文件帖 2026-10-27 07:15

来源：刨米机AI精选 | 先知股票数据源

--- 10月FOMC前瞻：“跳过”加息20261026.pdf ---
全文总结
本次为某宏观团队每日早8点"宏观经济早班车"栏目，主题为本周10月美联储FOMC会议前瞻。主讲人指出，本次会议没有大的悬念：市场预期10月加息概率不足10%；且本次不是季
度大会议，没有经济预测和点阵图，信息未必那么密集
。会议就本次及后续会议的美联储政
策利率做前瞻，并结合近期市场走势，梳理美联储加息路径、美国增长以及美债所反映的市场交易特点。
一、10月FOMC会议基本信息与市场预期
10月FOMC会议是本周四凌晨两点，美联储将公布会议决议，当前市场预期几乎不加
息。
10月加息概率自9月以来经历了过山车式的大幅变化：
先是9月18日比较鹰派的9月（议息会议），让市场对10月、12月加息预期都有所上升；
从9月中下旬开始，油价和AI资本开支带来的增长预期，带动美国通胀和增长预期同步上行，最高峰在9月23日——美国标普PMI发布且超预期强劲，让10月加息概率一度升到70%以上，这是阶段性顶点；
随后加息预期显著回落：一方面是美联储官员陆续发表比较鸽派的讲话，即便此前
比较鹰派的官员也更多倾向于不着急进一步加息、可能想放缓加息节奏；另一方面，
后续公布的数据阶段性打消了加息必要性——9月30日美国（BEA）公布的修正后PCE通胀路径显著下修，10月初公布的9月非农大幅低于预期，加息预期一度回落至20%以下。
但10月以来，10月中旬公布的9月核心CPI（第二次超预期），加上持续高位的油价对通胀的扩散效应开始显现，加息预期一度逼近60%。不过即使如此，CPI公布当晚加息交易没有持续太久，因为随后AI（行情）降温导致美股科技股大跌，部分带动增长预期下行，再加上美联储官员在数据后仍连续释放鸽派信号，10月中旬以来加息预期逐步回落。
尤其是上周以来AI交易持续降温，科技股大幅调整带动美股表现不佳，AI交易降温下伴随增长预期同步下修。市场顺势下调10月加息预期，整条加息曲线（12月、明年7月）都有所下行。截至最新，市场对12月的加息预期定价是78%；截
至明年最高点大概在明年9月，加息预期为2.8次，和此前三次以上相比有明显降温。

二、核心判断：10月跳过加息、12月加息概率仍大
在鸽派官员讲话、以及近期科技股调整带动增长预期略有下修的情况下，即使油价在高位，市场仍定价10月不加息。
在市场预期已经这么低的情况下，美联储大概率也会顺应市场，不会在10月会议上做
出加息这种特别超预期的动作。
但主讲人认为，9月以来美联储鸽派官员的鸽派表态其实不太立得住脚：因为9月CPI之

后，核心CPI环比已连续两个月超预期——8月还能说是集中项目少数涨价，但9月连续超预期，部分已显示油价持续高位下通胀扩散风险的提升。当前市场更多被AI带来的
（衰退/降温）趋势主导——这个趋势要打引号，不是典型的衰退，而是此前高增长预
期的回撤，且并未过多关注高油价带来的通胀扩散风险。
向前看，预计临近中旬，油价仍可能令10月CPI保持高位，进一步巩固12月加息预
期。因此我们认为10月将是跳过加息，12月加息概率仍然非常大
，除非近期油价显著
回落、带动通胀压力缓解；否则12月加息仍是大概率情形。
再往前看，明年的货币政策路径仍存在较大不确定性：一方面来自中东和油价
——近
期油价持续上行并在高位持续，市场越来越难忽视油价对通胀的风险，尤其快到年末，油
价水平已经高出市场此前预测；另一方面来自AI和增长前景，二者紧密捆绑——近一两周AI交易降温及带来的股市调整，会大幅拖累美国增长前景。
三、上周市场表现与美债的信号
上周，在中东局势升级和AI担忧的情况下，全球股市基本在后半周普遍下跌；与此同时
美债大幅上行（即美债收益率大幅下行），呈现典型的避险交易特征。
仅从美债利率视角看，尽管上周中东冲突带动油价上涨，但目前对美债利率的传导有
限：表现为两年期美债利率隐含的通胀预期小幅上涨后回落，10年通胀预期变化不
大，并且两年、10年美债期限溢价同步（收窄）。
市场并未定价油价上涨带来的通胀上行风险，而是更多在交易AI盈利和融资成本担
忧、AI交易降温引发的全球股市大跌而来的增长担忧和加息预期降温；叠加上周法债
危机持续发酵带来的避险情绪，带动美债收益率大幅下行、期限利差收窄。
一个有意思的现象：近一周以来AI交易的降温，可能是10月美联储不加息更重要的考
量。如果没有近期AI交易降温、美股大跌，主讲人认为油价上行仍是10月加息的尾部风险；但有上周这个情况之后，我们也不再预测10月会超预期加息。

另一个有意思的现象：9月中旬以来，TIPS美债实际利率和（费城）半导体指数的走
势高度一致——半导体指数下跌，美债实际利率也同步下跌。实际利率隐含增长预期、通胀预期和货币政策预期，但因为剔除了通胀预期，更多可以把它当作增长预期的一
个比较（有效）的替代指标。
今年4~6月，AI需求高增长驱动费城半导体指数创新高，叠加中东局势阶段性改善，
缓解了美国经济（陷入滞胀）的担忧，这一时期两年期利率在二季度显著走高。但9月
中旬以来，尤其是两年期美债TIPS实际利率和（费城）半导体指数走势高度一致，背
后反映了市场对未来两年美国增长预期和AI趋势高度绑定——一荣俱荣、一损俱损。
因此，除中东以外，AI产业自身的产业周期和AI趋势的变化，也是明年美国增长的另

一个、更大的不确定性来源。目前来看，对2027年美联储政策利率路径的展望仍存在
较大不确定性，风险偏上行，但至少到中旬后可能相对清晰一些
；目前仍不想给出特
别明确的路径预判。
四、本周三季度美国GDP数据及后续关注
本周四晚还有另一个重要数据——美国第三季度GDP。
从高频预测和分析师一致预期来
看，市场预期三季度美国GDP将迎来高峰。
跟踪美国GDP预测有两个维度：
一是高频预测（Nowcast），最具代表性的是亚特兰大联储的GDPNow模型，其对三季度美国GDP的最新实时预测是3.5%，其中消费、设备投资、生产（净出口）的贡
献分别是2.55%、1%和1.38%，消费仍比较高增长；另一个纽约联储模型对三季度
美国GDP趋势预测是2.67%。
二是（Bloomberg/Consensus一致预期），即较低频的机构预测模型或投行分析师模型，最具代表性的可看彭博分析师一致预期，也有两个维度：上周公布的最新
阅读问卷调查反馈分析师对三季度美国GDP预测是3.0%；分析师对本周GDP单次数
据的预测是3.2%。
无论高频预测还是市场预期，均保持在较高区间。不过，GDP数据相对滞后，对市场
的影响未必那么大，但其中结构的变化，像消费、AI相关与传统部门的结构，还是值
得一看。
展望明年，中东局势和AI产业趋势将是美国增长的两大不确定性因素和决定性因素。
本周还有欧央行和日央行议息会议，属于"超级央行周"，对市场的扰动可能相对较大，是海外市场值得关注的一周。

会议实录
各位投资者朋友，大家早上好，欢迎来到每天早8点的宏观宏观经济早班车。我是宏观分析师唯一。今天早上想和大家汇报交流一下本周的10月美联储FOMC会议。
这次会议其实没有什么大的悬念，因为从最新的市场预期来看，基本上预期10月加息的
概率不足10%。而且本次会议不是季度的大会议，也就是说没有经济预测和点阵图，所以相
对来说信息未必有那么密集。但我们还是想对这次会议以及后续会议的（政策）前瞻、后续会议
美联储政策利率做一个简单的前瞻，以及结合近期市场走势的变化，谈谈我们对美联储加息路
径、对美国增长，还有美债所反映的市场交易特点做一些简单的回顾。
10月FOMC会议是本周四的凌晨两点，美联储将公布会议决议，当前市场预期几乎不加
息。其实这个10月加息的概率，从9月以来经历了类似过山车一样的大幅变化。
首先是9月18号比较鹰派的9月（议息会议），让市场对10月、12月加息预期都有所上
升。从9月中下旬开始，一方面是油价和AI资本开支带来的增长预期，带动了美国通胀和增
长预期同步上行；其最高峰是在9月23日——美国标普PMI发布，发布之后超预期强劲，这
个（强劲的）PMI让10月加息概率来到了70%以上，这是当时的阶段性顶点。

但随后加息预期显著回落：一方面是美联储官员陆续出来发表比较鸽派的讲话，哪怕此前比较鹰派的官员，也更多是暗自倾向于不着急进一步加息、可能想放缓加息节奏；另一
方面，后续公布的一些数据，在9月底10月初阶段性打消了加息的必要性——一个是９月３０日美国（ＢＥＡ）公布了修正后的ＰＣＥ通胀路径，显著下修；另外是１０月初公布的９月非农大幅低
于预期，加息预期一度回落至20%以下，这个波动还是比较明显的。
但１０月以来，１０月中旬公布的９月核心ＣＰＩ第二次超预期
，加上持续在高位的油价对通胀
的扩散效应开始显现，加息预期一度逼近６０％。
但即使如此，当晚——如果大家还记得的话，
CPI公布的当晚，加息交易没有持续太久，因为随后ＡＩ（行情）降温导致美股、科技股大跌，
也部分导致了增长预期的下行
，再加上美联储官员在（数据）后仍然是连续释放鸽派信号，所
以从１０月中旬以来，加息预期逐步回落。
尤其是近期一两周、尤其是上周以来，ＡＩ交易持续降温，科技股大幅调整，带动美股表现也不怎么好；在这样一个AI交易降温下，伴随而来的是增长预期的同步下修
。市场也顺势下
调了10月加息预期，乃至看整条加息曲线的话，１２月、明年７月的整条未来加息预期都有所下
行。截至最新，市场对截至１２月的加息预期定价是７８％；截至明年最高点大约在明年９月，
加息预期是２.８次，和此前的三次以上已经有比较明显的降温。

所以，在这样一个鸽派官员讲话、以及近期科技股调整带动增长预期略有下修的情况下，即
使油价在高位，市场仍然定价了１０月不加息。尤其需要强调的是，在市场预期已经这么低
的情况下，美联储也大概率会顺应市场，不会在１０月会议上做出加息这样一个特别超预期
的动作。
但我们认为，一方面，９月以来美联储鸽派官员的鸽派表态其实不太立得住脚。因为9月
ＣＰＩ之后，核心ＣＰＩ环比是连续两个月超预期
，而且8月还能说是因为集中项目的少数涨价，但
９月（连续）超预期，其实部分已经显示了油价持续在高位的情况下，通胀扩散风险在提
升。所以我们认为，当前市场更多被ＡＩ带来的（衰退）趋势主导
——这个（衰退）趋势要打
引号，更多不是典型的衰退趋势，而是此前高增长预期的回撤，而并未过多关注高油价带
来的通胀扩散风险。
所以如果往前看，我们预期临近中旬，油价仍可能令１０月ＣＰＩ保持高位，进一步巩固１２
月加息的预期。因此我们认为，１０月将是跳过加息，１２月加息的概率仍然非常大，除非近
期油价看到一个显著回落、带动通胀压力缓解；否则１２月加息仍然是大ｇａｍｂｌｉｎｇ（概率最大
的）情形。

但再往前看，明年的货币政策路径，我们仍然认为存在较大的不确定性。这个不确定性，一方面来自中东和油价，尤其是近期油价的持续上行并在高位持续，其实已经让市场越来越难以忽视油价对通胀的风险，尤其已经快到年末了，油价的水平也已经高出了市场此前的预测。

另一方面，不确定性来自AI和增长前景，AI这两者（增长与AI）是紧密捆绑在一起的。就像近一两周市场交易的（折线）来看，AI交易的降温以及带来的股市调整，其实会大幅拖累美国的增长前景。

其实这也就说到了上周市场的表现。上周，在中东（局势）升级和AI担忧的情况下，全球股市基本上在后半周普遍下跌。而且与此同时，美债大幅上行，也就是说美债收益率大幅下行。其中我们觉得值得关注的一个现象是，这样一个"股跌再涨"的现象，其实比较类似一个典型的避险交易。

如果我们仅看美债利率、从美债利率的视角来看，尽管上周中东冲突带动油价上涨，但目前来看，它对美债利率的传导有限。表现在两年期美债利率隐含的通胀预期是小幅上涨后回落，10年通胀预期变化不大，并且两年、10年美债期限溢价同步（收窄）。也就是说，市场并未定价油价上涨带来的通胀上行风险，而是更多在交易AI盈利和融资成本担忧、AI交易降温引发的全球股市大跌而来的增长担忧和加息预期降温；叠加上上周法债危机持续发酵而来的避险情绪，就带动了美债收益率大幅下行、期限利差收窄。

其中一个有意思的现象是，近一周以来AI交易的降温，其实可能是10月美联储不加息更重要的一个考量。如果没有近期AI交易降温、美股大跌的话，我们可能认为油价上行仍是10月加息的尾部风险；但有上周这样一个情况之后，我们可能也不再预测10月会超预期加息。

另一个有意思的现象，就是9月中旬以来，TIPS、美债实际利率和（费城）半导体指数的走势是高度一致的。也就是说，随着半导体指数的下跌，美债实际利率也是在同步下跌。实际利率其实隐含了增长预期、通胀预期和货币政策预期；简单来看，因为它是剔除了通胀预期的实际利率，我们更多可以把它当做增长预期的一个比较（有效）的替代指标。

我们可以看到，今年4~6月，AI需求高增长驱动费城半导体指数创了新高，叠加中东局势阶段性改善，缓解了美国经济（陷入滞胀）的担忧。在这一时期，两年期利率在二季度显著走高。但与此同时，9月中旬以来，尤其是两年期美债TIPS实际利率和（费城）半导体指数走势高度一致。我们认为，其背后是反映了市场对未来两年美国增长预期和AI趋势

高度绑定，一荣俱荣、一损俱损。所以我们也会认为，除了中东以外，AI产业自身的产业
周期、AI趋势的变化，也是明年美国增长的另一个、更大的不确定性来源。
所以，我们认为目前来看，对于2027年美联储政策利率路径的展望，仍然存在较大的不
确定性，可能风险偏上行，但至少到中旬后可能相对清晰一些。但目前为止，我们仍然不
想给一个特别明确的路径预判。
最后再简单说一下，本周四晚上，美国的另一个重要数据，也就是第三季度的美国GDP。从高频预测和分析师一致预期来看，市场预期三季度美国GDP将迎来高峰。如何跟踪
市场对于美国GDP的预测？其实也是两个维度：
一个是高频预测，即所谓的Nowcast，最具代表性的其实是亚特兰大联储的GDPNow模
型，其对三季度美国GDP的最新实时预测是3.5%，其中消费、设备投资、生产（净出口）
的贡献分别是2.55%、1%和1.38%，消费还是比较高增长；另一个纽约联储的模型，对（三
季度）美国GDP趋势预测是2.67%。
另一个维度是（consensus/分析师一致预期），也就是我们可能比较低频的模型、一
些机构的预测模型，或者投行分析师的模型，最具代表性的我们可以看彭博分析师一致预
期，一致预期其实也有两个维度：一个是上周公布的最新的阅读问卷调查，反馈分析师对三
季度美国GDP预测是3.0%；另外一个是分析师也会对当周要公布的经济数据进行预测，分
析师对本周GDP单次数据的预测是3.2%。
所以，不管是高频预测还是市场预期，均保持在较高区间。所以，我们认为本周公布
的GDP数据，相对（来说）因为GDP比较滞后，可能它对市场的影响未必那么大。但我们觉
得它的结构变化，像消费、AI相关的传统部门结构，还是值得一看。

