未来一段时间的节奏。首先我觉得市场新阶段，经过财报这一周，我的理解是，实际上美股投资者并不是在现阶段处在一个特别悲观的情绪，倒不是。然后我们要知道，在过去两到三周左右的时间，实际上美股最大的抛压其实已经过去了，但是我们要讲空头还在，那现阶段实际上是一个多空比较拉锯的状态。多头也好，空头也好，其实都是在等进一步的信号。

信号刚才高老师也讲了，下一周还是会有财报，然后还有数据。从短期政治事件上，我们还要看一下中选。也就是说，比较重要的信号、或者优先要考虑的问题，在现阶段可能都要集中去做观察。市场现阶段更愿意去做"等一等、看一看"的状态，所以我们看美股现阶段典型的整体行情，还是在相对摸底的状态。

往后怎么看？首先关于中选，市场现阶段已经大部分投资者都在pricing民主党拿下两院。如果是按照这样的情形发生，大家可能就会进一步去定价所谓AI对于远期监管的问题，然后AI对于经济远期贡献的问题。我觉得这些故事或者叙事不是一个新玩意儿，它是一个已经定价了一部分的内容。那如果中选发生的情况结果是民主党只拿下了众议院，共和党还是保卫了参议院的话，如果是这种情况，交易可能还会出现一定的反转，所谓的美股还有一个预期性的反弹。所以中选其实不到最后一刻，我们现阶段只能去定价说市场已经定价的是什么，然后没有定价的情形是什么，有可能出现怎样的预期反转，那么美股可能会发生怎么样的走势，基本是这样的节奏去理解所谓的中选结果。

当然，投资人也有分歧，说实际上中选可能并不是最重要的，更重要的是美国整体基本盘的问题，AI的产业趋势是当前蕴含在所谓宏观扰动之下的一个基本盘。

我们自己看过去一周整体美股AI的财报，投资者也是对所谓的现金流产生了进一步的顾虑，不同的科技巨头的财报也给到大家相应谨慎的理由。我对这件事情的看法是，这种谨慎的态度是我们此前就会预期到的，市场越来越会谨慎地去理解科技企业的现金流、投资回报率的问题，以及负债端的问题。

我们看什么时候这件事情会更明朗，不是现在财报投资者就会决定发生一个预期反转、产业发生了不好的变化，所以要一卖到底，不是这个状态。我自己觉得至少要看到明年一季度财报，才能更清晰地去理解是现金流持续恶化，还是短期之内的调整，也就是说它所谓的AI的一些相关项目，能不能比较快速地贡献到超额利润，这个是更重要的事情。短期我们知道马上下一周一些相对比较重要的科技财报发完之后，

就会进入到相对平缓的期里去。那我觉得剩下的时间节点里面，宏观的扰动风险可能对于整体定价的节奏是更重要的，就所谓地缘的问题，还有一些中美会面的事情，是可以做持续关注的。这就是我刚才讲的一些问题，怎么去观察接下来美股定价节奏的核心问题是什么。

（六）美股：偏震荡、中性略乐观

我们现在对于美股到年底的时间节点，至少我的整体认为行情还是偏震荡市的。就是从指数层面上来讲，可能不会明确地形成一个所谓大幅的下跌，但是从持股体验上来讲，它明确是一个轮动相对加速的状态。这是我认为指数到年底可能的态势。

另外，我个人对美股态度是中性偏乐观一丢丢的。乐观一丢丢的原因有几个，可能更偏向的是一些技术层面或者是资金层面的一些内容：

首先，我们看其实在开始的时候也讲了，美股现在投资者并不是一个想预期成空的状态，大家还是在等待更多的信号做决定。那么，我们能够看到的这些所谓更多的信号、想要去更悲观定点的信号，至少我的理解是都相应的有pricing，只是pricing的程度不一样。就是我们现在可能没有预期想不到的这种风险要发生导致市场出现大跌，那有没有预期想不到的事情、或者市场没有定价的事情有可能引起市场翻转？是有可能的。所以从这个角度上来看，是存在这个略乐观的窗口的。

这种情况也包含不限于，比如说特朗普有可能在年底的这段时间节点里面有地缘问题，还有可能会卡口。那当然这个过程之中，我们知道在新的国会班子明年1月份上台期间，才有可能通过行政令去出台一些政策去刺激，可能短期去提振一下风险偏好，对市场有一个小托底，这是有可能的。

当然我们自己看11月份，其实整体美股也会进入一个所谓的回购潮的阶段，那对于股市一般来讲，美股的回购还是有一定的技术性支撑力度的。另外我们看12月份大致是要做全天交易的，理论上从流动性的视角上对美股还是有一定的增量的。这是我们讲所谓从资金层面或者战术性去理解对股市有一定支撑的角度。

当然这里面也要提一下，最近大家看到一些科技卖盘，理论上其实也还有另外一个因素，除了对企业AI的一些担心之外，对所谓宏观问题的远期顾虑等等老生常谈的这些问题之外，也有一个很重要的事情就是11月份Anthropic上市这件事情。理论上大家会有一部分投资者如果想要去买Anthropic的话，可能会把现有的科技仓位挪一挪，导致一部分下跌，这个趋势做一定的负贡献，这也是其中一小部分原因。这是我们讲略乐观的一些东西，至少我看美股它不是只有坏消息，或者从技术层面上，大家现在都是非常悲观的状态，还不至于。

（七）美股：中性视角的扰动因素

那么所谓中性的角度上，就是我们观察市场上现在可能刚才讲的扰动性因素还是会反复地去敲打市场，而且这个反复的

扰动它可能不是以月维度去扰动，它可能是以周维度去扰动。
首先第一个你能想象到的就是中选，在这个11月的上旬可能相应的有一定结果。那这个就会影响大家对于远期到底是哪个党的影响、政策的执行力度也好，或者是对于债务上限的讨论，还有政府关门等等这些老生常谈的东西，有可能拿出来说事儿。每年可能到这个时间阶段，大家都会去讲这些旧故事。

另外，就是中选之后，按照特朗普的预期，是要进一步升级地缘的。我们自己看市场其实对这件事情有一定的pricing，至少海外投资者共识还是相对愿意先把这个因素pricing进去的，国内投资者大家是有分歧。那我这里面对于海外投资者来讲，大家的分析点是在于，你到底愿意相信他是很快速地能解决这个问题，还是说很快就打完，但是还是没有办法解决，问题可能会拖到更久，甚至拖到明年，这个定价是略有分歧的。至少我们看11月份从美方的视角上，这两件事。
当然我们也提示要注重所谓中美会面的这个预期。中美会面的市场现阶段是基本没有做相应定价的，因为也很难去定价到底谈出来的东西是只对美方有利，还是对双方有利，还是对双方都不利，现在市场是看不清的。但是于我们来讲，我们可能会相应更重视一下所谓的关税延期到底延多久的问题，以及FCC一些相关行业的问题，能不能有所交换和放松等等。所以这是11月份其实就有一些事情要去做考虑的。
有些事情可能说会有预期反转、出现反弹，但也有一些事情可能会又回到相应担忧的里面去。到12月份也是一样的，如果顺利的话，中美可能还会再次见面。至少我们现在看到11、12月份吧，整体的市场，11月份你要想的就是大家要想的事实还是比较多的，有可能整体的定价节奏还是以周甚至周内为维度去做翻转的，是这个样子。所以我们讲我对美股其实是偏中性略乐观一点点的。
（八）对明年春天的判断

这是对于我们看美股现在到年底的节奏。到明年春天，我自己认为可能整体市场也是偏一个震荡的节奏，在一季度、在新的财报及之前的阶段里面。除非有什么情况呢？就是地缘超预期的快速解决了，让全球的风险阶段性回来了，那么大家对远期通胀的顾虑和定价又发生了新的节奏，那可能这个要看后续能不能把这个地缘的问题快速解决的节奏了，按照特朗普去讲。
（九）港股：技术性支撑与防御为主
回过来我们讲一下港股的节奏。港股我们看到很明显的，尤其是恒科又回到了"924"的位置。每一次回到这个"924"的位置，理论上都是会有一些技术性支撑的，就是空头回补也好，或者是有一些资金被动流进来、切进来的这个因素。
但我们这里讲一个问题，是我个人对于港股的反弹力度以及所谓的发展行情是不怎么期待的。就是我知道会有一些资金做空头回补，或者有一些被动资金流进来，但是这个行情理论上比较难以复刻这个7月份的行情。就是7月份我们看到港

股在全球来讲都是有很明确的超额收益，那现阶段港股我觉得可能没有那么明显的超额收益了。
原因大概有几个层面：第一个是我们自己看国内的因素和基本面应该是没什么变化的。海外的宏观扰动因素，我既然对海外的宏观扰动因素偏中性，也就是说至少看到年底，我觉得所谓对美债收益率的定价这个层面上，并不会像大家预期的那样，至少从我角度上来讲，这收益率可能还是会在5%附近去做震荡的、反反复复，有可能是这个样子。那么对港股来讲，这个大环境前提没变，所以我们要看的更多是短期资金的行为，或者是这个流动性视角上去解读。
那我从我的视角上来看，现阶段国内投资者大家不论是投科技也好，投老登的也好，那现阶段可能都在形成一个所谓的阶段性小反弹之后抛掉，然后挪到防御一部分去，到年底基本是这个想法。那么港股从防御的角度上来讲，其实是有一些结构性机会的，所以可能恒指的角度上来讲，空头回补的力度可能相对强一点。但是恒科的问题是，我们看到恒科的成分股，别管是这个权重股里的互联网大票也好，还是新增进去的这些股票，整体上来讲，大家现阶段在这个时间节点里面想要大幅去切进去的意愿并不是很强烈。因为大家也要考虑一下这些股票，它并不是能在海外科技反弹的时候形成强反弹，也不能在海外科技下跌的时候形成一个强的对冲效应的这些股票。所以我觉得现阶段既然大家是在等海外阶段性有没有反弹的趋势，那么如果优先反弹的话，可能也会偏上硬件一点的方向去做反弹。那我觉得这些对于恒科来讲，并不是一个特别具有共振效应的方向和节奏。
所以这是我对于整体港股大势层面上的想法，就是还是觉得可能会有一定的技术性的支撑，但是这个支撑力度、反弹的力度来讲不足够安全，它可能还是有进一步下行的风险的。是港股的整体想法吧。那我对港股的配置还是先防御为主。因为我们也谈了一下所谓有弹性的方向，现阶段要么位置够好，要么有可能有下行的风险，所以我还是偏防御为主。那么11、12月份一般来讲，我们讲港股的红利相对胜率也更高一些。
（十）总结
基本上是跟大家今天会议讲这么多。整体的思路，就是我们讲美股到年底还是有机会可以去做，指数层面上可能是偏震荡的。从我的角度上来讲，是中性略乐观的。这个所谓的中性，可能是宏观层面上会反反复复扰动市场，但宏观层面上我们要定价的悲观因素，理论上基本上在市场阶段性的都已经发现了一部分。
那么，如果出现预期反转的话，可能会反而略有小反弹的机会。这是所谓宏观层面上的。那从资金层面上或者是技术层面上，我们看未来一段时间里面，科技的这个卖压也好，或者是从这个回购潮的角度，甚至还有这个权钱交易的角度，各种层面上可能都会有一点稍微利好的因素存在，对于美股来讲，有一定的这个技术性支撑。
然后当然，美股的整体的配置思路，可能还是要等待，到底

是民主党确认横扫两院，还是民主党只拿下一院，那可能配置的方向略有不同。比如说共和党这边拿下参院，就是市场现在没怎么定价这种情形，但有可能科技还是会略有反弹的，基本是这个意思。
那么港股层面上，我自己态度还是略谨慎一些的。我自己觉得它现阶段所有的配置可能是一个技术性的反弹，这个反弹只能去讲赔率，相对胜率是可能比较低的。所以整体的思路

也是以防御为主的，建议去关注一些偏红利的方向。基本上就是会议想跟大家展望一下未来发生的事儿，那当然有更多细节可以讨论的内容，也欢迎大家在线上或线下跟我们做进一步的沟通和交流。我是东吴的策略陈梦，那么我们下周再见。感谢大家参加本次会议，会议到此结束，祝大家生活愉快，再见。

--- 策略：孰能浊以止，静之徐清20261102.pdf ---
总结
一、报告立意与核心判断
报告标题为"孰能浊以止，静之徐清"，表达的是整个四季度、年末阶段国际环境仍然比较复杂，美伊冲突、美联储加息、AI开支增速下行等各种忧虑交织在一起，市场很难判断清楚，这个时候比较好的情形是静观其变，等浑水沉淀下来之后再作决策。
四季度策略报告此前提出要保留现金、期权，实际上就是提示了10月份的风险，10月份市场下跌也比较多。在当前这个位置，我们判断：在1.35倍PB的水准，性价比在提升。因为历史上上证指数1.22倍PB到1.35倍PB是估值底部区间，10月末最低跌到3574点，基本已经接近1.35倍PB，处在底部区间的上沿，因此这个位置安全边界在增强，同时政策端信号也比较明确，市场进入到一个情绪修复、布局的窗口期。
二、分投资者类型的应对策略
1、存量投资者
对于存量投资者，不宜过度悲观，可以保持耐心。在这个位置再继续从指数角度进行减持或止损，实际上已经有点晚了，不如保持一点耐心。
2、增量资金

对于增量资金，可以结合自身风险承受能力，逐步关注具备性价比的方向，这里强调的是逐步。我们继续看好中证红利、创新药、港股创新药这些方向的ETF。增量资金又分两块：
左侧投资者：逢低布局、逢低分批布局，通过时间和价格的分散来降低底部摸底阶段的波动风险。因为在这个位置，微向上去的难度也比较大，如果出现反弹，更多是一种震荡反弹的情况。
右侧交易者：还是要等待一个市场企稳的信号，现在这个位置还是属于左侧的位置。
三、10月及1到10月市场表现
1、全球市场
10月份及1到10月，全球市场表现分化，油价遥遥领先，涨幅

达到151%，到10月末原油价格达到113.4美元每桶。黄金年初表现比较好，但截止到10月末已经跌破3900美元，累计下跌20.3%。美日韩股市在国际股指当中总体领涨，韩国指数1到10月累计上涨36%，日经225上涨25.7%，标普500、纳斯达克涨幅都在10%左右。但相比上半年涨幅有一个大幅收敛，也就是说八九月份、十月份整个全球股市都有不同幅度的回落。亚太股市表现相对落后，印度、恒生指数跌幅都超过9%。