展望明年，也就是刚才也提到的，中东局势和AI产业趋势将是美国增长的两大不确定
性因素和决定性因素。本周还有欧央行和日央行的议息会议，也是超级央行周，所以对市
场的扰动可能相对比较大，也是海外市场值得关注的一周。也欢迎持续关注后续每天早8点的宏观经济早班车，谢谢。

--- 美国中期选举对国际关系与资产价格的影响20261026.pdf ---
全文总结
一、会议主题与分享框架
本次电话会由国泰海通宏观分析师汪浩主讲，主题是即将到来的美国中期选举（11月3日为选举日）对国际关系与资产价格的影响。分享分两部分：一是美国中期选举前瞻，包括当前态势、选举后可能情形及对经济政策和市场的影响；二是中期选举之后对中国经济、中美关系和中国市场的影响。
二、选举机制与当前格局

参议院共100席，每两年改选1/3，参议员任期6年；众议院435席，每两年全部改选，众议员任期两年。本次选举后，明年1月初第120届国会开始履职。11月3日当天选举委员会会公布初步结果，但因邮寄选票（如加州、纽约州规定10月3日前盖邮戳即有效）以及票数接近时可能自动重新计票，正式结果可能滞后几天甚至数周。当前格局：参议院共和党53席、民主党45席，另有两位独立派议员通常立场与民主党一致，实际约53:47；众议院共和党对民主党为218:214，另有1位独立派议员和2个席位空缺。参众两院目前均由特朗普所在的共和党掌控。

三、选举前景判断

从历史规律看，执政党在中期选举中相对不利。复盘1986年至2022年十轮中期选举，执政党在众议院平均损失21席、参议院平均损失3.4席。按此推算，参议院可能变为约50:50或共和党略处劣势，共和党失去众议院基本板上钉钉

。从特朗普的支持率看，特朗普2.0时期支持率直

线下滑，当前约38.8%，为本任期最低点，距上一任期最低点仅一步之遥。

从预测平台Polymarket（真金白银下注）看：完全分治政府（民主党掌控参众两院）概率约66%；局部分治（民主党掌控众议院、共和党掌控参议院）约26%；完全统一政府（共

和党继续掌控参众两院）约10%

；共和党掌控众议院、民主党掌控参议院的倒置情形基本不可

能。押注合约相互独立，加总约103%。总体判断：分治政府是大概率情形，且完全分治概率

大于局部分治。

四、分治政府对美国经济政策的影响

一是财政扩张可能相对受阻，特朗普不能想花钱就花钱；二是想通过的预算案不一定能及时通过，政府关门或停摆的概率可能进一步提升；三是两党倾向的细分领域不同，细分板块

可能出现分化。历史经验表明，分治政府下更容易出现"财政钝化"——财政刺激下降、财政扩张收敛、债务发行减速。复盘2000年以来各财年赤字率，分治政府期间财政赤字倾向于进一步收

敛（2011—2015年尤其明显），而赤字极值点如2024年、2009年、2021年基本处于统一政府期间；唯一例外是2020年，因疫情冲击需要大幅财政赤字扩张，说明遇到重大外生冲击时仍要优先保经济。

政府停摆方面，2000年以来共发生5轮：2013年16天、2018年3天、2018年2月9小时、2018年12月35天，以及去年（2025年）10月至11月创历史最长的43天停摆。停摆既出现在分治政府也出现在统一政府期间，本身与政府类型关系不大，但逻辑上分治政府可能加剧两党财政博弈，提高停摆风险；且五次中有四次都发生在特朗普政府期间。2027财年（今年10月1日至明年9月30

日）全年拨款法案尚未完全落地

，若持续决议（CR）无法接续，明年上半年停摆风险进一步上

升。去年43天停摆一定程度上导致美国GDP环比折年率从三季度3.90%降至四季度0.2%，冲击明显。

细分领域分化方面，若进入分治政府，民主党至少掌控一院，更倾向于在新能源、医保改革、移民等方面增加补贴支出，同时可能掣肘共和党在边境、国防支出上的投入。

五、对国际关系的影响

共和党（特朗普）更倾向于全面关税、全面制裁等手段；民主党则更倾向于重点打击、重点锚定，如"小院高墙"、科技制裁，或通过地缘局势局部挑唆、人权问题等施压。若民主党上台，全面关税压力可能相对降低，但小院高墙、科技制裁、地缘局势、人权问题等重点锚定领域的摩擦可能进一步上升。不过国际关系的大方向仍由总统定调，方向上不会有大的改变，具体方式上可能出现方差变化。此外，特朗普对内减税、对外加税的政策可能受到掣肘，尤其是对内进一步减税可能被制约；总统通过301、232条款的关税已授权给贸易代表办公室或总统，但国会仍可通过新立法审议甚至否决。

六、对资产价格的影响（逻辑推演与实证检验）
美债：分治政府下财政扩张受限，经济预期与财政可持续性担忧下降，美债利率可能相对下行，美债利好确定性较强
。近期已看到油价虽仍在上行，美债利率反而开始下行，认为一定
程度是在定价中期选举后的分治政府局面。实证上，2000—2025年，10年期美债利率在统一政府期间平均上升约21BP，分治政府期间平均下降约39BP。
美股：方向不确定，存在分化。正面因素是美债利率下行带来流动性宽松、政策稳定性较强；负面因素是经济预期下行形成压制、政府停摆与地缘激化概率提升。实证结果显示，纳斯达克指数在分治政府期间涨幅大于统一政府期间，而道琼斯和标普500涨幅反而更小——纳
斯达克对流动性更敏感，道指和标普500更依赖基本面，而分治政府下财政受限使经济基本面动能减弱。总体：分治政府更利好美股科技。

美元：逻辑上一正一反——经济放缓与美债利差收窄抑制美元，但财政可持续性担忧下降、风险溢价下降提升美元信任度。实证显示，分治政府期间美元指数更倾向于上行，财政担
忧下降这一因素占相对主导。
黄金：分治政府期间涨幅不如统一政府期间，主要因政策趋稳、避险需求相对下降；统一政府期间政策双向波动风险大，反而带来更大涨幅。
若出现小概率的完全统一政府（约10%），则财政扩张可能进一步持续，对美债形成冲击、美债利率可能继续向上飙升
；美股道指和标普500在基本面程度相对利好但受流动性冲击，对
流动性更敏感的纳指压制更大；美元指数相对下降；黄金仍有较大上升空间。
七、对美联储货币政策的影响
美联储独立性较强，受中期选举影响较小，货币政策仍依赖基本面通胀，博弈空间较小；但中期选举可能通过经济基本面、通胀渠道间接影响货币政策。如分治政府下经济动能相对下行、通胀压力减轻，美联储加息节奏可能放缓，进而进一步利好美债。当前10月28日会议，联邦基金利率期货市场预测90%以上按兵不动，12月可能还有一次加息；若后续进入分治政府，明后年的加息预期可能明显减弱，甚至可能进入降息通道。
八、对中美关系与中国市场的影响
中美两国领导人今年已见两次：5月特朗普访华，习近平总书记提出中美建设性战略稳定关系，核心是稳定，中美关系进入新的缓和状态；9月中美元首在华盛顿会晤，提出8点成果，再次重申中美建设性战略稳定关系，并同意今年领导人互相参与对方在中国举办的APEC和美国举办的G20峰会、对等降税的框架等。中美关系整体处于相对缓和的通道上。中期选举不会改变
中美关系缓和的方向，但若形成分治政府，民主党可能更善用重点锚定手段（小院高墙、科技制裁、地缘问题、人权问题等），局部领域摩擦概率可能提升。今年11月APEC美国领导人可能来华、12月G20峰会中国领导人可能赴美，有利于双方关系相对缓和。
为量化这一关系，团队构建了中美关系友好度指数，选取政治与外交、经贸与供应链、舆论与情感三个维度共12个指标加权平均并映射到-1到1区间。高层见面互动加分，军机抵近军演减分；经贸供应链看进出口与跨境投资增速；舆论与情感看人民日报、新华社定调、美国民调等。该指数能较好衡量中美关系变化，今年以来因两国领导人见面，处于相对缓和、略有升温状态。
相关性分析：图形上指数与人民币汇率、对美出口正相关性较强，但做相关性检验发现相关系数不显著。分段检验发现分水岭在2022年
：2022年7月之前（对抗期）中美关系友好度处
于低位，人民币兑美元汇率、对美出口与指数高度显著正相关；进入2022年之后（缓和期）相关

性明显减弱。出口方面，2022年之后中国出口强劲主要来自外需增强和中国供应链韧性，
中美关系更多是扰动项而非决定项
，未来只会边际扰动中国对外出口，美国与海外经济增长的
真实需求、中国供应链价值链优势与价格竞争优势才是核心支撑。
对中国资产的影响：上证综指、中证500、中证1000、中证2000与中美关系友好度指数相关系数达0.5—0.7且显著性高，相关性非常强；风格上周期、稳定、成长几类相关性更强；行业上集中在汽车、石油石化、有色、机械、电力、银行、煤炭、国防、通信、电子等，主要集中于科技成长和周期。机制有三：一是中美关系改善有助于预期稳定、风险偏好提升；二是缓和时科技成长与周期的成本盈利预期改善；三是部分外资会盯住中美关系配置中国资产，缓和后可能加码高科技、高端制造、稀缺资源品，利好人民币资产。
需要注意：即便出现分治政府，中美缓和的大方向不会变，但民主党可能在科技制裁、地缘局势、人权问题等局部领域加剧摩擦；在此情况下，中国科技的国产替代逻辑反而可能进一
步加强——过去中国科技相对落后、被卡脖子时是利空，而现在中国科技逐渐实现突破、海外流动性与中美关系缓和改善方向相对确定的情况下，科技制裁反而会成为国产替代逻辑的进一步催化。
九、风险提示
一是后续美伊冲突仍存在很大不确定性，对地缘形势尤其全球流动性依旧占据主导性影响；
二是若中期选举结果仍为完全统一政府，将与当前市场定价产生较大出入，后续可能产生较大波动，值得警惕。
会议实录：
各位投资者朋友大家好，我是国泰海通的宏观分析师汪浩。今天非常荣幸来给大家做一期分享，主要是关于即将到来的美国中期选举，尤其是11月3日就到了这个中期选举日，即将临近的中期选举之后会产生什么样的一个美国国会的格局，以及相应的对于美国的经济政策，包括国际关系，以及相应的资产价格会产生什么样的影响，尤其是中期选举之后的、包括像中美关系，以及对中国资产又会产生什么样的影响。
我们今天的分享主要从两个方面：第一个方面是关于美国中期选举的前瞻，当前是一个什么态势，以及中期选举之后可能会存在哪些情形，以及相应的对于经济政策和市场的影响；第二部分我们就转向中期选举之后对于中国经济，包括中美关系和对中国市场的影响。
先看一下，现在确定的是11月3日是美国的中期选举日，然后美国的参议院、众议院当前都处在一个激烈的角逐阶段。当前选举之后，今年的平均来看，每次是众议院大概每两年改选一次、全部改选，然后参议院是每两年改选1/3，所以参议员的任期是6年，众议员的任期是两年。

这次选举之后到明年的一月初，就是第120届国会开始履职。但我们刚说的11月3日是美国的中期选举日，但这并不意味着当天就能出这个选举的结果，但是当天美国的选举委员会会公布一个初步的结果，有两个方面会导致最终结果会存在滞后性。
第一个就是因为这些选举的票现在是允许邮寄选票，有许多州比如说加州、纽约州，只要在11月3日之前盖的邮戳，都是视为有效票，所以这就会导致票数到达选举中心，最终可能会存在一定的时滞性。另外一方面原因就是，如果不同的选举人之间票数是存在明显差距的，就很容易提前锁定，但是如果票数差不多，那后续但凡多来了一些选票的话，那这后面的波动可能会比较大；而且选票非常接近的时候，可能会自动启动重新计票，就防止有几票的误差去左右或者影响最终的结果。所以呢，在选举日就是11月3日当天，可能有一些胜负比较明显的席位会被提前预测和锁定，但是真正的结果可能要几天后甚至数周之后才能完全明朗，所以这个过程可能也是跟不同党派之间选票的差距等等有很大的关系。总之，在明年的11月份大概能看到一个相应的结果，然后到明年的1月初进行上任。
从当前的整体的中期选举格局来看，美国的参议院100个席位中，现在共和党掌控53席、民主党45席，还有两个独立派议员，独立派议员通常是跟着民主党投票、立场一致，所以现在大概就是53:47；众议院是435个席位，共和党对民主党是218:214，还有一个独立派议员和两个席位

的空缺。现在可以看到参众两院都是特朗普的共和党掌握绝对的控制权。但是如果从未来的中期选举形势来看，我觉得现在对于执政党就是共和党是相对不利的。我们复盘了一下过去十轮中期选举，从1986年到2022年，四年一次，基本上执政党会在众议院平均损失21席，会在参议院
平均损失3.4个席位。这很容易理解，执政党一般来说就是正在干事的政党，只要你干事儿，大家可能会对于通胀、或者是就业等等一些问题找一些毛病，那你可能会被指责，从而失去选票。所以一般来说，执政党在中期选举中是相对不占优的。
而我们看到从现在的整体的国会格局来看，参议院53:47的话，如果平均损失3.4席，那么现在在参议院基本上相对持平，大概可能是50:50，或者是说共和党略微占据劣势；而在众议院，如果平均损失21个席位的话，那基本上共和党失去众议院就基本上是板上钉钉的。所以现在在两院来说，对于共和党都不占优，只不过在参议院可能处在一个略微不占优或者相对持平的这样一个局面。所以总体来看，现在局势对于特朗普或者共和党来说是非常不利的。
我们认为在这次中期选举之后，后续很有可能出现参众两院都被民主党掌控，那么这样参众两院都被民主党掌控，他们跟总统的政党就是完全不同的话，那么我们称这样的政府叫什么？叫完全分治政府，就是参众两院控制的党派跟总统的党派都不一样。那还有一种可能叫局部分支政府，就是参议院、众议院其中有一院是被执政党掌控的，另一院是被在野党掌控的；那还有