2、A股

A股方面，上半年表现分化，下半年总体宽基指数呈现普跌。其中上半年表现并不好的上证指数、上证50相对抗跌，但1到10月跌幅也达到9%以上；万得全A下跌15.4%；科创50、沪深300跌幅大概13%左右；创业板指跌幅达到24%；北证50下跌38.5%。确实从三季度以来，出现了从上半年结构分化到下半年宽基指数整体下跌的转变。

3、风格与行业

结构上，红利风格一枝独秀。截止到10月30日，上证红利指数涨幅17.2%，中证红利涨幅1.6%，其他风格基本都处于下跌态势，其中中信TMT 1到10月下跌13.8%，如果在上半年末冲进去，回撤幅度非常大。行业层面，1到10月只有三个行业收红：传统能源煤炭和石油石化，分别上涨22.6%和7%；低估值高股息的银行涨幅达到5.4%。其他行业跌幅还是很大，像房地产、商贸零售、汽车、钢铁、国防军工、有色金属等，年内跌幅都超过20%。所以今年确实操作难度比较大。

四、资金层面

截止到10月30日，南向资金也就是港股通首次单月大幅净流出，10月当月流出了279.5亿港元，流失幅度比较大。此前5月份也有流出，但属于小幅流出35.5亿港元。

两融资金情绪也出现比较大的回落。今年融资余额截止到10月29日是23567.07亿元，比上年末下降1674亿元，近4个月当中有3个月都是下降的，只有8月反弹融资余额小幅上升。融资交易情绪也回到了2019年以来的均值之下，截止到10月29日，10月份融资买入额占A股总成交额的日均比例是7.93%，已经低于2019年以来的均值8.5%。情绪有一个均值回归的态势，不可能始终亢奋，也不可能始终恐慌。

五、经济基本面

1、GDP与结构

GDP呈现前高中低后稳的特征，前三季度同比增长4.6%，其中一季度最高5.0%，二季度最低下跌到4.3%，三季度回稳到4.5%，经济增长动能在二季度下探之后，三季度有所修复。结构层面新旧动能转换仍在推进，信息传输、软件和信息技术服务业增长最好，达到10.4%；建筑业、房地产依然下降，整个地产链条还是处在调整阶段。

2、三驾马车

固定资产投资同比增速1到9月下降7.2%（预期值7.5%）；社零增速同比1.1%（预期值3.7%，低于预期值2.6个百分点）；出口增速21.3%，数据比较靓丽，成为今年增长的重要支撑。

3、价格与货币

价格端，CPI同比增速0.9%，PPI同比增速5.0%，主要受石油、煤炭价格影响，上游价格向下游消费的传导仍然偏弱。M1同比增速3.2%，显示货币活化程度比较低。细分价格上，1到9月石油天然气开采价格上涨9.9%，煤炭价格上涨10.6%，且比1到8月都有明显抬升，对应的这两个行业今年1到10月也

表现最好。电气机械和器材制造业价格上涨4.1%，计算机通信和其他电子设备制造业上涨2.2%，涨幅比1到8月有所提升，显示行业景气度。医药制造业价格下降4.3%，汽车制造业价格下降2.2%，食品制造业价格下降1.5%。总体来说价格端也在分化。

4、出口与贸易

出口还是呈现"高端制造产业链竞争优势持续兑现"的格局，新三样产品保持比较高增长，同比增长1.8%，对美出口继续保持比较高的增速，对非美区域也都保持两位数增长。10月份中欧贸易进行磋商，双方达成16点成果共识，总体分歧可控，但博弈是持续的态势，因为欧洲在产业防御与贸易再平衡的政策方向仍将延续。

5、投资

1到9月固定资产投资下降7.2%，与上月降幅持平，暂时终止了降幅扩大的趋势，主要来自国有控股企业同比下降幅度减少（下降3.2%，前值3.6%），也就是说9月国有企业的投资加大了力度。其他经营主体还是处在投资延续下降的态势，民间投资下降10.4%，港澳台商投资下降7.6%，外商投资下降6.7%，都比前月有所扩大。许多行业投资也在边际下降。增长较好的有：煤炭增长11.6%（前值7.4%）、石油天然气增长7.5%（前值6.6%）、铁路船舶航空航天制造增长15.8%（前值16.3%）、计算机通信和电子设备制造业固定资产增长9.6%（前值8.1%）。下降的方面，有色金属采矿业投资下降0.3%

（前值3.8%，增速转负），汽车制造业下降6.3%，有色金属冶炼及压延加工业下降5.1%。房地产方面依然延续下降态势，大的方向还没有变化。

6、消费与企业盈利

消费层面，社零总额同比1.1%，与上月持平；9月当月增速也是1.1%，比上月提高0.7个百分点，在低位略有回升。具体品类看，通讯器材类增长最好，1到9月销售额增长18.1%（前值16.3%）；中西药品类增长4.0%（前值3.9%）；其他品类相对平淡，以下降为主。

企业盈利方面，1到9月工业企业盈利增速达到15.5%，比前值15.76%有所下降，但9月单月不错，同比增长14.4%，较8月份4.2%的增速显著反弹。企业盈利效率有所改善，其中成本费用节约贡献比较明显。工业企业营业收入利润率5.68%，同比提升0.42个百分点，环比上行0.02个百分点。成本节约方面：每百元营业成本85.02元，同比下降0.45元；每百元费用8.35元，同比减少0.13元，成本和费用对企业盈利改善有积极贡献，说明大家在降本增效。从单产看，9月规模以上工业企业每百元资产的营业收入73.1元，同比增加0.4元；人均营收194.6万元，同比提升12.7万元，劳动生产效率显著改

善。但应收账款依然不理想：9月末应收账款余额29.77万亿元，同比增长10%，高于营业收入增速；应收账款平均回收天数71.6天，处在历史高位。9月末亏损企业数量达到149095家，同比增加2477家。

利润层面依然是电子制造业和资源品处在利润增长态势，但资源品利润增速出现下滑态势。有色金属冶炼和有色金属采矿业1到9月利润增长79.7%和68.0%，从绝对值看增长比较高，但利润增速高点都在2月触及后持续下行。计算机通信电子利润总额同比增长103%，保持三位数增长。部分中游制造业利润有所修复，造纸和纸制品印刷利润总额同比增长15.3%（前值23.6%），铁路船舶航空增长10%（基本保持在10%到13%），医药制造业增长4.4%（前值4.9%，有所改善），汽车依然下降且降幅扩大，利润同比下降22.8%。

7、PMI

10月PMI读数是49.3，比上月下降0.8个百分点。其中大型企业50.2%，比上月回落0.4个百分点；中型企业48.4%，回落1.3个百分点；小型企业47.5%，回落1.4个百分点。多个分项订单指数也在收缩：新订单指数49.4，新出口订单指数48.7，在手订单指数44.1，整个PMI指数主要处在收缩态势。结构上，新质生产力延续良好发展态势，高技术制造业和装备制造业PMI分别为51.3和50.6，持续位于景气区间；铁路船舶航空航天、计算机通信电子设备行业的生产指数和新订单指数也位于53%这样比较高的景气分位，生产活跃度比较高。而消费品、高能耗行业相对偏弱。确实处在行业利润也呈K型的态势。

非制造业PMI方面，10月份49.7%，环比下降0.5个百分点。其中服务业商务活动指数50.0%，比上月下降0.2个百分点，新订单指数45.2%，比上月下降1.5个百分点；10月建筑业商务活动指数48.0%，环比下降2.3个百分点，新订单指数40.0%，环比下降5.7个百分点。从这些订单指数看，经济需要再继续加一把火。

六、货币环境与政策

1、利率与货币政策框架

贷款利率报价以及7天期逆回购利率依然持平。10月份比较重要的事情是，人民银行行长潘功胜在金融街论坛开幕会上发表了关于当前市场若干问题的思考，阐述央行货币政策框架转型，重点方向是利率市场化。由此得出一个推论：利率、特别是贷款利率的中枢有可能下降。因为潘行长讲到后续更多是发挥利率调控的作用，要优化短端利率调控机制，以后公开市场隔夜回购利率相应成为主要的政策利率。隔夜利率每天变动，可以更及时地对市场构成影响。后续贷款利率实际上会参考3款LPR以及银行间隔夜回购利率。

为什么推论利率有可能下行？既然市场化，就看市场化的情况：11月23日隔夜回购利率DR001是1.27%，较9月末下行9个基点，较8月份下行约15个基点；1年期和10年期国债收益率分别是1.18%和1.63%，比9月份也下降4个基点。同时财政部一个月期国库现金定期存款中标利率，8月19日是1.62%，10

月20日是1.44%，下降了18个BP。结合企业经营和市场情况，央行在货币政策上继续给予宽松的货币条件，可以推导出利率有可能下调，当然这种下调是在市场利率引导之下的下调。

另外，潘行长指出人民银行将会同有关机构设立应对非银机构大额赎回流动性支持工具，来建立债券市场稳定机制。这是为了避免有些机构在遇到赎回时不可避免地抛售债券、把债券价格打下来造成债市恐慌。为避免这种群体流动性风险，银行可以接受相应高等级抵押品并提供流动性，从而减少对债券二级市场的冲击，防止金融市场定价扭曲，维护市场纪律。稳市机制一方面在股市进行，另一方面在不断优化。

2、货币供应与信贷

M1增速回落幅度还比较大，同比增长3.2%，比上月回落0.9个百分点；M2减M1的剪刀差是负的4.0，比上月扩大0.6个百分点，说明企业资金活化程度在下降。金融机构人民币贷款也呈持续走弱态势，1到9月末新增人民币贷款累计增量实际下降10300亿元，与上月持平。具体而言，居民短期贷款年内净减少11400亿元，比上月继续减少900亿元；居民中长期贷款10月份房地产政策有所松动，所以增加了874亿元。

3、美联储

10月份美联储召开会议，维持利率不变，其中两票主张继续加息，10票主张暂缓、保持不变。从会议纪要和沃什发言看，对美国经济活动还是比较看好的，从稳健扩张调整为强劲扩张。沃什指出，上半年美国GDP已经从1.8%上升至2.4%，三季度有望进一步突破3%，终端需求比较旺盛。对于12月议息会议，沃什延续此前表态，拒绝给出明确前瞻指引，强调不应预设会议结果，除非发生系统性危机，不要过度依赖美联储的前置信号。

本次会议还进行了一项长期制度安排：以前美联储全年保持8次议息会议并对未来利率进行判断、给大家指引，但2027年其中一次转为货币政策战略专题讨论会，不再讨论短期战术行为，不进行利率表决、不发布政策决议；到2028年这种战略讨论会增加到两次，常规利率决策会议将降到6次。根据美联储观察工具显示，12月份加息概率是74.9%。结合美国经济保持强劲、韧性比较强，12月份还有可能继续加息。

从这次会议我们解读两层信号：第一层是加息预期在升温；第二层是美联储淡化前瞻指引、缩减常规利率表决层次。这会导致市场对美联储利率路径的可预见性下降，投资者就会索取更高的风险报酬，风险溢价抬升会压制估值中枢，所以全球权益资产针对这项制度可能会面临一定重定价。事实上从9月份美国加息以来，韩股、欧洲股市已经进行了一定调整。

全球制造业还是保持景气态势，9月份全球制造业PMI是53.0%，处在景气区间；美国ISM制造业是54.5%，保持比较高的水平。

4、国内政策

上个月很重要的是多维发力，稳定市场、稳定预期。政策端兼顾长期产业培育与短期增长、稳市场目标，政策主线主要有三个方向：一是强调布局新质生产力、强化科技创新；二是加大对生产性、生活性服务业的金融资源倾斜，以服务业扩能提质来夯实扩大内需，发挥我国庞大市场规模的优势；三是多部门召开密集会议，落实落地制度工具，从资本市场改革、流动性保障、汇率预期引导等多个层面来稳市场、稳经济。

10月份有一份非常重要的文件，就是中共中央、国务院印发的《关于发展新质生产力的意见》，这是新质生产力的首个顶层纲领性文件，明确以全要素生产力为核心标志，围绕科技创新、产业创新、发展方式创新、体制创新等展开。同时中办、国办发布了关于推动科技创新和产业创新深度融合的意见，就是要把科技产业成果尽快落地、形成产业化创造价值。同时也要搞好服务业、扩大内需，通过多种产品为服务业金融赋能，包括金融机构要利用信贷、债券、股权等多种融资渠道来支持；依托资产支持证券化工具和基础设施领域商业不动产投资信托基金（REITs），来盘活现代物流、文旅康养这些现金流稳定的服务业资产；并且对中小微企业经营、服务业企业主体个人消费贷款贴息，财政金融协同，所以内需方面我们看到政策也在持续加力。在稳定资本市场、稳定宏观市场信心方面，陆家嘴金融论坛会议上证监会强调要稳字当头，全力维护资本市场安全稳定。

七、估值水平

经过10月份大幅下跌，宽基指数的估值均已大幅回落，并且已经低过2025年年末的水平。截止到10月30日，万得全A的市净率是1.62倍，分位值回到23.6%，显著低于2025年的1.84倍；上证指数市净率1.41倍，分位值35%，2025年末是1.5倍；创业板指数的估值回落幅度应该是相当大的，3.82倍，分位值19.5%。所以市场已经对四季度的不确定性进行了一个比较大的风险定价。

行业层面也是一个显著回落。整个10月份只有三四个行业的估值有所提升，普遍有一个下跌，其中通信、电子的市净率估值回撤幅度相当大，都超过30%；建材、电力设备、有色金属的PB回撤也达到16%到20%。

八、总结与后市判断

我们在四季度策略报告（9月末）就提示过，要重视高美债利率、强美元环境下的资产定价风险，策略上做好防御，保持现金、期权。10月A股也是持续调整，已经跌到了1.35倍PB，进入到了风险回报较优的阶段。所以在这个位置，前面强调的存量投资者不宜过度悲观，保持耐心的观察。

左侧交易者要把风控重点放在建仓节奏与价格分布上，避免一次性集中重仓。比如以两周作为一个评估周期来进行评判，然后价格分层来承接价位，这样可以比较好地应对摸底阶段的波动风险，使净值更加平滑。对于右侧交易投资者，依然可以继续观察，因为出现微型的概率相对较小，更多是一种短线超跌反弹，在政策刺激之下的以震荡来消化上方套

牢盘或市场不利因素，可以等时间进一步落地、等美国中期大选之后再看市场怎么走。

对应我们的情绪指数，10月29日情绪指数的分位数（已转换成百分比形式）是39.26，这个位置已经比7月份下跌了27个百分点，下跌力度也比较大。后面有两种路径：一是在政策驱动下情绪指数边际改善，第二种是情绪指数下滑至极端的低位，属于市场的自然触底。目前处在中低水位，政策已经在发力，所以可能会有一个短期反弹，但反弹力度我们觉得微型的概率相对较小。