一种呢，就是参众两院都跟总统所在的党派是一致的，我们叫完全统一政府。目前来看概率最高的就是完全分治，其次是局部分支，有较小概率是完全统一、就是保持现状不变，参众两院还是属于共和党。
第一方面原因就是我刚刚所说的历史平均数来看，就是执政党在参众两院所损失的票数来看，大概率可能会失去参众两院。第二个是从特朗普的支持率来看，下面这张图就比较明显，黑色的线代表的是支持率，就是履职期间或在位期间的支持率，红色的这条线代表的是反对率，那么虚线代表的是叫好感度，就是相对的，灰虚线是正面看法，红虚线是负面看法。所以只有在履职期间，第一任任期、第二任任期才有这个实线，而在任何阶段都会有一些虚线，就是所谓的好感度调查。我们发现在特朗普2.0时期，特朗普的支持率是直线下滑的，当前基本上已经到了38.8%，在这一任期的一个最低点，而且距离上一任期的最低点基本上是一步之遥。所以这样的一个局面，其实对于当前特朗普或者是对于共和党是非常不利的。
那么还有一个就是基于一个大家押注的预测平台叫Polymarket，大家是真金白银地在上面压注。现在对于几种情形的押注概率：第一种就是刚刚所说的完全分治政府，就是民主党掌控参众两院，而执政党是共和党，现在Polymarket的预测概率大概是66%；那么第二种就是民主党掌控众议院、共和党掌控参议院，就是刚刚所说的，现在在参议院上两党是相对比较均衡的或者比较平衡的，那么这就叫做局部分支政府，现在概率是26%；然后还有一种情形叫完全统一政府，就是共和党继续掌控参众两院，跟这个总统都属于共和党，概率大概10%；还有一种就是共和党掌控众议院、民主党掌控参议院，这个也是局部分治，但是跟上面这个局部分支是完全颠倒的，所以这种情形目前看来是基本不可能的。
那么无论是情景一还是情景二，其实都属于分治政府，无论是完全分治还是局部分治，这样的话，只要是分治政府，后面就一定会对总统的权力、或者在国会的内部一定会形成掣肘。我们认为分治政府基本上是后续的大概率情形
，完全统一政府是概率比较低的情形，然后共和党倒
置掌控众议院、民主党掌控参议院，是我们认为基本不可能的情形。当然，因为Polymarket上他的这个下注基本上是关于每一种情形都是独立的合约，所以加起来并不是完全等于百分之百，这个加起来大概是103%，因为是个独立合约。
如果后续进入到一个分治、这个分治政府的状态，无论是完全分治还是局部分治，那么对于美国的经济政策会产生什么影响？毫无疑问的第一个就是，并不是特朗普想财政扩张、想花钱就花钱，财政扩张可能会相对受阻；第二个就是想通过的一些预算案并不一定能及时通过，那么政府关门或者政府停摆的概率可能会进一步提升
；第三个由于共和党、民主党所倾向于的政
策、或者说细分领域不太一样，所以细分板块可能会进一步出现分化。

如果出现了分治政府状态，那么第一个就是历史经验表明，在分治政府下更容易出现叫"财政钝化"，也就是说整体的财政刺激下降，然后财政扩张收敛，债务发行减速。我们也复盘了从2000年以来一直到2026年，整个财年基本上是从上一年的10月1日到这一年的9月30日这样一个状态算一个财年，那么每个财年的赤字率的情况，你会发现，在这种蓝色的点是统一政府，然后黄色的点、橙色的点叫分治政府，你发现总体来看，在分治政府期间，财政赤字是倾向于进一步收敛的，尤其是2011年到2015年，表现是比较明显的，整个财政赤字在进一步减小、靠近零的方向；而在那些相对的所谓的赤字的极点上，比如说2024年、2009年，基本上2021年也是，基本上都属于统一政府期间。但有一次例外，就是2020年，你会发现那一年的虽然是分治政府，但是赤字率特别高，因为那时候是疫情的影响，所以需要大幅的财政赤字扩张，所以短期如果有过度的这种疫情、这种外生冲击的时候，还是要优先地去保经济。但是在大部分的时候，我们看到在统一政府期间是更倾向于财政扩张，而在分治政府期间更倾向于财政收敛，其实主要是因为所形成的分治政府对总统所形成的这种掣肘所带来的一个效应。

那么第二个就是整体政府停摆的概率可能会进一步上升，因为两党在一些具体的财政上的博弈可能会进一步加剧，可能会导致一些财年的预算迟迟不通过。那么2027财年是从今年的10月1日到明年的9月30日，那么现在全年的法案还没有完全落地，一般这种情况还有一个方式就是通过所谓叫持续决议（CR）的方式来短期接续，但是它只是一个短期的临时的拨款法案，如果后续还是没法接续的话，那么很有可能就会产生所谓的政府停摆。我也复盘了一下，从2000年以来其实发生了5轮的政府停摆：2013年的16天，2018年的3天，还有2018年2月份的时候9个小时很快修复了，还有2018年12月份35天，还有像2025年就是去年10月份到11月份发生了历史最长停摆43天。但我们发现，其实这种停摆分治政府和统一政府期间都有，所以它本身跟分治政府还是统一政府看起来关系没有那么大，但是从逻辑上来说，分治政府可能会导致两党在这种财政博弈上相对来说更强，或者掣肘会更强，会进一步提高停摆的风险。然后另外一点就会发现，从2000年以来发生政府停摆的，虽然既有分治政府又有统一政府，但是五次中有四次都是特朗普政府期间，所以特朗普的一些做法可能会导致他本身产生政府停摆的风险的概率比较高。而在未来的两年其实还是特朗普执政，所以本身就带来了一定政府停摆的概率较高，同时如果又是这种分治政府状态，那么整体政府停摆的概率会进一步提升。尤其是2027财年政府的拨款法案并没有落地，所以明年上半年进一步产生这样一个停摆风险，其实概率在提升。那么我们看到去年43天的停摆就一定程度上导致了美国GDP的环比折年率、就是经济的冲击比较大，从去年三季度3.90%到了四季度0.2%，出现一个比较明显的下滑，那么这个政府停摆应该说产生了一个比较大的冲击作用。

那么第三个就是导致细分领域的分化，就是不同的政府治理类型。如果后续进入到一个分治政府状态的话，那么民主党至少会掌控参众两院的一院，尤其是有可能掌控两院，也有可能是只掌控众议院，叫局部分支。那么民主党更倾向于什么呢？就是在这种新能源、医保改革、包括移民等等方面进一步增加补贴支出；而相应的可能就想掣肘，就是共和党比如特朗普在这种边境、国防支出上可能会相对地减少，所以在这种细分领域可能会产生一些结构性的变化。

这是对于美国经济政策的影响。如果归到对于国际关系上，因为美国的民主党和共和党其实在国际关系上的态度是相对、或者叫做手段相对不一样的。那么对于共和党来说，或者叫特朗普，我们可以看到更倾向于比如说全面关税，或者叫做这种伊朗战争等等，更倾向于这种叫全面制裁的一些手段；而美国的民主党，比如说上一任拜登政府现实就比较明显，它更倾向于的是一种叫重点打击、或者叫重点锚定，比如说小院高墙、科技制裁，或者是通过对地缘局势的局部挑唆，或者是对于人权问题的攻击等等，可能会产生一些更加重点锚定的这些领域，这个风险可能会进一步提升。所以这样来看的话，之前特朗普的这种对内减税、对外加税的政策会相对地受到掣肘，尤其是对内的进一步减税可能会被制约；那么另外一点就是对外大范围大幅度地加征关税，可能也会被制约。当然现在美国的总统通过301、232的关税，这些基本上是已经授权给美国的贸易代表办公室或者总统，但是美国的国会还是可以通过新的立法，对这样的一些权利、或者相应的一些条款进行审议或者否决，也就是说如果做得太过分，他们可以驳回。总统有一定的这个自由权。而如果民主党上台之后，这种全面的关税压力、或者这种对于全面打击可能会相对降低，而对于小院高墙、科技制裁、地缘局势、人权问题这种重点锚定的这些领域的摩擦可能会进

一步上升，这就是从民主党、共和党两党不同的一些手段来看，对于国际关系的一些方式可能会产生一些变化。但是大的对于国际关系的定调主要还是由总统来进行定调，所以方向上可能不会有大的改变，但是在一些具体的方式上可能会产生一些方差的变化。

那么对于整体的市场的影响，我们考虑了一下对于美股、美债、美元等资产的影响。从逻辑上来说，美国如果出现选举之后出现分治政府，那么整体的财政扩张可能性被收敛，不能大幅地搞赤字，那么这样的话就导致经济预期和财政可持续性的担忧都在下降，那么这样的话美债的利率可能会相对地往下走，对于整体的美债是利好的，美债的利好是比较确定性的。所以我们近期已经看到了，就是整体的油价虽然还在往上走，但是美债利率反而开始在往下走，我们认为一定程度是在定价即将到了中期选举之后的这种分治政府的局面。

那么另外一点，对于美股来说，其实方向就没有那么确定。因为美债利率向下走，那么流动性就是相对宽松的，这对美股来说是利好的；另外一点就是分治政府能掣肘，就是不让总统产生一些极端的政策，那么政策的稳定性相对比较强，这对于股市也是利好的。但是从另外两个方面来说，就是经济预期下行对于股市可能会形成压制，另外一点就是这种分治政府也可能会导致政府停摆、地缘激化这种概率提升，那对于整个经济市场也会形成冲击。所以对于美股来说，既有正向的又有负向的，相对来说逻辑上这个不确定性可能会比较大。那么另外一点对于美元来说也是一样的，一方面它受到经济增长放缓的影响，而且美国与其他国家利差正在收窄，那么这两个方面都会抑制美元，导致美元指数可能会下行；但是与此同时，整个财政的可持续性担忧下降，那么财政的风险溢价就会下降，导致整体大家对美元的信任度可能会进一步提升，那美元指数可能会往上走，所以也是一正一反，最终的结果是具有相对不确定性的。

所以从逻辑上来说，我们认为分治政府利好美债相对比较确定，但是对于美股和美元，从逻辑上来说既有正向又有反向，所以不确定性比较高。那在这个情况下，我们做了一个实证的分析。我们分析了从2000年到2025年，每一年是统一政府还是分治政府，这个分治包括了完全分治和局部分治，那么他们不同资产价格的均值的涨幅均值的一个状态。

往后看，对于美债来说，我们选择了10年期美债，在统一政府期间均值上升了大概21BP，那么在分治政府期间大概会下降将近39BP左右，所以发现在分治政府期间，我刚刚说的对于美债利率的利好或者美债利率下行的这个确定性是比较强的。那么对于美股来说，从逻辑上来说会出现分化，刚才所说的，但是我们看到对于不同的指数，它表现是不一样的。比如说，纳斯达克指数在分治政府期间比统一政府期间涨幅会更大，但是道琼斯和标普500在分治政府期间涨幅反而会更小。其实这也验证了我们刚才的逻辑推演，就是方向不确定，但是主要的影响机制是什么呢？就是美债利率下行，流动性是利好的，而纳斯达克指数、或者叫美股科技对流动性是更敏感的，所以反而在分治政府期间情况下，美股科技反而是更利好的；而道琼斯工业平均指数和标普500可能更依赖于基本面，而在分治政府期间，整体的财政受到掣肘，对于经济基本面反而可能产生动能减弱的压力，所以依赖于基本面的道琼斯工业指数、标普500指数反而表现较弱。

那么总体来说，分治政府可能更利好美股科技，这个跟我们的逻辑推演是基本一致的，就是会产生分化。

那么第三个美元，我们刚才说了，从逻辑上也是正反两个方面，但是我们也看到了，在分治政府期间，其实美元指数是更加倾向于上行的。那就是我们刚刚说的，财政担忧下降、风险溢价下降，而导致美元的信任度上升，可能导致美元指数反而在往上走；那么在这个时候，美债利率下行导致的利差的收窄、包括经济动能下行，可能相对不占优，反而是这个财政担忧下降这个因素是相对占优的，所以整体的美元指数是向上走的。

那么黄金价格我们看到在分治政府期间，其实涨幅是不如统一政府期间的，主要原因我们还是认为在分治政府期间整体的美国的政策相对比较稳定、这个政策趋稳，从而对于避险需求相对

下降，需求的下降之后导致了它的涨幅反而没有在统一政府期间那种政策风险波动比较大、双向波动风险比较大这种情况带来的黄金的涨幅更大。所以这个时候我们从实证所看到的就是，总体来看，我们认为从实际结果来看，分治政府更加利好美债、确定性比较强；而在美股出现分化，更加利好美股科技；那么对于美元也有进一步上冲、进一步上升的动力会更强。

当然我们刚才主要分析了一下分治政府，那么万一小概率事件发生，就是完全统一政府的情况发生，就是参议院、众议院现在大家押注只有10%的概率都属于共和党，就是维持当前的局面不变，那接下来美国的财政扩张可能会进一步地持续，从而对美债形成进一步的冲击，那美债利率可能会继续地向上飙升；那么这样的话，对于那些经济基本面，比如说美股道琼斯、标普500相对来说在基本面程度利好，但同时他们也会受到流动性的冲击，对流动性更敏感的纳指形成的压制可能会更大一些；那么美元指数就会相对地下降，因为可能会导致大家整体对于美国的长期财政的担忧会进一步提升；那么黄金价格仍有较大的上升的空间，就是对于政策双向波动的风险，因为完全统一政府，那么政策可能会容易走极端，会导致对于避险需求可能会提升，黄金价格仍有最大的空间。
那么此外就是对于美国货币政策的影响，就是整体美联储的独立性还是比较强的，我们认为受到中期选举的影响会比较小，不像财政，因为是是需要国会去博弈的；那么货币政策呢，博弈的空间比较小，货币政策还是依赖于基本面通胀，但是中期选举可能还是会通过这些经济基本面通胀的渠道去影响到货币政策。比如说分治政府的情况下，比统一政府更加容易经济动能相对下行，通胀的压力也减轻，这样的话美债的压力也会相对降低，那美联储加息的节奏也会可能会相对地放缓。那么这样的话，后续相对来说对于美债也会进一步利好，就是说从这个循环来说，也会进一步地利好美债。所以目前来看的话，大家还是有今年还有一次的这样一个加息的预期，就是10月28日现在90%以上，从美国联邦基金利率期货市场来看，基本上已经预测按兵不动，12月可能还有一次加息。然后目前来看的话，明年后年可能现在还有加息的预期，如果后续进入到这种分治政府状态，那么我们认为对于明后年的加息预期可能会明显地减弱，甚至可能会进入到一些降息的这样一个通道中。
这个是第一点我们想说的：对于美国中期选举的一个前瞻，大概率会进入到分治政府状
态，而且完全分治的概率大于局部分治
。那么从资产价格上来说，我们认为利好美债，同时对
于美股来说是分化的、更加利好美股科技，对于美元指数可能也会存在进一步上冲的这样一个动力。
那么第二点我们想聊一聊，简单就是说对于中期选举之后中美关系的看法，其实我们刚才已经聊了一部分对于国际关系的看法，以及对于中国市场的一些影响。因为今年中美两国领导人已经见了两次，5月份特朗普访华，当时习近平总书记提出中美建设性战略稳定关系，其实核心就是稳定，所以中美关系在相当一段时间开始处于新的缓和的状态；然后9月份中美元首在华盛顿的会晤，提出了8点成果，其中再一次重申中美建设性战略稳定关系，包括双方同意今年的领导人互相参与对方的、在中国举办的APEC和在美国举办的G20峰会等等，以及对等降税的框架等等。其实我们认为中美关系整体是在相对缓和的通道上。

那么对于中期选举来说，我们认为不会改变中美关系缓和的方向，但是如果形成分治政府，刚才也说了，民主党对于国际关系肯定可能会更加善用一些重点锚定的手段，比如说小院高墙、科技制裁，或者在地缘问题上会产生一些地缘局势、包括人权问题等等这种局部领域的摩擦，概率可能会相应地提升；但是整体缓和的方向，我们认为大概率会相对地延续。那么我们刚才也提了，今年11月APEC，美国领导人可能会来中国，12月G20峰会，中国领导人可能会去美国，那么这样的话也会有利于中美双方关系的相对缓和。那么我们认为中美关系缓和，对于人民币汇率、包括中国出口和人民币资产还是会产生一些利好驱动。
为了更好去量化这样一个关系，我们构建了一个指数，叫中美关系友好度指数。我们选取了三个维度、12个指标：第一个政治与外交，第二个经贸与供应链，第三个舆论与情感。政治与外交，比如说高层的见面互动那就加分，军机抵近军演就减分；经贸供应链，看这个进出口、包

括跨境投资的一些增速；舆论与情感，比如说人民日报、新华社的定调、美国民调等等，然后进行加权平均，最后映射到-1到1。我们发现这个指数还是能很好地衡量整体中美关系的一个变化，尤其是今年以来由于两国领导人的见面，现在处在一个相对缓和或略有升温的这样一个状态。

那么我们发现，这样一个指数对于人民币汇率、包括对美出口，从图形上来看，正相关性相对比较强；但是如果我们做相关性检验的时候会发现，人民币对美元汇率、包括中国对美国出口，其实与这个指数相关系数都不是很显著，或者相关性没有那么强。所以我们看似很强，但是没有那么大的原因是什么呢？我们做了一个分段，你会发现基本上在2022年之前，人民币兑美元的汇率和这个指数相关性很强，包括出口和这个指数相对也很强，但是2022年之后其实整体的相关性在减弱。所以我们做了一个分段的检验，因为在2022年7月份之前，你会发现整体的中美关系友好度只是处在一个相对比较低的位置，我们叫对 抗 期 ；而进入2022年之后，其实已经开始进入到一个相对缓 和 期 ，那么今年再进一步地缓和。所以我们发现在对抗期的时候，整体人民币兑美元的汇率、包括对美国的出口，其实整体的相关性是高度显著的、这种正相关；而缓和期这种显著性在进一步地下降。

那么尤其是对于出口领域来说，我们也看了一下，我们认为中国的、尤其2022年之后这种出口的强劲，主要是因为外需增强、中国供应链的韧性所带来的，而中美关系我们认为只是一个扰动项。其实从我之前可以看到，就是在2022年之前，中美关系、中国对美的出口这个规模很大，所以导致了中美关系对于整体的对美出口产生了一个很大的影响；但是2022年之后你会发现，现在对美国的出口、包括对海外的出口，这个韧性在持续增强，中美关系的相对扰动其实在减弱。我们认为主要是由海外的一些需求、包括中国工业的韧性、价格优势等等综合竞争力所决定的。所以从这里来说，未来的一个中美关系的变化，只会在边际上去扰动中国的对外出口、包括中国对美出口，而美国经济增长、包括海外的经济增长这种真实的需求，中国供应链的价值链优势、包括中国的价格竞争优势等等，我们认为构成了中国出口强劲的核心支撑。所以即使中美关系可能会产生一些摩擦，接下来我们认为对 于 中 国 出 口 的 扰 动 是 相 对 有 限 的 ，就是在海外整体处在一个制造业上行周期上、包括中国的竞争优势很强的情况下，这个中美关系只是需要一个调节作用，而不是决定性作用。

那么另外一点，就是中美关系对于中国资产的一个影响。我们选取了几个指数，就是上证综指、中证500、中证1000、中证2000，我们发现它跟这个指数的相关系数是0.5、甚至到0.7，而且基本上是三颗星显著的，就是相 关 性 是 非 常 强 的 。那么如果从具体的风格上来说，主要是周期、稳定、成长这几类风格相关性会更强；那么如果是从具体行业来看，汽车、石油石化、有色、机械、电力、银行、煤炭、国防、通信、电子等等，其实主要就是集中在科技成长和周期上。我们认为它主要有三类机制：第一个就是中美关系改善有助于大家的预期稳定，那么风险偏好可能会进一步提升，这是第一点；第二个就是成长、科技成长在关中美关系相对于有摩擦的时候，可能是被制裁的、或者是加关税等等，对于周期可能是有压制的，所以在中美关系缓和的时候，对于科技成长、周期内这样一个成本盈利的预期可能会出现改善；那么第三个就是有一部分外资可能会盯着中美关系对中国投资，当中美关系缓和之后，这份外资的流入可能会加码对于高科技、高端制造、稀缺资源品的持有，所以反而更加利好人民币资产。

我刚才也说了，当整体的中美关系缓和，那么从这个维度来说，我们认为它对人民币资产、包括对于中国的出口其实相对是比较利好的，那么尤其是对于人民币资产，我们认为后续大概率会产生进一步的一个托举。但是往明年如果产生了一个分治政府的情况下，那么整体向好的态势、缓和的态势我们认为不会变，但是民主党可能会在一些局部、这会叫重点锚定的领域，比如说科技制裁，或者是对于地缘局势、或者是一些人权问题等等，相应的一些摩擦可能会有一定程度的提升。那么在这个情况下，就是大面上、方向上不改变的情况下，反而一些科技制裁，我们知道的就是现在可能会导致中国的国产替代的逻辑反而可能会进一步加强。就是我们讲的这种基于中美博弈所带来的中国的国产替代的逻辑反而可能会进一步加强。就是以前当中国的科技相对比较落后、或者这个时候被掣肘卡脖子的时候，其实相对来说是利空的；但是现在当中国的科技逐渐实现突破的情况下，如果整体的海外流动性、包括中美关系等等缓和改善方向比较确定的情

况下，那么这种科技的制裁对于中国国产替代的逻辑反而会起到一个进一步催化或者加强
的作用。这是我们的一个看法，就是在未来两年，如果出现了这个局部分治政府、或者叫完全分治政府的话，那么这种中美缓和的大方向不会变，但是这种重点锚定的这样的一些手段，可能会让中国的国产替代的逻辑进一步加强。

那么风险提示一方面就是后续的美伊冲突可能还是存在很大的不确定性，那么对于地缘形势的影响，我们认为依旧是占据主导性，尤其是全球流动性占据主导性的影响；那么第二个就是美国中期选举的结果，如果刚刚说如果还是完全统一的政府的话，那接下来跟现在市场定价其实有很多的出入，那么后面可能会产生比较大的波动，这个是我们认为值得警惕的。
最后我们简单展示一下我们的参考报告，就是对中权益的前瞻，包括之前我们对中美关系的分析，最后简单总结一下我们的核心的观点。一方面就是我们说的对于中期选举的前瞻：现在看来特朗普的共和党在参议院、众议院都不占优，那么参议院相对的劣势要小一些。所以现在看来，产生完全分治政府的概率最高，六成以上；那么局部分治政府，也就是说共和党掌控
参议院、民主党掌控众议院，概率大概30%；那么还有个就是完全统一政府、保持现状不
变、还是共和党掌控参众两院，10%左右的概率
，大概是这样一个整体的判断。所以整体来
看，产生分治政府的概率是非常高的。
那么在这个情况下，我们认为对美国经济的影响，主要后续整体的财政扩张可能受到掣肘；那么另外一点就是政府停摆的概率可能在进一步地上升；而且在具体的细分板块，尤其是民主党对于新能源、包括对于移民、包括像少数族裔等等一些问题可能会更为关心，而相对于边境、移民、国防这些支出可能相对地减少。那么对于市场的影响来看，如果产生了分治政府的话，那么对于美债我们认为是利好的，美债利率倾向于下行；那么美股中、流动性方面更加利好的其实是美股科技；那么对于美元指数也会产生进一步的支撑。所以我们叫分治政府，美债利率下、美股科技向上、美元指数可能也会相对向上。
那么第二个就是我们考虑到对于中国的影响，我们认为中期选举无论是分治政府还是统一政府，其实对于中美关系，我们认为延续当前的缓和态势，就是定价叫中美建设性战略稳定关系，方向不会有太大的变化，只不过民主党如果介入到国会的控制权的话，那接下来重点锚定的一些措施可能会加剧。如果整体大方向缓和的趋势不变，那么对于中国的出口、包括中国人民币汇率、包括对于人民币的资产、权益资产，都会产生相对利好或者托举；那么如果对中国的比如说科技制裁如果有进一步加码的话，那么我们认为接下来对中国的国产替代反而是会产生进一步的催化和利好。
以上就是我今天关于接下来我们对于中期选举后续的局势的前瞻，以及对于美国市场、包括对中美关系和中国市场的一些影响整体的看法。我是国泰海通宏观分析师汪浩，欢迎大家后续有任何的问题再与我们进行联系，那我今天的分享就到这里，再次感谢各位的聆听。

--- 科技筹码出清，走到哪一步了？20261025.pdf ---
全文总结
本次为国信证券策略团队举办的"白名单"电话会议，主题为科技筹码出清走到哪一步了，由策略研究员吴新坤与于培怡主讲。会上结合近期路演交流中投资者普遍关心的问题，汇报团队对科技筹码出清进度的跟踪与测算，并给出差异化结论。团队曾于10月17日外发一篇重要报告，对科技筹码出清进度作了分析和探讨。主要内容分为以下要点：
一、为何当前仍要关注科技筹码出清
本周及过去一段时间，日内行情常出现"科技上午（或开盘初期）表现不错，但随着
时间推进、到中午前后科技板块就下来，把前期涨幅慢慢抹平"的现象。

这背后说明一个重要问题：科技筹码的出清还没有结束，科技板块的反弹被不少资金
当作离场的时间点。
因此，科技筹码出清对科技行情未来走势、对整体市场行情的判断，都是一个非常关
键的内容。
二、测算筹码出清所需的"通行尺子"
当前科技板块占A股整体市值的比重比之前明显提升，科技板块是过去几年获取超额收益的最主要来源；在新质生产力快速发展的背景下，公募、险资等资金主体不可能完
全不配科技或把科技降到很低仓位。
因此需要一把通行的尺子衡量科技筹码出清到什么水平才算接近到位、迎来实质性出清。
团队在6月份前后明确提出：借鉴过去20年A股有代表性的六轮景气行情（包括当年的
新能源、TMT行情），高景气行情在A股一波行情里通常呈现"M型双顶"特征，即一波
行情通常有两波比较显著的机会。
本次汇报不讨论第二波机会的高度、时点和到来时间，而是借鉴"一波行情里有两波可观机会"的特征作为思考基准，去找第二波行情启动、或第一波行情调整基本到实质性谷底时，科技筹码相较第一波行情高点那样极致的持仓要出清多少。
历史上六次高景
气行情的特征都可做数据复盘，得出一些共性规律，从而把这次筹码出清程度与历史类比
测算。
三、七大资金主体与三大类出清程度
从数据可得性及对市场行情有更强指示意义等角度出发，团队共选择七大类资金主体进
行研究测算：主动偏股型公募；外资（分为稳定外资/长线外资与灵活外资/短线外
资）；杠杆资金；私募资金；险资；固收+资金。

测算这些资金主体对科技的持仓相较6月底（二季度末）极致高点时的筹码出清到了什么水平，并按出清进度分为三大类：
第一类，出清程度较高（超过历史出清平均值）：长线外资、私募和固收+。
第二类，出清程度中等（接近历史均值但仍有差距）：主动偏股型公募和险资。
第三类，出清程度较低（与历史均值相比仍有差距）：短线外资和杠杆资金。
其中最需要关注的核心是三类：主动偏股型公募、险资以及杠杆资金，它们未来筹码
出清的进度可能对未来市场行情有较大影响。
团队上周末也发过一篇关于市场何时企稳上行的报告，明确提出：市场短期会见到反
弹，但真正企稳上行需要看到三点——外围扰动的减弱；筹码出清得到实质性缓解；
内部资金面和基本面形成投向的合力。由此可见筹码出清对未来行情非常重要。
四、A股主要投资者分布概况（截至今年年中）
全A自由流通市值大概是60万亿元，其中主动公募、保险、外资、私募持股市值大致
都是4~4.5万亿元区间；被动ETF和杠杆资金（融资盘）持股市值大概3万亿元；年金

持股市值大概2万亿元。
6月底各类资金科技硬件的持仓情况：主动公募持有电子和通信设备的仓位占比大概
50%，被动ETF接近40%，其他资金主体测算科技硬件持仓分布大概在20%~30%之间。
对应科技筹码分布：6月底主动公募科技硬件持股最多，大概2.2万亿元；其次是私募
对硬科技持股大概1.4万亿元；保险和年金加在一起大概1.4万亿元；外资、杠杆和被
动ETF对应的硬科技持股差不多都是1万亿元。
资金对硬科技持股合计大概8万亿元，而6月底电子和通信设备加在一起的自由流通市值是
17万亿元，看似统计资金样本占比不高，原因有两点：一是A股本身产业资本、大股东和散户占比偏高；二是机构持股往往集中度较高（例如公募在相关科技股于板块内市值占比只有50%，但公募对这些科技股的持股占比高达80%）。对于机构投资者普遍关心的机构大票而言，统计的筹码样本整体上还是比较有代表性的。
五、三季度以来各类资金对硬科技的筹码出清情况
为统一标准和方便历史对比，用仓位的下降比例作为筹码出清程度的刻画指标。
杠杆资金和私募（合称"活跃资金"）：历史上这类资金存在明显的动量效应（追涨杀跌）7月科技下跌时，这两类资金都出现明显的筹码出清现象，但截至目前杠杆资金
出清程度相对更小。目前A股整体融资余额已来到年内新低，电子和通信股价也已处

于今年4月低点水平，但电子和通信融资盘绝对水平只回落到5月程度
，说明相比股价
和整体融资盘规模下降，电子和通信的杠杆资金出清程度偏慢。
私募则不同：以华润信托数据为代理，7月私募整体股票仓位已快速下降到大致等同去年年中水平，科技硬件仓位同步大幅下降，说明私募筹码出清程度相当大、幅度和速度都相当快。
对比看，估算目前杠杆资金科技筹码出清大概1成，私募已出清大概3成。鉴于杠杆资金主体主要来自散户，这或许侧面验证散户在这一轮科技下跌中离场现象并
不算太明显。整体而言，7月的下跌可能主要来自活跃型资金的离场。
9月下旬以来的下跌，可能和绝对收益属性的资金离场有更大关系，可用偏股公募和
固收+基金验证。
通过基金中报得到一批年中重仓科技的基金样本，对比科技大跌时依据持仓估算的基金净值与实际净值的偏离情况——若前期重仓科技的基金没有同步大跌，说明其可能已从科技持仓调仓到其他方向。
估算：主动偏股型基金中可能有30%的样本已从科技板块调仓离场；固收+基金中比例高达60%，说明固收+抛售科技的迹象比主动偏股公募更明显，这或许与其更加注重绝对收益有关。
险资（同样注重绝对收益）：用一批保险资管产品样本，将其净值走势与行业指数走
势做回归拟合，测算保险对电子通信行业的仓位变化。
数据显示，7~8月保险对电子通信行业持仓可能不降反升，相关性不断提升，即在那一阶段科技下跌时保险可能逆势抄底；但9月下旬之后趋势逆转，保险对电子通信仓位明显下降，目前相较前期高点估算出清程度大概两到三成，这与近期很多资金绝对收益转负有明显关系。
外资：用港交所公布的陆股通持股数据作为代理观测指标。

Q3A股外资出现大规模净流出，规模整体接近千亿级别。外资在Q2一度有历史上最大的净回流，Q3再次转向流出。这可以与韩国外资动向结合看：7月之后韩国外资同样明显抛售韩国半导体并持续卖出，说明亚太科技共振下跌背后，外资起到了比较明显的中介变量作用。
测算显示：Q3外资基本上把A股Q2回流规模相当的科技筹码都卖掉了，即A股外资
Q2买了多少、科技Q3就卖出了多少，抛售力度相当大。
估算：长线外资的科技筹码出清大概3成，短线外资出清大概2成。