专题：均值回归视角下的防御与等待

对于四季度，我们觉得有很多风险因素，包括美伊冲突、国际油价、国际股指、AI板块前期估值扩张比较快、资本开支增速面临下行等；市场可能会更加关注AI，目前这两块高增速可能也面临回落。流动性层面，美联储货币政策收缩仍保留一定弹性，前瞻指引被淡化，投资者可能索取更高风险补偿。此外，2024年以来全球资本市场处在情绪上升周期，积累了很多获利盘，在这些外部环境变化之下，可能会放大市场波动与不确定性。这些因素10月份已经得到一定消化，但年末还没走完，所以"孰能浊以止，静之徐清"——静止沉淀往往比盲动更为有效。

从技术分析、回归最纯粹的市场语言来看，均值回归是有价格市场的特点，股价围绕年线波动，偏离大了之后回归的约束就会增强。我们对上证指数、日经225、标普500、纳斯达

克、道琼斯指数2019年以来的几次主要向上突破年线、再向下突破年线进行统计：以向上突破年线为起点、以向下突破年线为终点，平均天数是404天，也就是说要有400天左右完成这样的回归。回归从市场走势上分两段：第一段是股价上升、年线并持续向上远离年线，对应市场情绪上升阶段、多头出走；第二段是市场情绪极度亢奋、远远偏离均线，价格重新向下修正。通常而言，这种回落可能占到整个年线区间的1/4左右时间，有两种情况：一种是反复震荡、情绪逐步回落的台阶式抵抗，也可能是快速的A杀。

截止到10月末，A股、韩国股市的指数已经回落到年线附近，A股大幅跌破了年线，风险得到比较大的释放；另一方面上方也堆积了一定规模的套牢盘，所以多空力量进入到再平衡状态，多头要发起持续性进攻，还是需要时间的积蓄。与之对应，比较强的美股三大指数以及日经225仍然运行在年线上方，根据统计，截止到10月23日已经运行达到330天到370天，这种状态与我们统计的均值404天比较接近，所以后续是有可能实现均值回归、价格向年线靠拢。10月末日股、美股也已经处在向上斜率有所收敛、逐步步入高位震荡，所以需要关注其高位回落风险。

另外看美股为什么这么强，确实是因为它的盈利能力在2018年以后有一个显著上行。以半年度ROE来看，2009年到2017年，标普500的ROE基本在5%到7.5%左右；2018年之后半年度ROE逐渐抬升，2020年上半年达到11.44%，首次突破10%。这个盈利中枢的上行，导致标普500的PB突破，10月23日它的PB值是5.47，已经高于2000年3月科网泡沫时期，所以美股的上

涨本身是有盈利增长驱动的。另外，即使它盈利这么强，标普500自2018年以来也至少有4次跌破年线的回撤。我们展示了上证指数、创业板指、韩国指数向上突破年线后向下跌破年线，日经225向上突破年线、目前还没有跌穿年线所以有回归要求，以及道琼斯、纳斯达克、标普500前期也曾跌穿年线。所以均值回归是价格端的一种自然现象——简单说，涨多了就要调一调，跌多了对它又有引力。

总体而言，1.22倍到1.35倍PB这个位置是进入到底部区间，存量投资者不必过度恐慌，这个位置割肉其实意义不大，要保持耐心；增量资金分成两块，左侧交易者这个位置可以逢低分批布局，右侧交易者还可以继续观察一下。

会议实录：

（一）报告立意与核心判断

我们昨天发布了11月策略报告，叫"孰能浊以止，静之徐清"。这个标题的意思是，整个四季度、年末阶段国际环境还是比较复杂，各种因素——美伊冲突、美联储加息、AI开支增速下行等忧虑交织在一起，市场要有一个判断，但其实很难判断清楚，因为各种因素交织在一起。这个时候比较好的情形，我们是说静观其变，在一泡浑水里等它沉淀、做清下来之后，再进行决策。这是给大家破一个题。

我们在十一之前、四季度策略报告提出要保留现金、期权，也就是提示了实际上10月份的风险，我们看到整个10月份市场下跌也比较多。到现在的这样一个位置，今天市场大幅反弹，我们的判断——先说结果：在上次报告当中我们提出了一个观点，就是在1.35倍PB这样的水准，性价比在提升。为什么这样说呢？因为历史上上证指数1.22倍PB到1.35倍PB，就是它的估值底部区间，1.35倍，在10月末最低应该跌到了3574点这样的位置，基本上已经接近1.35倍PB，处在底部区间的上沿位置。所以这个位置，我们说安全边界在增强，同时政策端信号也比较明确，市场进入到一个情绪修复、布局的窗口期。

具体而言，对于存量投资者，我们说不宜过度悲观，可以保持耐心，在这个位置再继续从指数角度进行减持或者止损，实际上已经有点晚了，我们不如保持一点耐心。对于增量资金，我们说可以结合自身风险承受能力，逐步关注具备性价比的方向，这里边说的是逐步。然后我们继续看好中证红利、创新药、港股创新药这些方向的ETF。增量资金又分成两块：一块是左侧投资者，我们说逢低布局、逢低分批布局，通过时间和价格的分散来降低底部摸底阶段的波动风险，因为在这样的位置微向上去的难度也比较大，如果出现反弹，应该更多是一种震荡反弹的情况。对于右侧交易者而言，我们觉得现在还是要等待一个市场企稳的信号，这样的位置还是属于一个左侧的位置。这是整体我们提供的方向。

（二）10月及1到10月市场表现

我们看整个10月份的行情，包括今年1到10月，全球市场表现分化，油价遥遥领先，涨幅达到151%，到10月末的时候原油

价格达到113.4美元每桶。黄金年初表现比较好，但截止到10月末已经跌破了3900美元，累计下跌20.3%。美日韩股市在国际股指当中总体领涨，韩国指数1到10月累计上涨36%，日经225上涨25.7%，标普500、纳斯达克这些涨幅都在10%左右。这些指数从累计角度还是表现不错，但比上半年涨幅还是有一个大幅收敛，也就是说在八九月份、十月份，整个全球股市都有一个不同幅度的回落。亚太股市表现相对比较落后，印度、恒生指数跌幅都超过了9%。

A股方面，上半年表现分化，而下半年总体而言宽基指数呈现普跌的状态。其中上半年表现并不是很好的上证指数、上证50相对抗跌，但跌幅1到10月也达到了9%以上；万得全A下跌15.4%；科创50、沪深300跌幅大概13%左右；创业板指跌幅达到了24%；北证50下跌了38.5。所以确实从三季度以来，有点从上半年的结构分化，到下半年基本宽基指数整体下跌的状态。

那么在结构上，我们看到红利风格是一枝独秀的。截止到10月30日，上证红利指数涨幅17.2%，中证红利涨幅1.6%，那其他的风格其实我们看到的基本都是属于在一个下跌的态势。

其中像中信TMT，1到10月下跌13.8，所以这个要是在上半年年末冲进去的话，整个回撤的幅度也是非常大的。

那么行业层面，1到10月只有三个行业是收红的，一个是两个传统能源煤炭和石油石化，分别上涨了22.6%和7%；另外低估值高股息的银行也是涨幅达到5.4%，仅有三个行业上涨。那其他的行业，可以说跌幅还是很大的，像房地产、商贸零售、汽车、钢铁、国防军工、有色金属等等，这些行业年内的跌幅都超过了20%。所以今年确实操作的难度是比较大的。我们推荐的品种，如果没有止盈的话，那也整体来说是一个下跌的态势。