综合来看：杠杆资金、偏股公募、短线外资和险资，其科技筹码相较前期高点各自出
清大概1~2成；私募、长线外资、固收+的出清程度则更高（分别约3成）。
会议实录
各位投资者，大家晚上好，我是国信策略研究员吴新坤。今天晚上，我和同事于培怡一起，
就我们近期路演交流下来大家非常关注的科技筹码出清问题，做一些汇报。
对于科技筹码的出清，我们团队也一直在跟踪、一直在研究，应该说我们团队对于科技筹码
出清进度的数据测算，能够提供不少差异化的结论。我们在10月17号也外发了一篇非常重要的报告，对科技筹码出清的进度做了一些分析和探讨。
那么站在现在时间点，为什么还要继续去关注科技筹码出清的情况呢？
因为我们知
道，包括在本周以及过去一段时间的行情，我们常常看到在日内行情里面，科技在上午或者说开盘初期表现还是不错，但随着时间推进，到中午前后，科技板块就下来了，也就是前期
的一些上涨慢慢被抹平了。这背后实际上说明了一个非常重要的问题：科技筹码的出清还没
有结束，科技部分的板块反弹，就被不少资金当作一个离场的时间点。所以，科技筹码的
出清，对于我们科技行情未来的走势，以及对于整体市场行情的判断，都是一个非常非常
关键的内容。
那么对于科技筹码的出清，到底要如何去进行测算？首先，我们要找到一个通行的、或者说
比较可取的比较基准——我们要用一把比较通行、有效的尺子去衡量科技筹码的出清。因
为我们也知道，当前科技板块占A股整体市值的比重比之前有了明显提升，科技板块也是过
去几年获取超额收益最主要的一个来源。
在当前新质生产力快速发展的背景下，我们也不可
能说像公募、险资等等这些资金主体完全去不配科技，或者把科技降到非常低的仓位。所以在这种背景下，科技筹码的出清到什么水平，我们可以讲基本上是出清接近到位了，或者说是
迎来了一个实质性的出清。
对于这个问题，我们需要找到一把通行的尺子去衡量。我们在研究的时候，其实熟悉我们观
点的各位投资者应该也知道，我们在6月份前后就明确提出了：如果我们去借鉴过去20年A股
有代表性的六轮景气行情的机会，包括当年的新能源，包括当年TMT的行情，我们都会发
现，这种高景气的行情在A股通常一波行情里面，其实都是呈现出M型双顶的特征——也就
是说，一波行情里面通常有两波比较显著的机会。

那么在今晚的汇报里面，我们不去讨论第二波机会的具体高度、什么时候是多少、什么
时候到来，我们可以借鉴的是这种"一波行情里面有两波比较不错、可观的机会"的特征，把它
作为一个思考基准。我们可以去找第二波行情如果要启动、或者说第一波行情的调整基本上

到了一个实质性谷底的时候，科技板块相较于第一波行情高点那样极致的持仓，筹码要出
清多少。其实我们在历史上这六次高景气行情的特征里都可以做很多数据上的复盘，得出一些
共性的规律。
既然有这样的比较基准，我们就可以把科技行情这一次的筹码出清程度，跟历史上第二波行情启动之前科技筹码需要出清多少，来进行类比和测算。
那么在研究里面，从数据可
得性的角度，以及从数据测算对市场行情有更强指示意义等的角度出发，我们一共选择了七大
类资金主体来进行研究和测算。
这七大类资金主体包括：主动偏股型公募；外资（我们分为稳定外资以及灵活外资——
稳定外资可以简单理解为长线外资，灵活外资就是所谓的短线外资）；此外还有四大类，
分别是杠杆资金、私募资金、险资，以及固收+的资金。
我们以这七个资金主体，对相关筹
码出清的进度情况进行测算，测算当前最新的相关资金主体对科技的持仓，较6月底（即二
季度末）那样极致的高点的时候，筹码大概出清到了什么样的水平。
最终，我们也是把七大类资金根据结果、出清进度分为三大类：第一类，出清程度相对比
较高的，就是跟历史均值水平相比，它的出清程度已经超过了历史出清的平均值——主要
是长线外资、私募和固收+。第二类，出清程度中等的，主要是主动偏股型公募和险资，是
指当前的筹码出清进度跟历史均值水平相比接近了，但还有一定的差距。第三类，出清程
度较低的，主要是短线外资和杠杆资金，这两类资金筹码出清的程度跟历史的均值水平相
比还是有一定的差距。
所以这三大类资金分类下来，我们能够看到主要的一些资金主体出清的进度情况。其中，最
为主要的、需要关注的核心，我个人认为主要是三类：主动偏股型公募、险资以及杠杆资
金。这三类未来资金出清的进度，可能对于未来的市场行情会有比较大的影响。
其实熟悉我们观点的各位领导也知道，我们之前在上周末的时候也发了一篇对于市场是企稳、什么时候企稳上行的报告。我们明确提出了：市场在短期里面会见到反弹，但真正企
稳上行，我们需要看到外围扰动的减弱，以及筹码的出清得到实质性的缓解；第三点，就
是我们看到内部的一些资金面和基本面形成一个投向的合力。
所以我们也可以看得出来，
这个筹码的出清对于未来的行情是非常重要的一个影响因素。
那么接下来，我们请我组同事于培怡来给大家详细汇报一下，我们这7类资金的筹码出清进
度到底是如何测算的，包括一些具体的数据，也跟大家详细介绍一下。

好的吴老师，各位领导大家晚上好，我是国信策略的咨询分析师于培怡。接下来我给各位介绍一下，我们对于本轮科技筹码测算的一些详细逻辑和思路。

首先，我们来看一下A股目前主要投资者分布的概况。一直到今年年中的时候，全A它的自由流通市值大概是60万亿元，这里面，主动公募、保险、外资、私募的持股市值都大致是4~4.5万亿元这个区间；被动ETF和杠杆资金（也就是融资盘）的持股市值大概是3万亿元；年金这一块，它的持股市值大概是2万亿元。

然后我们再估算了一下6月底的时候各类资金它的科技硬件的持仓情况：主动公募持有电子和通信设备的仓位占比大概是50%，被动ETF这一块接近40%，其他的那些资金主体，我们测算得到科技硬件它的持仓分布大概都是在20%~30%之间。

那么对应到具体的科技筹码分布情况，我们大致可以分析出，6月底的时候，主动公募它的科技硬件的持股是最多的，大概2.2万亿元；其次是私募，对于硬科技的持股大概是1.4万亿元；保险和年金加在一起也差不多是1.4万亿元；最后剩下的外资、杠杆和被动ETF这一块，对应的硬科技持股差不多都是1万亿元。

以上我们大致就分析出了截止到今年上半年整体科技大致筹码分布情况。

当然需要指出的是，刚刚计算得到的资金对硬科技持股大概是8万亿元，而6月底的时候，电子和通讯设备加在一起的自由流通市值是17万亿元。看起来好像8万亿对17万亿，似乎我们统计的资金样本占比不算太高，但其实这里面存在两方面的因素：一个是A股本身产业资本、大股东和散户的占比就偏高；另外一个就是机构的持股往往存在一个集中度比较高的特性——比如说公募持股前期时的这几个科技股，它们在板块里面的市值占比其实只有50%，但公募对这些科技股的持股占比是高达80%的。也就是说，对于我们机构投资者普遍比较关心的机构大票而言，我们统计的这些筹码样本整体上还是比较有代表性的。

这是一个比较大的投资者结构上面的前景提要。

那么接下来我们再看一下，从三季度开始，各类资金对于硬科技的筹码出清情况到底是怎么样的。为了统一标准和方便历史对比，我们是用仓位它的下降比例来作为筹码出清程度的刻画指标。

首先我们来看杠杆资金和私募基金的情况。这两类我们会统称为活跃资金，历史上这一类资金的行为会存在非常明显的动量效应，也就是追涨杀跌。我们统计得到：7月科技下跌的时候，这两类资金都出现了非常明显的筹码出清现象，但截止目前，杠杆资金它的出清程度相对来说是更小的。

目前A股整体的融资余额已经来到了年内的新低，电子和通信的股价其实也已经处于今年4月那个低点的水平，但是电子和通信它的融资盘的绝对水平只是回落到了5月那个程度

而已，说明相比科技的股价和整体融资盘规模的下降，电子和通信的杠杆资金出清程度其实
是偏慢的。

但是私募不一样，我们以华润信托的数据作为代理，发现7月的时候，私募整体的股票
仓位就已经快速下降到了大致等同于去年年中的水平，而且科技硬件的仓位其实也同步出
现了大幅的下降，说明私募这块的筹码出清程度其实是相当大的，而且幅度、速度也是相
当快的。
那么对比来看，我们估算目前杠杆资金这一块，科技筹码的出清程度大概是出清了1成，而私募已经出清了大概3成。鉴于杠杆资金它的主体主要是来自于散户，这或许就侧面验
证了，我们认为散户在这一轮科技下跌当中，其实离场的现象并不算太明显。整体而言，
我们觉得7月的下跌可能主要来自于刚才提到的这一类活跃型资金的离场。
那么9月下旬以来的下跌，我们认为可能和绝对收益属性的资金的立场有更大的关系。
对此，我们其实可以对比偏股公募和固收+的基金来验证这个情况。
通过基金中报，我们可以得到一批在年中的时候重仓科技的基金样本。针对这些基金样本，
我们对比科技大跌的时候，根据持仓估算的基金净值和它的基金实际净值的偏离情况：如
果近期科技大跌的时候，那部分前期重仓了科技的基金没有同步大跌，那就说明这些基金
可能已经从科技的持仓里面调仓、调向其他方向了。
那么我们估算，偏股型的、主动偏股型的基金当中，可能有30%的样本已经从科技板块
里面调仓离场了；而固收+的这一类基金当中，比例可能高达60%，说明固收+这一块它整体
上抛售科技的迹象会比主动偏股公募更明显一点
。这个我们觉得或许就是跟固收+基金相对更
加注重绝对收益是有关系的。
其实还有另外一类同样注重绝对收益的资金，那就是险资，近期我们观测到可能也同样出
现了类似的降低科技敞口的行为。对于险资的情况，我们是用一批保险资管产品样本，它的净值走势和行业指数走势做回归拟合，以此来测算保险对电子通信行业的仓位变化情况。
我们得到的数据显示：7~8月的时候，其实保险对于电子通信行业的持仓可能是不降反
升的，相关性其实是在不断提升，也就是说，在那一段时间科技下跌的时候，保险可能会有
逆势抄底的现象产生。但是到9月下旬之后，趋势开始逆转了，我们发现保险对于电子通信
的仓位可能出现了明显的下降，那么目前来讲，相较前期高点的持仓，我们测算的出清程
度大概是两到三成。这个我们觉得，也和近期很多资金它的绝对收益转负是有一个明显关系
的。
那么最后，其实还有外资。外资同样也是一个目前A股比较重要的投资主体，我们这边是用
港交所它公布的陆股通持股数据作为一个代理观测指标。我们发现在Q3的时候，A股的外资

其实出现了一个大规模的净流出的现象，流出的规模整体上接近千亿这个级别。外资在Q2

的时候，它一度是有一个历史上最大的净回流，但是Q3的时候我们再次发现它转向了流
出。
我们认为这个其实可以和韩国的外资动向结合在一起看，因为7月之后，韩国的外资同样是明显在抛售韩国的半导体，外资一直在持续地卖，说明亚太科技它的共振下跌背后，我
们觉得外资其实起到了一个比较明显的中介变量的作用。
那么我们测算的数据显示：Q3的时候，外资基本上是把A股Q2回流的那个规模相当的科
技筹码都卖掉了，也就是说A股的外资Q2买了多少，科技Q3就卖出了多少，是这么一个情
况。整体来讲，抛售的力度也是相当大的。
那么根据我们之前提到的出清程度做一个测算的话，我们估计：长线A股的长线外资，它的科技筹码大概出清了大概3成；那么短线外资呢，出清了大概两成，这么一个比例。
那么整体来讲，综合来说，我们测算得到的目前杠杆资金、偏股公募、短线外资和险资
这一块，它的科技筹码相较前期的高点，各自都出清了大概1~2成这么一个水平；然后像私
募、长线外资、固收+，它们的（出清程度更高，分别约3成）。

--- 宏观策略周论：AI与传统需求的赛跑20261026.pdf ---
宏观策略周论：AI与传统需求的赛跑
全文总结
本次宏观策略周论（2026年10月26日），主题为"AI与传统需求的赛跑"，由策略、宏观、银行研究、汽车研究多位分析师共同汇报，围绕四个话题展开：AI对传统需求的挤出、金融街论坛的货币政策信号、日本地方银行风险化解经验、特斯拉新车与Optimus量产进展。
一、策略部分：AI从传统需求的朋友到敌人
当前市场动荡加剧，美股也在波动，市场对所谓AI信用风险的担忧挥之不去。未来两周是事件密集期：这周四美联储议息、国内也有重要会议、美股三季度尤其是科技公司财报密集发布，还有下周11月3日中期选举，这些因素叠加进一步加剧了市场情绪和担忧。港股方面，以恒生科技为例，已完全跌回到924的位置，其风险溢价相当于2025年4月对等关税那天大跌之后的位置，显然是比较极端的。极短期技术性反抽非常容易判断、很容易实现（如上周五）；但中长期（隔三五年）也很容易判断，肯定还是有吸引力的，因为现在只有十来倍的估值。但中期维度（一个季度甚至半年）用低估值来判断相对走势，起不到绝对影响的效果，这需要居民资产负债
表的修复。
7月以来，全球科技主线持续调整，背后原因有美债利率、成本、扣位、信用风险等，不断走高的成本在侵蚀市场的分母端，尤其是预期打得比较高的领域。但看似担忧的是成本，更重要的是市场担忧AI能带来的回报支撑不起自身巨量的投资。例如大家担心Covit的CDS带来的
违约风险，高收益债（垃圾级债券）的利差上行速度比投机级、投资级快得多。本质上担忧的是回报，担忧以"Big Tech"（A25）为代表的AI增长放缓，这与去年四季度大家没看到AI任何进展、担心private credit时阿波罗基金出问题如出一辙。现在Covit的CDS还在小幅往上蹭、已蹭到12%，隐含未来五年市场担心的违约概率超过60%，是市场情绪担忧的主要折射。最后担忧的还是增速回报、增长空间、未来前景放缓，Anthropic/AI就是一个典型代表。三季度业绩很重要，

但到目前为止，没有太多让大家兴奋的催化剂；Meta公布业绩后上调资本开支，反而股价大跌，因为它要融资。所以现在AI中美都走到了一个关键节点：打个比方，自己的能力（自己赚的钱）撑不住自己的野心（要投出去的钱），那怎么办呢？借钱。借钱本身不一定有问题，恰恰相反，借钱利用更大的资金撬动杠杆，反而可以获取更高的回报和更高的ROE——ROE做杜邦拆解，其中之一就是杠杆率。什么时候才有问题？是你借的钱还赚不回来借钱的成本，那才叫自不量力。所以不是说一借钱就不行，但确实有必要讨论一个问题：当它开始向全社会汲取资源的时候，要算一个总账，不能只算科技这一块。当所有资源都扑向科技的时候，它一定会带来挤出效应，只是挤出效应多少的问题，以及这个挤出效应是不是依然能被AI带来的正外部性覆盖的问题。那总有一个节点，反过来就是增长以及政策的容忍度。就像数学函数，在某个拐点（临界点）之前一直是正相关，过了临界点以后啪一下变成负相关。我们要找的就是这个临界点，找到就能回答能支撑到什么时候、以及政策拐点大概在哪里。

首先走到了一个关键节点：现在自由现金流转负了。所谓自己能力就是赚的钱，即经营现金流，赚多少花多少；现在投资要更多，自由现金流（两者之差）转负了，就得借钱。但借钱不是马上就有问题：云厂商的ROIC依然明显高于WACC，头部厂商更不用说，15%~20%的ROIC，用六七个点借债，没什么关系。但当他开始汲取社会资源的时候，就带来了对其他传统需求的挤占。这是一个关键节点，美国是这样，中国也是这样，中国甚至可能更早一些。原因在于：第一，我们相对的回报低，比如龙头大厂回报确实要低一些；第二，我们整体不管是信贷还是其他资源，不完全是市场化分配的，更多考虑长远的战略发展目标，短期内回报会进一步被摊薄，使得不管是ROIC还是现金流都更快转负，也会对传统需求有更大的挤占。所以今年内需偏弱，一定程度上就是这个原因。我们的信贷从2021年开始、今年更是如此，整体资源（信贷也是一种要素资源），和资源品一样明显往不同方向流，直接导致居民端获取的资源明显变少，这是一种明显的对冲。所以以此节点，中美其实都进入了需要全社会来支持AI的时刻，当所有资源都扑向科技的时候，就要思考：什么时候从朋友变成敌人。

为了更好地讨论这个问题，把经济划分为四大部门，围绕AI展开：一是AI的生产部门（大模型、数据中心、软件等，简单理解为算力）；二是基建部门（更广义的基础设施，电力、建筑、化工、建材、机械等，具体划分上建材、化工里也有传统需求，没法摘得很清楚，但大体归为基建部门）；三是应用部门（谁在用，如软件、金融、专业研发、医药、短视频短剧等）；四是不那么相关的部门。综合测算，整体结论是中美都是五五开，但在AI的这三个部门里结构不太一样：美国是生产部门（算力、模型等）贡献占比多一些，应用也不少；我们则是基建相对更多一些，这符合印象中的常识。两边基本五五开，但一边是应用多一些、一边是基建多一些。

AI作为"朋友"，正外部性体现在几个维度：

第一，最直接的是拉动投资、拉动出口。大量资本开支拉动短期增长的效果一定会有。中国主要体现为出口，今年主要经济增长靠出口，出口里大部分都是和AI相关的集成电路等产品；总量上，二季度分别贡献了美国经济的30%和50%左右。出口整体贡献了约15个百分点的出口增速、贡献超过60%，净出口对GDP的贡献是20%，除了绿电，剩下两块都是和AI相关的，而且不断超预期，就是AI相关资本开支大幅增长的直接结果。所以判断出口也很容易：只要看AI资本开支在28年是否还在加速；如果预期28年要降速，那可能27年下半年就不太行了。

进一步看盈利，会发现一个明显差异：美国50%的盈利来自于AI，即增收且利润丰厚；我们是收入（GDP）这块占比多，但盈利没那么多，比如A股约20%，港股只有可怜的不到5%。粗略

说，扣掉AI，美国一半盈利没了，我们一半增长可能没了。
第二，财富效应。股市上涨、红利收入等，美国居民部门持股比例比较高，加上401K等，从市场表现直接传导的效果更明显；学术测算每增加股票财富1美元，拉动约3.2美分的实际消费支出。含权类资产在美国居民资产占比中将近50%，非常高的水平，对比之下我们的比例比较低（可能只有5%左右，只是估算）。同时今年以来中位数收益截至目前并不是特别理想，这也是显而易见的。
第三，提升劳动生产率、提升效率，以及知识外溢。
单位时间、单位投入产出更快，并
且传递更多知识，这是社会性的正外部性，不是私人的，可能体现得没那么快、没那么直接，但长期效果更明显。短期效果也很明显，比如完成任务的平均时间缩短80%；甚至长期的自然利率也体现了，否则美国实际利率为什么不断走高、资本开支不断增长、Token调用也不断增长。随着AI在各个行业渗透不断加大，知识扩散带来的消费者剩余也远远超过移动互联网时代，这是正外部性的叠加成熟效应。这三块——直接投资（出口）拉动、财富效应、效率提升，都是所说的正外部性。
AI作为"敌人"，则是挤出其他部门。发展任何行业都需要要素资源，包括土地、资源品、电力等，而金融资源也是一种要素资源——能不能拿到钱、拿到便宜的钱，很重要。所以当AI开始向全社会汲取资源时，挤占就已经出现，今年这个节点更为明显，且会逐渐增加，同时也会约束政策空间。
一是挤占实物资源。大量资源（包括化工、芯片、存储、电力等）投向AI、算力等，比如数据中心耗电量占比不断提升（尤其美国），这怎么都挤占了一部分传统资源，至少推高了其他部门要素资源的边际成本。从存储价格上涨、PPI贡献都能看出这个效果。
二是挤占金融资源。金融资源作为一种要素资源，也不是在任何一个时间里都是无限的。价格维度上，有人会说不仅是AI，今年油价走高、通胀走高也是一个因素，确实如此，但扒开扣掉供给扰动后，AI产生的大量需求增加还是挤占了不少，比如10年美债不断上升。现在到了什么程度？以美国传统需求最典型的地产为例，30年按揭利率到了7.5，而美国税前租售比大概6%左右，不考虑房价资本利得涨价的预期，显然对地产有明显压制作用。中小企业靠一级市场发债等融资比较困难，更多还是通过银行信贷，而中小企业贷款利率也到了8.2%，虽然最近上行速度不高，但还是很高——它能赚来8.2的钱吗？AI的ROIC才15%~20%，一般小企业应该赚不到这个利率。所以整体融资成本都在水涨船高。量的维度，大家预期明年AI相关的数据中心、云厂商还要发大概几千亿的债券来弥补融资缺口，但国债也需要发债、其他部门也需要发债，所以8月份所

谓的美债风暴，虽然没那么直接明显，但大家的担忧就是这么来的。这两块背后又与约束政策空间相关。今年美国也是一个K型分化：上面科技增速很强，下面是消费，其实我们也一样，只不过我们的消费更弱。就像作为政策决定者、作为货币当局，看这边这么强、这边这么弱、非农还在走弱，按传统框架应该降息去救地产这些部门，但完全降不了、现在还得加息，这就是政策空间的挤占。到了某个时间点，这边固然好、但这边太弱，加在一起到了临界点，啪一下掉下去，政策就做不了了，整体经济就要往下。
对比美国，我们最大的差异在政策空间上，是资金来源和政策目标函数的容忍度不
同。美国今年整体利率抬升，靠自然利率以及对增长预期的实际利率贡献非常多，虽然灰色的期限溢价也在一定阶段贡献了很多，但来来回回上上下下，不断往上还是实际利率贡献更多。相比美国，我们的挤占主要体现为两块：一是财政，一是信贷资源
。信贷资源不完全由市场定
价机制决定，也体现了比较强的政策导向——从整体的信用扩张占GDP的比例看，从去年10月到现在，居民端大幅收缩。所以相比美国一挤债就讨论利率、讨论货币政策，我们的挤债更多体现在这一块，这是最大的不同。除此之外还有政策的容忍度，即临界点在哪。
什么时候从朋友变成敌人，即经济和政策代价的容忍度在哪儿会出现变化？有一个关键
的前提是替代就业：替代专业性就业，尤其是科技、编程、金融更多一些。这里有一个和大家常

识预期不同的小地方：虽然这些专业部门裁员更多，但工资增长也确实快，体现在经验的溢价上；普通工作、刚入职的年轻人没有这个溢价，完全可以用AI取代。随着AI时间增加，取代的知识溢价会更高，这可能使年轻人求职更难。所以不是简单的线性路径——不是简单的"雇佣年轻人、开掉有经验的人"。

最后回答边界临界点到底在哪儿。分别从美国和中国做了测算。先说两边差异：资金来源明显不同，综合各方面测算（含很多假设和推算），美国约九成靠私人部门融资，我们至少有政府相关背景的钱占了三成；考虑到信贷资源也不完全自主决定、还与整体政策目标函数相关，这个假设问题不大。结论如下：

美国能承受多高的利率？按四个部门分AI相关和AI不相关、五五开测算，两边ROIC和股价表现差异非常明显，但过了某个节点它也撑不住：K型的上半段对冲不了、下半段也断了，啪一下全都下来。这个节点整体大概在6%：科技这边能承受7%，传统需求大概4%，五五开加在一起差不多6%。

现在最多10年美债摸到5.3，若真到了5.5~6以上，比如5.5、6以上，肯定会有问题，甚至整个经济都会出现问题，那时候美联储应该降息才对，说不定整体经济就要衰退，因为只有那一点点好、那一点点正外部性抵消不了它挤出的负外部性。所以在这之前还好，6%可能是一个比较敏感的临界点。第二个是成本维度：成本不光推升金融成本、金融资源，还推升实物的成本。算实物成本必须拆开生产、应用、机电、其他行业——比如成本增加、油价增加，美国石油是净进出口国、它还获益；成本增加，AI基建部门还获益，生产部门也不算差，但传统部门肯定会承受压力，对不同环节影响不一样。但如果非要对总对总算一个，这个阈值比较高：成本整体上升50%，才会使整个经济啪一下转下来，还有很大余地和空间。所以更主要的还是通过金融条件、通过利率产生这个影响，这是美国这边。

中国这边：很多政策不是完全能算个6%、算个利率就算出来的。我的理解是，它虽然不是完全量化，且目标函数更关注长期，所以综合几个维度来看：第一，整体增长，有长期的2035年目标，倒算出来能接受的短期增长下限是多少；出口又很强，贡献了20%的增长，这块形成了托底力量，短期压力没有那么大。第二，就业或者说整体稳定。第三，资产负债表，因为如果投资投在回报率相对比较低的项目上，最终无非两个结果：一是转化为债务，二是转化为无效产能；但没法说一定不会产生结果，尤其我们关注长远目标，所以短期容忍度会在那，但它体现的是整体财政，因为不管是银行还是地方政府债务，资产负债表最终都是中央的资产负债表。现在整体狭义的空间并没有大家想象的那么大，非金融部门杠杆率还是比较明显的。这三块合在一起，可以得出：战略目标比较清楚（十五规划等自主可控、科技创新是长远战略目标），短期增长压力相对可控，财政空间相对也没有大家想象的无限多，所以要让大局的财政dispatch发力和方向转向，容忍度可能会更高一点，或者说需要时间更多一点，甚至需要压力更多一点。这也是我们对整体信用周期维持震荡、但结构上依然以科技为主的判断——不是不会往这边倾斜，但可能是定向地做，比如节后看到的一系列政策都是类似的。这就是所谓的约束条件，它可以告诉我们，比如最典型的恒生科技什么时候反转——从中期来看就是居民资产负债表的修复，而居民资产负债表修复又靠财政的发力和转向。

最后是每周定期更新：AI压力指数从基本面维度的高频指标看，这周继续走弱，市场也已反映，因为新的模型、Token应用、调用等没出来太多，但融资端还是承受压力；赔率和胜率做了更新，分别在资产和板块上，板块变化不大、有限，资产端因为波动很大（如恒生科技、创业板波动比较大），赔率出现了一些变化，供参考。

二、宏观部分：金融街论坛的货币政策信号

在金融街论坛之前，市场对论坛给予了非常多的关注。从跟踪指标看，在整个金融街论坛前后、尤其是今年假期之后，市场的降息预期快速走强。这里对"降息"要有一个新的理解：大家在谈降息时想的东西其实不大一样。对债券投资者来讲，可能资金利率的下降更重要，只要短端资金利率（隔夜回购、7天回购）能下来，对整个债券市场就是好消息；但对实体经济或股票投资来讲，大家关注的是降息能不能把整个利率中枢带上来，不只是十年期国债利率，还有资金利率，更广义的还包括贷款利率、存款利率等。对不同利率中枢，降息预期的含义可能不一样。以衍生品观察的指标仍然非常有效，当它往下走时一般预示降息预期升温，实际上最近这个指标还在往下走。

降息到底指什么？简单讲降息其实有点不负责任，还是要看它到底调整哪些东西。这一轮降息预期快速走强、国债利率下行，最重要的原因还是资金利率：在资金利率下行的过程中，央行对整体流动性的投放还是比较平稳的，所以才看到这一轮（尤其10月以来）国债利率、加息预期都走得比较顺利，反映了一部分起码在流动性市场、资金市场上相对宽松的状态。金融街论坛之后，宣布的政策对资金利率维持低位、减少波动确实有帮助，比如政策利率换锚——提出要研究择机把公开市场的主要操作品种切换为隔夜。理解"切换为隔夜"，一看政策利率的水平，二看波动的程度；普遍认为如果切换为隔夜，隔夜资金利率的水平和波动程度还是会相对向宽松方向发展。在此基础上还推动贷款利率进一步定价基准改革，当然这是一个市场化行为，不是强制切换，之前的LPR也并没有不用，还在继续使用。所以这次利率下行、降息预期走高，主要还是集中在资金利率、短债资金利率层面。以后可能看到的新的形式是，资金利率（尤其是DR001这个层次）可能比现在普遍用的7天回购利率稍微低一点。

这会不会影响贷款利率？对贷款利率、尤其存量贷款利率影响还比较小，对银行息差影响也比较有限，因为我们现在的银行主要贷款还是挂钩LPR，如果存量贷款利率不调整，对银行息差的一次性影响就相对有限。金融街论坛之后宣布的这些改革措施，对银行挂钩LPR的这一部分贷款影响比较低。对于新增贷款利率，也认为是这样：中国整个贷款市场的定价程度还是比较充分的，贷款利率应该还是由供需来决定；如果融资需求相对偏弱，新增贷款利率很难上来，可能还是保持相对缓慢的下降。

四季度看政策工具，主要有两个层次：第一层次是资金利率，确实维持了相对宽松的状态；第二层次是贷款利率，新增贷款利率在中国比较长一段时间内已经比较市场化了，存量贷款利率这次影响有限。第三个层次，就是这次"降息"是不是意味着政策有更多信号。可以看到，我们现在还是处在一个四季度财政和准财政工具密集落地的阶段：在上一轮政治局会议、包括9月底国常会之后，这一轮政策还是处在一个货币、财政宽松的执行阶段。我们倒不觉得金融街论坛释放了什么新的信号，它其实还是处在政治局会议之后相对集中执行的阶段。这里面主要关注的还是财政：一是财政确实还剩余一些债务没有发，如果都能集中发完，四季度整个财政净融资的同比增量还是比较大的，不光可以为今年四季度的财政增长，还可以为明年一季度经济增长提供一定支撑。

此外，确实不支持大家把这次金融街论坛上宣布的隔夜操作作为"降息"来处理，因为这样处理确实有点过于简化。降息有三个层次：一是资金利率，二是存贷款（"存法"）利率，三是进一步的政策信号。我们觉得这次宣布的换锚操作，更多的是对资金利率有一些影响，它不是降息的影响，而是换锚本身的改革政策内涵，本来就会使资金利率更加平稳，是不是有调低贷款利率的作用并不直接；是不是代表新一轮政策信号，还是处在上一轮政治局会议以来政策密集落地的过程中，重点还是要关注财政。所以不至于把这个降息预期做进一步炒作。

下一步关注什么？还是要看明年的财政力度。接下来无论是决定长期国债利率水平，还是决定整个经济的活跃度，包括股市风格，其实都跟财政力度有很大关系。如果明年财政力度相对平稳，再加上银行这两年承接的国债也不少，那么供需两端：如果财政发力比较积极，供给端