（三）资金层面

那么在资金层面，我们看到截止到10月30日，南向资金也就是港股通首次单月大幅净流出，10月份当月流出了279.5亿港元，这个流失的幅度还比较大的。此前5月份也有流出，但是属于小幅的流出，35.5亿港元。

两融资金的情绪也出现了一个比较大的回落。今年融资余额截止到10月29日是23567.07亿元，比上年末下降了1674亿元，近4个月当中有3个月都是下降的，就只有8月的反弹融资余额小幅上升。然后融资交易情绪也是回到了2019年以来的均值之下，截止到10月29日，10月份融资买入额占A股总成交额的日均比例是7.93%，已经是低于2019年以来的均值8.5%。

这个情绪的上升期、情绪的下降期，它也是有一个均值回归的态势，情绪不可能始终亢奋，也不可能始终恐慌。

（四）经济基本面：GDP与三驾马车

政策、经济环境方面，我们看一下经济。整个GDP呈现一个前高中低后稳的特征。前三季度我们GDP同比增长是4.6%，其中一季度最高5.0%，二季度最低下跌到4.3%，三季度又回稳到4.5%，所以整个经济增长动能在二季度下探之后，三季度有所修复。结构层面新旧动能转换仍在推进，信息传输、软件

和信息技术服务业增长最好，增长达到10.4%。建筑业、房地产依然下降，整个地产链条还是处在一个调整阶段。然后三驾马车，我们看一下。投资方面，固定资产投资同比增速1到9月下降了7.2%，预期值是7.5%。社零增速同比1.1%，预期值是3.7%，这个低于预期值还是蛮多，2.6个百分点。出口增速是21.3%，这个数据比较靓丽，成为今年增长的重要支撑。

在价格端，我们看到CPI同比增速0.9%，PPI同比增速5.0%，这个主要是受石油、煤炭价格的影响，上游价格向下游消费的传导仍然是偏弱的。然后M1同比增速3.2%，显示货币活化程度比较低。这是整个经济的情况。具体到细分的价格，我们看到1到9月石油天然气开采价格上涨9.9%，煤炭价格上涨10.6%，而且这个价格比1到8月都有一个明显的抬升，所以对应的我们看到这两个行业今年截止到1到10月也是表现最好的。另外，电气机械和器材制造业价格上涨4.1%，计算机通信和其他电子设备制造业上涨2.2%，这两个行业的价格也都是正增长的，并且涨幅比1到8月有所提升，显示了行业的景气度。其他层面，像医药制造业价格下降4.3%，汽车制造业价格下降2.2%，食品制造业价格下降1.5%。总体来说，这个价格端也是在分化。

出口的话，还是呈现从前的格局，高端制造产业链的竞争优势持续兑现，新三样产品也是保持比较高的增长，同比增长1.8%，然后对美出口也是一样，继续保持比较高的增速，对非美区域也都是保持两位数的增速。10月份，中欧贸易进行磋商，双方达成了16点成果共识，总体而言分歧可控，但是这种博弈是持续的态势，因为欧洲在产业防御与贸易再平衡的政策方向仍将延续，所以这也是一个双方博弈的过程。

（五）经济基本面：投资、消费与企业盈利

在投资方面，1到9月固定资产投资下降7.2%，与上月降幅持平，暂时终止了降幅扩大的趋势，主要来自国有控股企业同比下降幅度在减少，下降3.2%（前值3.6%），也就是说9月国有企业投资加大了力度。其他经营主体还是处在投资延续下降的态势，民间投资下降10.4%，港澳台商投资下降7.6%，外商投资下降6.7%，都是比前月有所扩大的。

具体到行业方面，我们看到许多行业的投资也在边际下降。像采矿业投资增长3.2%（前值3.4%）。一些比较好的，像煤炭增长11.6%（前值7.4%），石油天然气增长7.5%（前值6.6%），铁路船舶航空航天制造增长15.8%（前值16.3%），计算机通信和电子设备制造业固定资产增长9.6%（前值8.1%），这是绝对值增长比较高或者环比向好的一些固定资产投资。下降的方面，有色金属采矿业投资下降0.3%（前值3.8%，增速转负），汽车制造业下降6.3%，有色金属冶炼及压延加工业下降5.1%。我们看到多数行业的投资增速呈一个下降或者增速下降的态势，但是高端制造业是增长的。房地产方面依然是延续下降的态势，大的方向还没有变化。

消费层面，社零总额同比1.1%，与上月持平；9月当月增速也是1.1%，比上月提高0.7个百分点，在低位略有回升。具体

的销售品类来看，主要还是通讯器材类增长属于最好的，1到9月通讯器材销售额增长18.1%（前值16.3%）；其他品类相对来说比较平淡一点，相对好一点的中西药品类增长4.0%（前值3.9%），其他的以下降为主。

企业盈利方面，我们看到1到9月工业企业盈利增速达到15.5%，比前值15.76%有下降，但是其中9月单月还是不错的，同比增长14.4%，较8月份4.2%的增速显著反弹。我们也看到企业的盈利效率有所改善，其中成本费用节约贡献比较明显。工业企业营业收入利润率是5.68%，同比提升0.42个百分点，环比上行0.02个百分点。我们看一下成本节约情况，每百元营业成本85.02元，同比下降0.45元；每百元费用8.35元，同比减少0.13元，所以成本和费用对企业盈利的改善有积极贡献，说明大家在降本增效。从单产来看，9月规模以上工业企业每百元资产的营业收入是73.1元，同比增加0.4元；人均营收达到194.6万元，同比提升12.7万元，整个劳动生产效率在显著改善。但是应收账款这块依然还是很不理想，9月末工业企业应收账款余额是29.77万亿元，同比增长10%，依然高于营业收入增速；应收账款平均回收天数71.6天，也是处在历史的高位。9月末亏损企业数量达到149095家，同比也增加了2477家。

在利润层面，依然和前期一样，电子制造业和资源品处在利润增长的态势，但是资源品的利润增速出现了下滑的态势。像有色金属冶炼和有色金属采矿业1到9月利润增长79.7%和

68.0%，从绝对值来说还是增长比较高，但它们的利润增速高点都是在2月触及高点之后持续下行。而计算机通信电子这块，利润总额同比增长达到103%，保持三位数增长。然后部分中游制造业的利润有所修复，造纸和纸制品印刷利润总额同比增长15.3%（前值23.6%），铁路船舶航空这块增长10%（基本保持在10%到13%），医药制造业增长4.4%（前值4.9%，有所改善）。汽车依然是下降的，而且降幅有所扩大，利润同比下降22.8%。

（六）经济基本面：PMI

PMI指数这块，我们看到10月份的读数是49.3，比上月下降0.8个百分点。其中大型企业50.2，比上个月回落0.4个百分点；中型企业48.4，回落1.3个百分点；小型企业47.5，回落1.4个百分点。具体到多个分项订单指数，也是在收缩的：新订单指数49.4，新出口订单指数48.7，在手订单指数44.1，所以整个PMI指数主要处在一个收缩的态势。

在结构上，我们看到新质生产力延续良好的发展态势，其中高技术制造业和装备制造业的PMI分别是51.3和50.6，持续位于景气区间。铁路船舶航空航天、计算机通信电子设备行业，它的生产指数和新订单指数也是位于53%这样比较高的景气分位，说明生产活跃度也比较高。而另外的消费品、高能耗行业的PMI相对偏弱。所以整个我们看到，确实是行业利润处在K型的态势。