银行在这个基础上（过去一年确实承接了不少）可能每年出现一定利率回升；如果财政力度相对偏弱，那当前利率偏弱的情形也会继续。总结：这次金融街论坛的货币政策信号主要还是一个改革的信号，主要针对隔夜操作，创造了一个波动性更小、锚更清晰的短端利率操作框架；它对短端资金利率有影响，但不会影响存量、包括LPR的贷款利率，也不代表一个非常新的货币政策宽松，我们还是处在上一次宽松密集落地的阶段，所以不能把它简单称之为降息，更不适合过度炒作降息预期。明年最重要的变量还是财政力度。

三、银行研究部分：日本地方银行风险化解的经验

在日本上世纪90年代泡沫经济破裂之后，经历了一个比较漫长的金融风险出清过程，其中日本地方银行的风险化解非常值得研究。主要回答三个问题：日本地方银行的风险是怎么形成的、为什么没有及时解决；日本政府后来采取了哪些措施、如何通过国有化兼并重组化解风险；日本经验对中国地方金融风险处置有哪些参考价值。

历史背景方面，国内有一个比较常见的误解，觉得当时日本居民大量借钱炒房炒股、泡沫崩溃后银行就出现坏账，但这其实是一个误解。我们研究发现，推动资产泡沫最重要的主体不是居民，而是企业部门：当时大量日本企业（包括很多做实体制造业的）都参与了土地、房产以及股票的投机，银行则通过地产抵押等方式为这些活动提供融资。到1990年前后，日本资产泡沫开始崩溃，土地和股价持续下跌，带来的结果一方面是银行持有的地产抵押价值缩水，另一方面企业偿债能力不断恶化。特别值得注意的是，日本银行并没有在泡沫破裂后立刻确认所有损失，而是部分银行继续向经营困难的企业追加贷款，通过借新还旧维持企业生存。这样一来，日本商业银行的不良资产是一个层层积累的过程：第一层是泡沫经济时期为炒房炒地投出的钱形成不良贷款；第二层是泡沫崩溃后为延迟确认损失继续追加贷款；第三层是日本经济长期低迷过程中又带来新的企业违约。所以日本整体风险的处理时间比较长，持续了十几年。

从数据看，一个有意思的现象是：90、91年日本资产虽然崩了，但实体经济没问题，金融机构没有大量破产；真正大量破产是到97年冬天才开始，当时日本第十大银行破产、第四大券商也破产了。所以97、98、99直到01年这五年左右，对日本而言是噩梦级的五年。仅90、91年股价房价下跌，对日本经济基本面并没有带来特别大的恶性影响；但一旦爆发金融危机，从97年之后日本就陷入了低增长和通缩。关于日本地方银行，它占银行业总资产、贷款余额以及不良债权大约都是三分之一，也就是说地方银行不是整个金融体系的主体，但在区域经济和中小企业融资中发挥着非常重要的作用。

为什么日本没有及时化解风险？有两个重要原因：第一是对金融风险认知不足，泡沫刚破灭时大家都觉得经济下行只是暂时的，未来随经济恢复资产价格也会回升；第二是日本传统的金融监管模式逐步失效——过去是一种"护送船团"式监管体系，避免过度竞争，每个银行利率都差不多；但80年代之后日本开始金融自由化，银行之间竞争加剧，就出现逆向选择、道德风险等问题，最终到97年第十大银行和第四大券商倒闭之后，金融风险开始集中暴露。

日本地方银行风险处置的一个特征是：虽然叫地方银行，但地方银行的金融监管和破产处置权实际上99%都集中在中央政府，日本金融厅、存款保险机构、整理回收机构等都是风险处置过程的主要参与者；地方政府虽然会参与地方经济稳定工作，但不会主导地方性银行的破产处置。这一点与中国存在比较明显的制度差异。

典型例子：足利银行。它是日本栃木县最重要的地方银行。跟日本处理足利银行的金融监管界前官员交流时，对方说当时主要负责处理足利银行，前前后后花了差不多一两年，但这一两年期间，与当地栃木县政府好像一次会都没开过，就在国家金融体系之内把它搞定了。所以日本金融监管的主要权力收归中央政府，跟地方关系并不特别明显。2003年这家银行因为不良债权持续恶化、陷入资不抵债。足利银行在当地影响力有多大？存款占栃木县整体的一半、贷款也占一半，简单粗暴地说，这银行如果倒闭，对当地企业融资、居民存款、支付结算会带来非常严重的冲击。所以日本政府对足利银行实施了临时国有化，主要有三个步骤：第一步是接管，由国家

接管银行，维持正常营业，居民存款、企业贷款等金融服务继续维持；第二步是剥离不良资产，通过整理回收机构分批收购足利银行的不良债权，再通过债务重组、抵押物处置、企业再生等方式回收，目的是让银行摆脱不良债权包袱、重新恢复信贷；第三步是引入民间资本、实现
政府退出，完成经营重组后最终引入民间资本，足利银行最终由野村集团作为投资财团承接方，慢慢实现了再度民营化，现在已经恢复正常。
第二个例子：纪阳银行和和歌山银行。与上面例子不同，和歌山银行并没有破产，而是在经营尚能维持时就开始重组。和歌山银行在泡沫经济破裂后出现盈利能力下降、不良债权等问题，到06年不良债权率达到11%，虽然还没到资不抵债，但独立经营能力已明显下降；而当时和

歌山还有另一家更大的银行——纪阳银行，两者都管这个地区，于是让强的把弱的吃掉、合并来解决。整个过程中，日本政府通过金融功能强化法，向合并后的金融集团提供了315亿日元公共资金支持，用于处理不良债权等；同时两家银行合并后可以剥离冗余业务、重复网点、后台系统、人员配置等，经过几年调整后纪阳银行逐步恢复盈利，之后也把从政府借的315亿公共资金还了。这个案例给的经验是：银行的风险处置不一定非要等到破产之后才能开始，通过提
前的兼并重组、适当配合公共资源，可以把风险平稳化解。
关于风险处置制度的完善：日本一直到97年金融危机之后，才通过一系列立法建立了公共资本注入、不良资产收购、过桥银行以及临时国有化等制度，说实话是有些晚的。如果日本在90、91年股价房价崩了之后、在93、94年就处理、建立这些制度，提前防患于未然，可能就不会爆发金融危机，日本受的伤可能更轻。
长期风险防范体制方面的经验：第一，风险识别和监管干预的时间尽可能前移，越早处理这个伤越浅；第二，重视地方银行对当地企业经营的支撑，哪怕地方性银行出现问题，也要维持其日常经营、存款功能和贷款功能，否则对当地经济实体运营影响很大；第三，针对地方等金融机构的不良资产，要识别得更早，推动相关法律。
经验和启示三点：第一要早，第二是针对不同金融机构采取差异化的风险处置方式——对仍有经营能力的银行，可通过兼并重组、资本补充来改善；对资不抵债的银行，可能就要国家采取措施下场。
最后说中国和日本体系的不一样：中国大型银行更多以国有银行为主，在行政协调、流动性支持和风险承接方面与日本有很大不同。日本97年冬天第十大银行和第四大券商破产之后陷入金融危机，具体原因是：看到有大型金融机构破产后，其他金融机构都担心别家是否也有不良债权、是否会破产，于是相互不借钱，甚至隔夜资金都不借，最后金融血液断了，带来日本金融危机、低增长和通缩。但我们认为，中国大部分银行都是国有银行为主，爆发这一类风险的概率相对于日本会低一些；但中国的地方金融机构也可能涉及较多当地政府的关系，所以中国可能还是要中央金融口协同地方政府、股东等多方面、多维度，从一盘棋的角度出发，才能更早发现、更早解决这些问题。
四、汽车研究部分：特斯拉新车与Optimus量产进展
（一）特斯拉Roadster。10月16日特斯拉发布新一代Roadster，定位兼顾公路和赛车的高性能电动跑车，具有0~80.8秒（原文"0~80.81秒"）的百公里加速，以及超过230英里的最高时速，计划2028年量产，中国官网已开始预定。最大的看点除了极致的加速表现，更多是看到了SpaceX航天技术的赋能
：高压储气、冷气推进、姿态控制被引入到汽车，演示了倒置行驶、短
时离地、空中翻转，车尾还有4台推进器，推力超过80千牛，过弯时有2G的加速度。这为传统依

赖轮胎附着力的汽车性能打开了空间。落在投资上，有三个大的增量方向：第一是轻量化，要能飞行起来，座椅、底盘等一体化成型的减重技术比较重要，对轻量化结构件提出更高要求；第二是线控系统，反复强调所有都靠线控制动、转向，以及油门用电子控制，代替以前传统的机械传动，带动执行器、传感器、特别是惯性导航和控制单元的配套需求；第三是喷气推进，包括高压空气存储、分配、产生推动力，带来储气罐、阀件、气路控制等需求。随着航天技术向汽

车迁移，相关技术会逐步应用，一些零部件环节有望迎来增量需求，具备这些技术积累的中国汽车零部件企业也受到市场较大关注。一句话总结：Roadster是航天技术向汽车迁移的标杆性事件，线控和推进的配套是本次比较值得关注的板块。

（二）人形机器人（物理AI）。重点聊两件事：这一轮技术范式发生了什么边际变化，以及板块层面有哪些值得关注的方向。从五个方面陈述：技术范式的变化、最新的产业前景、本轮行情的复盘和驱动、板块持续性的判断、看好的赛道。

技术范式的变化：非常重要的一点是，通用基础模型正在改写这个行业的假设。核心点是OpenAI在实验室里，没有对它做任何机器人专用的微调，直接把它当作动作策略：输入一些视觉、机器人状态和本体的几何信息，它就能直接输出动作，生成动作的成功率达到66.3%，如果加上一些上下文和工具知识，能提升到74.8%，远高于此前Pi-0.5模型的28%。这个结果的意义在于它撬动了整个行业过去的一些基本假设：大家以前认为机器人要获得泛化能力非常难，要先训练一个独立的机器人基础模型，再用海量专用数据去堆；但这次证明，一个足够强的通用技术模型本身就包含了大量三维空间物理关系、任务拆解和世界知识的经验，后续只要补上身体结构、动作空间和上下文，就能直接参与决策——把"认知世界"和"具有躯壳、能在物理世界操作"直接打通了。所以市场以前担心的问题，现在来看是能够打通的。另外一个市场的说法是，通用基础模型如果成功会吞噬整个VLA和世界模型，现在看并不正确：世界模型还是世界模型，通用模型持续向技术下层渗透，但小脑这个功能不会消失、只会更加专业。这是技术范式的变化。现在海内外巨头的技术进展也朝这个方向：OpenAI已决定自研人形机器人；谷歌的DeepMind走最完整的分层路线，负责高层推理；英伟达系加上OS参考平台，让大量机器人企业用它的基础设施；国内阿里千问、字节等也都在朝这个方向走。整体看，本体厂的进展也非常快：Figure的Helix的X2已完全能够实现自觉视觉直接生成动作；波士顿动力的Atlas也进入到量产部署，在现代汽车那里使用机器人的场景；国内像语速、智元都提出了相应的出货目标以及真实数据的积累。

产业前景与复盘：过去三年整个板块围绕特斯拉进展、特别是Optimus量产信息来做波段交易，但从2026年初到10月第三周，因为特斯拉三代产品延后，整个板块深度回调30%~50%（个股更多，更多属于绝对底部）。本轮行情相对不同的驱动来自大模型公司（像OpenAI等大厂）的模型投入，叠加英伟达的测试提供提升了成功率，所以市场对产业化节奏预期更乐观了。

最关键产业变化是模型在迭代，量产的瓶颈会从模型转向数据——机器人数据要从真实世界采集，文本语料不再适用，需要更多真人操作、回传数据，非常重要。本轮交易热度转向了数据采集和动作捕捉赛道；同时大厂从纯模型又向整机过渡，此前为特斯拉准备的硬件链现在也慢慢去承接大厂需求，原来给特斯拉做供应链的零部件工艺体系，之前被认为缺乏技术进步，现在看也有机会了，因为前面大模型、数据方向都有很大进步。判断接下来行情还能持续：因为整个AI的臂（"编程领域"）已经看起来到了瓶颈，需要一个空间比较大的赛道来承接，机器人就是未来空间比较大的方向，有望成为承接AI资金的主要赛道。催化上年底就两件事：一是特斯拉未来1~2个月还有机会发布Optimus未编程的视频；12月又有一个年度股东大会，大概率还会释放更多量产信息。二是OpenAI也预计在2027年（"20年"）发样机，此前会持续释放产业链的一些送样、验证。所以认为今年26年Q4有望走出一个持续性的独立行情。

看好的方向：第一是数据采集和动作捕捉，这是模型能够持续迭代、产生边际变化最快的环节，覆盖像触觉手套、穿戴设备、传感器、激光雷达这些新方向；第二是特斯拉产业链，因为之前特斯拉低于预期，整个产业链也大幅回调，但机器人要量产，硬件厂商、硬件零部件供应商还是非常重要的能力，只有他们才能承接大厂的硬件生产、量产需求，包括T1、轻量化材料、

触觉、电机等环节；第三是海外大厂，包括OpenAI等，而不要去加注单一标的。总结一句话：
物理AI正在从模型突破走向产业化落地，Q4看好数据要素和硬件链的双击机会。
以上是本次宏观策略周论的四个部分内容，涉及AI与传统需求的相互博弈、金融街论坛的货币政策、日本中小银行处置经验，以及特斯拉、机器人等相关的科技投资方向进展。
会议实录：
不光如此，美股也在波动，市场对所谓AI信用风险的担忧挥之不去。再加上未来两周也确实是一个事件的密集期，比如这周四是美联储的议息，然后我们也有重要的会议，美股三季度尤其是科技公司的财报是密集发布，还有下周11月3号中期选举。这些都牵动着市场的神经，似乎大家也在时刻观察。但这些东西凑到一块儿，就进一步加剧了市场的情绪、市场的担忧。那这些东西有没有可能成为接下来市场的拐点？反过来讲，现在跌到这个位置，是不是跌够了？
本周的周论聚焦这么几个话题：第一个就是AI对传统需求的挤出，到底它从哪几个方面以及挤出到什么程度，我们想算一算这个临界点；算清楚了这个临界点，其实可以帮助我们识别一下政策它的容忍边界到底在哪儿，这个对美国适用、对我们也适用。与此同时，最近一段时间大家对于政策刺激的呼声越来越高，因为眼看着需求还是弱、市场也疲弱，那从这个角度、尤其是从最近金融一些论坛、货币政策框架的角度和降息的预期，我们能有哪些期待，这一块会做一个探讨。日本银行之前地方银行风险的化解，也是一个很有意思的研究时间段，它有什么借鉴、