非制造业PMI，10月份是49.7%，环比下降0.5个百分点。其中服务业商务活动指数50.0%，比上月下降0.2个百分点，新

订单指数45.2%，比上月下降1.5个百分点；10月建筑业商务活动指数48.0%，环比下降2.3个百分点，新订单指数40.0%，环比下降5.7个百分点。所以从这些订单指数来看，经济其实是需要再继续加一把火。

（七）货币环境：利率与稳市机制

货币环境方面，整个贷款利率报价以及7天期逆回购利率依然持平。10月份比较重要的事情，关于利率的，那就是人民银行行长潘功胜在金融街论坛开幕会上，发表了关于当前市场若干重要问题的思考，整个阐述了央行货币政策框架转型，重点方向就是利率市场化。从这种利率市场化，我们得出一个推论，就是利率、有可能贷款利率的中枢有可能下降。因为潘行长讲到后续更多的是发挥利率调控的作用，其中要优化短端利率调控机制，以后公开市场隔夜回购利率相应成为主要的政策利率，隔夜利率每天都是在变动，所以应该可以更及时地对市场构成影响。后续贷款利率实际上会参考3款LPR，还有银行间隔夜回购利率。

为什么说要推论利率有可能下行呢？既然市场化，我们就看一下市场化的情况。11月23日隔夜回购利率DR001是1.27%，较9月末下行9个基点，较8月份下行约15个基点。然后1年期和10年期国债收益率，在10月23日分别是1.18%和1.63%，比9月份也下降4个基点。同时财政部一个月期的国库现金定期存款中标利率，8月19日是1.62%，10月20日是1.44%，下降了18

个BP。所以从这些市场内的变化，再结合企业经营情况和市场情况，央行在货币政策上继续给予宽松的货币条件，这样推导出来，利率有可能会有一个下调。当然这种下调，我们是说在市场利率引导之下的一个下调。

另外，潘行长指出，人民银行将会同有关机构设立应对非银机构大额赎回流动性支持工具，来建立债券市场稳定机制。那这是什么东西呢？实际上就是要避免有些机构在遇到赎回的时候，不可避免地要抛售债券，如果市场承接不了，把债券的价格打下来，造成债市的恐慌。为了避免这种群体的流动性风险，银行提供相应的渠道，比如说你提供相应的高等级抵押品，我可以给你提供流动性，这样就减少了在二级市场对于债券市场的冲击，防止金融市场定价扭曲，维护市场纪律。这是稳市机制，一方面在股市进行，另一方面在不断优化。

（八）货币环境：M1、信贷与美联储

货币方面，然后我们再看M1，M1的增速回落幅度还是有一点大，同比增长3.2%，比上月回落0.9个百分点，然后M2减M1的剪刀差是负的4.0，比上月扩大0.6个百分点。这说明企业资金的活化程度在下降。另外，金融机构人民币贷款这块，我们看到也是一个持续走弱的态势，1到9月末新增人民币贷款累计增量实际下降10300亿元，与上月持平。具体而言，居民的短期贷款年内净减少11400亿元，比上月继续减少900亿元；居民中长期贷款，我们知道10月份房地产的政策有所松动，所以这块还是增加了，增加了874亿元。

然后利率层面，美国利率这块，10月份美联储召开了会议，

维持利率不变，其中两票主张继续加息，10票主张暂缓、保持不变。我们阅读了美联储的会议纪要和沃什的发言，整个他们对美国经济活动还是比较看好的，从稳健扩张调整为强劲扩张。沃什指出，上半年美国GDP已经从1.8%上升至2.4%，三季度有望进一步突破3%，所以整个终端需求还是比较旺盛的。对于12月议息会议，沃什延续他此前的表态，拒绝给出明确的前瞻指引，强调不应预设会议结果，除非发生系统性危机，不要过度依赖美联储的前置信号。

而且这个会议还进行了一项长期的制度安排。在以前，美联储全年要保持8次议息会议，然后进行委员对未来利率的判断、给大家一个指引，但是2027年，其中有一次转为货币政策战略专题讨论会，也就不讨论短期的战术行为了，不进行利率表决，不发布政策决议；到2028年，这种战略讨论会扩展到两次，所以常规利率决策会议就会在2028年降到6次。那么根据美联储观察工具显示，12月份加息的概率是74.9%。

所以结合前面说的美国经济保持强劲、韧性比较强，12月份应该说还有可能继续加息的。

从这次会议，我们解读两层信号：第一层，就是刚刚讲的加息预期是在升温的；第二层，就是美联储淡化前瞻指引，然后缩减常规利率表决层次。这会导致什么呢？会导致市场对于美联储利率路径的可预见性在下降，所以投资者就会索取更高的风险报酬，相应的，风险溢价抬升会压制估值中枢，所以全球权益资产针对这项制度可能会面临一种重定价。事实上从9月份美国加息以来，我们看到韩股、还有欧洲的股市，已经进行了一定的调整。

制造业方面，我们看到全球还是保持一个景气的态势，9月份全球制造业PMI是53.0%，也是处在一个景气区间；美国供应管理协会ISM制造业是54.5%，也是保持在一个比较高的水平。

（九）政策层面

在政策层面，上个月其实很重要的是多维发力，稳定市场、稳定预期。政策端兼顾长期产业培育与短期增长、稳市场目标，政策主线主要有三个方向：一个是依然强调布局新质生产力、强化科技创新；第二个，我们说要加大对生产性、生活性服务业的金融资源倾斜，以服务业扩能提质来夯实扩大内需，因为我们还是要搞内需。发挥我们庞大市场规模这样一个优势；第三个，是多部门召开了密集的会议，落实落地制度工具，从多个层面包括资本市场改革、流动性保障、汇率预期引导等，来稳市场、稳经济。

在10月份，有一份非常重要的文件，叫做《关于发展新质生产力的意见》，这是由中共中央、国务院印发的，是发展新质生产力的首个顶层纲领性文件，明确确认了以全要素生产力为核心标志，然后围绕科技创新、产业创新、发展方式创新、体制创新等。同时，中办、国办发布了关于推动科技创新和产业创新深度融合的意见，我们干嘛呢？就是要把科技产业成果落地，尽快形成产业化、创造价值。同时我们也是要搞好服务业、扩大内需，也是通过各种产品来为服务业金

融赋能，包括像对软件行业，金融机构要利用信贷、债券、
股权等多种融资渠道来支持；依托资产支持证券化工具和基
础设施领域商业不动产投资信托基金（REITs），来盘活像现
代物流、文旅康养这些现金流稳定的服务业资产；并且对中
小微企业经营、服务业企业主体个人消费贷款贴息，财政金
融进行协同。所以内需我们看到也是在持续的政策加力。
在稳定资本市场、稳定宏观市场信心方面，大家也感受得比
较明显，在陆家嘴金融论坛的会议上，证监会强调要稳字当
头，全力维护资本市场安全稳定。
（十）估值水平
那我们看一下，经过这种10月份的大幅下跌，估值水平怎么
样。那就是整个宽基指数的估值均已大幅回落，并且已经低
过了2025年年末的水平。截止到10月30日，万得全A的市净
率是1.62倍，分位值回到了23.6%，那也是显著低于2025年的
1.84倍；上证指数的市净率1.41倍，分位值是35%，2025年末
是1.5倍。所以整个，包括创业板指数的估值回落应该是幅度
相当大的，3.82倍，分位值是19.5。所以整个市场已经对四
季度的不确定性进行了一个比较大的风险定价。
行业层面，我们看到也是一个显著的回落。整个10月份，那
么只有三四个行业的估值是有所提升的，普遍是有一个下
跌，其中通信、电子，它的市净率估值回撤的幅度是相当大

的，都超过了30%；然后建材、电力设备、有色金属，它们的
PB回撤也达到了16%到20%。
（十一）总结与后市判断
跌到这样一个程度，我们其实在四季度策略报告、在9月末的
时候就提示过，要重视高美债利率、强美元环境下的资产定
价风险，策略上做好防御，保持现金、期权。10月A股也是持
续调整，已经跌到了1.35倍PB，进入到了风险回报较优的阶
段。所以在这个位置，我们前面强调的就是存量投资者不宜
过度悲观，保持一个耐心的观察。
那么左侧的交易者，我们说要把风控重点放在建仓节奏与价
格分布上，避免一次性集中重仓。今天我们看到指数其实有
一个非常大的单日反弹，但是这个位置还是一个我们进行分
阶段来布局比较好，比如说我们以两周作为一个评估周期来
进行评判，然后这个价格分层来承接价位，这样就可以比较
好地去应对在摸底阶段的波动风险，使净值更加平滑。我们
觉得这是左侧的稳健投资者可以这样操作。而对于右侧交易
投资者，我们认为依然可以继续观察一下，因为这个问题，
出现微型的概率可能相对来说也并不是很大，更多的是一种
短线超跌反弹，在政策刺激之下的以震荡来消化上方的套牢
盘，或者以震荡来消化市场的不利因素。那我们可以等它让
时间进一步落地，等美国中期大选之后，再看一看市场会怎
么走。

那我们对应的情绪指数，我们看一下，10月29日，我们的情
绪指数分位数（我们把它转化成百分比的形式）是39.26，这
个位置已经比7月份下跌了27个百分点，可以说这个下跌的力
度也比较大。那这样的情形，后面怎么样呢？我们说有两种

路径：第一种是在政策驱动下，这个情绪指数边际改善，我们看到像在前期跌到这种40的水平，它是有一个修复的，当然这个修复的力度大小，它是来自于政策的一个驱动；第二种就是情绪指数下滑到极端的低位，就自然下滑，那这个时候就属于市场的自然触底。那目前是处在一个中低水位的情形，我们看到政策已经在发力了，所以可能会有一个短期的反弹。但是反弹的力度，我们觉得微型的概率是相对较小。

（十二）专题：均值回归视角下的防御与等待

接下来我们有一个专题，就是均值回归视角下的防御与等待。那么对于四季度，我们觉得有很多风险因素，包括像美伊冲突、国际油价、国际股指、AI板块前期估值扩张比较快、资本开支的增速面临下行，市场可能会更加关注AI，目前这两块高增速可能也面临着回落。那么在流动性层面，我们刚刚讲了，美联储货币政策收缩仍然保留一定的弹性，然后前瞻指引被淡化，所以投资者可能索取更高的风险补偿。那除此之外，2024年以来，全球资本市场都是处在一个情绪上升周期，也是积累了很多的获利盘，那么在这些外部环境变化之下，可能会放大市场的波动与不确定性。这是整体一个情景，那这些因素，我们看到10月份已经得到了一个消化，但是这个年末我们觉得还没有走完。那在这种情况之下，就是我们说的"孰能浊以止，静之徐清"，可能静止沉淀往往比盲动更为有效。

然后我们从另外一个视角来思考问题，就是说前面这些因素，可能国际大行也未必看得清楚，具体的一个走向，或者众多因子之间谁成为主导因素。那我们看一下技术分析，回归到最纯粹的市场语言。因为均值回归，它就是有价格的市场这样一个特点，股价围绕年线、围绕均线波动，偏离大了之后，那么均值回归的约束就会增强，就是这样偏离、回归、再偏离，反反复复这样一个循环。我们也是对上证指数、日经225、标普500、纳斯达克、道琼斯指数，2019年以来的几次主要的向上突破年线、然后再向下突破年线进行了一个统计。那我们看，以向上突破年线为起点、以向下突破年线为终点，我们统计的这些平均的天数是404天，也就是说它要有400天左右完成这样的一个回归。当然这个回归，我们从市场走势上来说是分成两段：第一段是股价上升、年线并持续向上远离年线的阶段，这是对应市场情绪上升阶段、多头出走；第二种，就是市场情绪极度的亢奋、远远地偏离均线，那这个时候价格重新向下修正的一个阶段。那这个通常而言，大家去观察，可能占整个年线区间的大概1/4的时间这样的水平。那这种回落有两种情况：一种是可能是反复震荡、情绪逐步回落的台阶式抵抗，也有可能是一种快速的A杀。

这里边，我们看到的是截止到10月末，A股、韩国股市的指数已经回落年线到附近，那我们A股是大幅地跌破了年线，所以风险也是得到了比较大的释放。那这种情况，一方面说明风险较大的释放，另一方面上方也堆积了一定规模的套牢盘，所以多空力量进入到一个再平衡的状态，那么多头要发起持

续性进攻，我们认为还是需要一个时间的积蓄。那与之对应的，像现在比较强的，像美股的三大指数，还有日经225，仍然运行在年线上方。那根据我们的统计结果，截止到10月23日，已经运行达到330天到370天，那这种状态之下，它其实与我们统计的均值404天也比较相接近了，所以后续是有可能实现均值回归、这个价格向年线来靠拢。那十月末的时候，我们看到日股也好、美股也好，已经处在一个上行斜率有所收敛、逐步步入到高位震荡，所以需要关注它的一个高位回落风险。

另外我们再看看为什么美股这么牛，因为确实是它的盈利能力在2018年以后有一个显著的上行。我们就以半年度的ROE来看，在2009年到2017年，标普500的ROE基本是在5%到7.5%左右；但是2018年之后，半年度的ROE就是逐渐抬升，2020年上半年达到了11.44%，这也是首次突破了10%。所以这个盈利中枢的上行，导致标普500的PB也是突破，10月23日它的PB值是5.47，已经高于2000年3月科网泡沫时期，所以美股的上涨本身我们看到它是有一个盈利增长的驱动。那另外，我们还要看，即使它盈利这么强，其实标普500美股2018年以来，也是至少有4次跌破年线的回撤。

我们接下来看一下，这是上证指数向上突破年线、然后向下突破年线；这是创业板指突破年线、然后向下跌破年线；然后这是韩国指数向上突破年线、向下跌破年线；这是日经225向上突破年线、现在还没有跌穿年线，所以它是有一个回归的要求；这是道琼斯工业指数，虽然美股很强，我们看到前期它也是有很多时候是跌穿年线；还有这个纳斯达克，现在也是没有跌到年线的位置，前期在2022年这个时候也是跌穿年线；像这个标普500，这也是没有跌穿年线，前期呢也是在这个2021年、2022年也是跌穿过年线。所以整个均值回归，它是一种价格端的自然现象。简单地说大白话，涨多了你就要调一调，跌多了对它又有一个引力。

这就是我们10月的策略报告，跟大家进行一个汇报。总体而言，就像我们前面说的，1.22倍到1.35倍的PB这个位置是进入到底部的区间，存量投资者就不必过度地恐慌，或者在这个位置割肉其实也意义不大，要保持耐心；增量资金分成两块，左侧交易者这个位置是可以逢低分批布局的，右侧交易者我们说还可以继续观察一下。这就是11月的策略讲解，也是祝大家（投资顺利）。