有什么经验，我们可以参考一下。最后我们会聚焦特斯拉推出的新车RoadsterTwo，它惊艳
亮相以后能不能带来拓展，新能源车、包括未来汽车新的边界。以上是今天给大家安排的主要内容。
那还是由我先来给大家做一个关于市场、关于AI和传统需求之间这种博弈关系的报告。我们今天早上也发了一个专题报告，标题就叫《AI：从传统需求的朋友到敌人》。我估计很多人乍
一看这个标题，会觉得这个标题到底想讲什么、是什么意思。和我们当下比如科技一直在波动、波动得比较大，然后政策上美联储还在加息、我们还在支持科技、内需这边发力不足，大家都关心这个事儿，那和这个有什么关系？其实大有关系。容我来向大家做一个汇报、做一个解释，搞清楚这背后的联系，尤其是测算出这中间的临界点，有助于我们去理解政策的边界、去理解
增长能够承受的代价，然后去理解接下来往哪个方向去发力。
我们先简单看两眼市场。市场的动荡在加剧，这里面的原因，无外乎大家关注资金面的负反馈、对政策刺激的预期降温、还有AI的信用风险，还有这些事件等等。接下来两周，刚才也提到重要的事件：美联储、中期选举、三季报。
那港股跌到什么位置呢？我们上周那天大跌5%的时候也点评了一下，比如以恒科为例，它已经完全跌回到924了，它的风险溢价相当于2025年4月份对等关税那天大跌之后的位置。
你说这个极不极端呢？显然是比较极端的，所以很短期的技术型反抽非常容易判断、很容易实现，比如上周五不就是这样子吗？那很长期，比如隔个三五年也很容易判断，隔个三五年肯定还是有吸引力的，现在十来倍的估值。但是中期的维度，比如我们要用低估值来判断一个季度甚至半年的相对走势，那就起不到绝对影响的效果了：第一，短期那是短期的效果；第二，你又等不起三五年的时间成本，所以这两者视角还是完全不一样的。短期和长期都非常好判断，但是中
期需要居民资产负债表的修复。
如果我们从下半年市场走势来看，其实7月份以来，全球科技的主线都在持续调整，但背后调整的原因有美债利率、有成本、有扣位、有信用风险等等，不断走高的成本在不断侵蚀市场的分母端，尤其是预期打得比较高的这些领域。但实际上，看似大家是担心成本，更重要的是市场

担心AI所能带来的回报支撑不起它自己所需要的大量投资，本质是这个原因。比如举个例子，大家都担心Covit的CDS带来的违约风险，你看高收益债、所谓的垃圾级债券，它的利差上来的速度比投机级、投资级要快很多。看似是担心成本，但本质上担心的是回报，担心的是以Big Tech为代表的AI增长放缓。这个其实和去年四季度当时大家没有看到AI有任何进展的时候、担心private credit时有一只阿波罗基金出问题，不就是一个典型的代表吗？如出一辙。现在Covit的CDS还在小幅地往上蹭，已经蹭到12%，隐含的未来五年市场担心的违约概率超过60%（当然不是说它一定会违约），这是市场情绪担忧的一个主要折射。最后还是担心增速回报、增长空间、

未来前景放缓，Anthropic/AI就是一个典型代表。三季度的业绩很重要，但到目前为止，so far，没有太多让大家兴奋的催化剂；Meta公布了业绩以后上调资本开支，反而股价还大跌，因为它要融资。所以现在AI中美都走到了一个关键的节点。

什么关键节点呢？打个比方讲，它自己的能力、自己赚的钱撑不住自己的野心——要投出去的钱，那怎么办呢？借钱。我借钱来投资不就可以了吗？当然大家要注意一点，我一直主张的观点就是，不是说借钱就一定有问题。恰恰相反，我借钱利用更大的资金撬动杠杆，反而可以获取更高的回报和更高的ROE，ROE我们做一个杜邦拆解，其中一个不就是杠杆率吗？什么时候才有问题？是你借的钱还赚不回来借钱的那个成本，这才是有问题的，那才叫自不量力。所以大家要区分一下，不是说一借钱就不行的。但是确实有必要讨论一个问题：当他开始向全社会来汲取资源的时候，我们要算一个总账，不能只算科技这一块。当所有的资源都扑向科技的时候，它一定会，而且它开始汲取社会资源的时候，一定会带来挤出效应吧？只不过这个挤出效应多少的问题，只不过这个挤出效应是不是依然能够被AI带来的正外部性（也就是它的好处）给覆盖的问题。那总有一个节点，反过来就是增长以及政策的容忍度。就跟我们之前学的类似的数学函数一样，它在一开始某个拐点、临界点之前一直是正相关，到了某个临界点以后，啪一下变成负相关了。我们就想找到这个临界点，找到了就能回答能支撑到什么时候，以及政策它的拐点大概在哪里。

所以这是我们做这篇报告最主要的出发点，就像我一开始说的，其实和我们现在思考的问题是大有相关的。

那我们具体展开一下。首先走到了一个关键的节点，这个关键节点就是大家说的：你现在自由现金流转负了嘛。我自己的能力不就是我赚的钱嘛，叫经营现金流，对吧？我赚多少花多少，就是这个意思。那现在不行了，我的投资要更多，所以我的自由现金流（这两者之差）转负了。那转负怎么办？就是借钱呀。但是借钱不是说马上就有问题的，比如云厂商的ROIC依然是明显高于WACC，那头部厂商就更不用说了，15%~20%的ROIC，我用六七个点借债，这有什么关系呢？没有什么关系。但当他开始汲取社会资源的时候，你还带来了其他的挤占——传统需求的挤占。所以这是一个关键的节点，其实中国美国都是这样，中国也是这样，我们甚至可能会更早一些。原因在于：因为我们的ROIC相对的回报低，比如龙头的大厂，你看这个回报确实要低一些，这是第一点；第二点，我们整体不管是信贷还是其他资源，不完全是市场化分配的，这点大家应该同意，也就是说我更多考虑长远的战略发展目标，所以在这种情况下，它可能短期回报就会进一步被摊薄。这使得我们看到，不管ROIC还是现金流更快的转负，也会对传统需求有更大的挤占。所以你说今年为什么内需偏弱，一定程度上不就是这个原因吗？我们的信贷从2021年开始、今年更是如此，整体资源、信贷也是一种要素资源，和资源品一样明显地往不同的方向去

流，直接导致了居民端获取的资源明显地变少，这不就是一种明显的对冲。所以以这个为节点，

中美其实都进入了需要全社会来支持AI的这个时刻，那么当所有资源都扑向科技的时候，我们就要思考这个问题了：什么时候从朋友变成敌人。

那为了更好讨论这个问题，我们先把经济划分成四大部门，这样每一块来算它的正外部性也好、负外部性也好。这四大部门围绕AI来展开划分：具体的划分，第一是AI的生产部门，大模型、数据中心、软件等等，就是把这个AI模型等这些生产出来，或者简单理解成算力；第二是基建部门，就是更广义的基础设施，电力、建筑、化工、建材、机械等等，但在具体划分过程中没办法摘得那么清楚，因为比如建材里面也有传统需求、化工里面也有传统需求、包括和地产相关的没法摘得那么清楚，但大体上可以把它归类为基建部门；第三个是应用部门，就是谁在用，软件、金融、专业研发、医药、短视频、短剧等等，这些不都是在应用部门吗？最后一个部门呢，就是整体来看没那么相关的。

所以分成这四大块，综合测算了一下，整体的结论在中美都是五五开，一半一半。但是在AI这几个部门里——生产、基建和应用，中美的结构不太一样：美国是生产部门（也就是算力、模型等这一块）的贡献占比多一些，应用也不少；我们则是基建相对更多一些，这个也符合我们印象中常识的感觉。这是两边这两个部门的差异，基本五五开，但一边是应用多一些，一边是基建多一些。

那我们做了这个划分以后，就可以往下去讨论正外部性和负外部性，然后去讨论一下这个拐点。那AI作为所谓的朋友，它的正外部性体现在哪儿呢？体现在几个维度：第一个，最简单最直接的，是直接拉动投资、拉动出口。资本形成也好、投资也好，大量的资本开支拉动短期的增长效果一定会有。比如中国，我们那就是出口，今年主要的经济增长是靠出口，出口里面大家扒开一看，大部分都是和AI相关的集成电路等产品。总量上，二季度分别贡献了美国经济的30%和50%左右，但它每个季度差异也比较大；美国这边我们是扣掉了进口的拖累，因为它进口了很多中间环节的产品，电子元器件、存储等等，所以要扣掉这一块，如果加上、不考虑这一块，贡献会更大。这是整体的增长。那我们的更多是体现为出口，出口整体贡献了约15个百分点的出口增速、贡献超过60%，净出口对GDP的贡献就贡献了20%。大家可以想一下，如果扣掉绿电的话，剩下的两块都是和AI相关的，而且不断超预期，不就是AI相关的资本开支大幅增长的直接结果吗？所以其实大家判断出口也很容易，比如有人担心明年又降速，你只要看AI的资本开支在28年是否还在加速；如果你预期28年要降速了，那可能27年下半年就不太行了，就这么一个简单的道理。所以两边在这一块的提振都不小、都挺大。

但是我们进一步看了盈利以后，就会发现这里面有一个明显的差异：美国是50%的盈利来自于AI，就是它增收、利润丰厚；我们是收入（也就是GDP这一块）占比多，但是盈利没那么多，比如A股20%，港股呢只有可怜的不到5%。所以我们粗略地说，扣掉AI，美国的一半盈利没了，那我们的一半的增长可能没了。

这第一个是最直接的拉动。第二个拉动是财富效应，股市的上涨、红利的收入等等，因为美国居民部门持股比例比较高，再加上还有401K等等这些因素，确实从市场表现的直接传导效果会更明显。而且一般学术的测算，每增加股票财富1美元，拉动3.2美分的实际消费支出，所以一定会有影响。含权类的资产在美国居民资产占比中将近50%，非常高的一个水平，但是对比之下我们的比例比较低、可能只有5%吧（这个测算只是估算，因为也没有掌握全面的数据），同时今年以来中位数的收益截至目前并不是特别理想，这也是显而易见的。

第三块是提升劳动生产率、提升效率，以及知识的外溢，单位时间、单位的投入产出更快，传递更多的知识，这都是一个社会性的正外部性，它不是私人的正外部性，会更广，可能体现得没那么快、没那么直接、没那么立竿见影，长期效果更明显，所以我们不能不考虑这一块。但这一块更偏中长期，其实短期效果也很明显，比如完成任务的时间平均缩短80%，大家也深有

体会，提升效率已经体现了，甚至长期的自然利率也体现了，要不然美国的实际利率为什么不断地走高呢？资本开支在不断地增长，Token的调用也在不断地增长，在各个行业渗透不断加大。与此同时，知识的扩散所带来的消费者剩余，也远远超过比如移动互联网时代，或者其他一些商业模式的变化，所谓消费者剩余就是它带来的正外部性的叠加成熟效应。所以这三块——直接的投资、出口拉动、财富效应，正外部性的效率提升，都是我们说的正外部性。这一块其实大家已经很熟悉了、也讨论很多了、已经体现出来了。

那么我们讨论讨论它作为敌人是如何挤出其他部门的。

因为你发展任何行业需要要素资

源吧，要素资源包括土地、资源品、电力等等，那金融资源也是一种要素资源呀，我能不能拿到钱、能不能拿到便宜的钱，这个也很重要。所以这两块呢，当AI开始向全社会汲取资源的时候，这个挤占就已经出发、已经出现了

，只不过今年这个节点更为明显，而且这个挤占会逐渐

增加，它同时也会约束政策的空间——政策不是不知道我这一块强、这一块弱，但是你加在一起怎么做？但美联储现在还得加息，我们呢现在还在支持科技。所以从这几个方面，它会体现出所谓的负外部性。

第一个就是体现实物资源。大量资源，包括化工、芯片、存储、电力等等，都在大量地投向AI、算力等等，比如数据中心耗电量占比不断提升，尤其是美国。这一块怎么着都挤占了一部分传统资源吧？你至少是推高了其他部门要素资源的边际成本。产能利用、生产这一块，确实就挤占了一部分。我们从存储价格的上涨、PPI的贡献都能看出来这个效果。这就是通过成本、通过实物资源做的一个挤占。

第二块就是挤占金融资源。挤占金融资源其实也比较明显，因为金融资源作为一种要素资源，也是相对、不是说在任何一个时间里都是无限的。比如价格的维度，到了什么程度呢？价格维度有人会说，不仅仅是AI，你今年油价走高、通胀走高也是一个因素。确实是，但是你扒开了以后、扣掉了这些供给的扰动，AI产生的需求大量增加，还是挤占了不少，比如10年美债不断地上升。现在到了什么程度呢？以美国传统需求最为代表的地产为例，它的30年按揭利率到了7.5。7.5什么概念呢？美国税前的租售比大概6%左右，咱们就不考虑房价资本利得的涨价预期，那显然对地产有明显的压制作用。而且中小企业因为靠一级市场发债等融资比较困难，更多还是通过银行信贷，而它这个利率其实也到了8.2%，虽然最近上行的速度不高，但还是很高——它能赚来8.2的钱吗？你像AI，它的ROIC才15%~20%，一般的小企业应该赚不到这个利率吧。所以这些整体融资成本都在水涨船高、都在增加，这是价格的维度。那量的维度，就是大家说的AI巨量的发展，比如挤占其他的需求。既然是市场化定价，谁来发债谁买，那我就买它们的，自然这个——比如明年大家预期AI相关的数据中心、云厂商还要发大概几千亿的债券来弥补中间融资的缺口，但国债也需要发债、其他部门也需要发债，所以8月份所谓的美债风暴，虽然没那么直接明显，但大家的担忧就是这么来的。这就是从量的维度的一个进展。

那这两块背后，又和约束政策的空间是相关的。

其实今年的美国也是一个K型的分化，你

看上面科技的增速多强，下面是消费，其实我们也是一样，只不过我们的消费更弱一点。就像我刚才说的，如果作为政策的决定者、作为货币当局，我看这边这么强、这边这么弱、非农还在走弱，按照传统的框架，我应该降息去救地产这些部门，但是完全降不了、现在还得加息，这不就是政策空间的挤占吗？我们经常到了一个时间点，美联储看的说这边固然好、但这边太弱了，加在一起到了一个临界点，啪一下掉下去了，那它政策就做不了了，整体的经济就要往下了。这不就是约束政策空间吗？

但是对比美国，我们和美国最大的差异在政策的空间上，其实是资金来源和政策目标

函数的容忍度不同。你看美国今年整体利率的抬升，靠着自然利率以及对增长预期的实际利率的贡献还是非常多的，虽然灰色的期限溢价也在一定阶段贡献了非常多，但它来来回回、上上下下，其实不断往上是整体的实际利率贡献得更多一点。那相比美国，我们的挤占主要体现在两

块：一块是财政，一块是信贷资源。
信贷资源其实也不完全是市场定价机制所决定的，它也体
现了比较强的政策导向。从右边这张图就可以看出来，如果从整体的信用扩张占GDP的比例，从去年10月份到现在，你可以明显地看到居民端是大幅收缩的。所以相比美国大家一说挤债就讨论利率、去讨论货币政策，我们这个挤债更多体现在这一块，这是一个最大的不同。除了这个以外，就是政策的容忍度，就这个临界点在哪，是我们接下来讨论的下一个问题。

那什么时候从朋友变成敌人呢？也就是反过来讲，这个经济和政策的代价、容忍的这
个代价在哪儿会出现变化？
最关键的前提是替代就业这一块，没什么好多说的，替代这种专业
型的就业，尤其是科技、编程、金融更多一些。但这里面有一个可能和大家常识预期不同的地方，简单点一下：就是虽然这些专业部门裁员更多，但它工资增长确实也快。那这个工资增长体现在哪儿呢？体现在经验的溢价上。我普通的工作、年轻人刚入职的这个人，他显然没有这个溢价，完全可以用AI所取代；当然随着AI时间的增加，它会取代的知识溢价会更高，这可能会使得年轻人的求职更麻烦、更难。所以它不完全只是说我雇佣年轻人、开掉有经验的人，那么线性的、简单的路径。这是第四个影响。
好，我们梳理了这个朋友和敌人这几个路径，最后我们想回答一个问题：这个边界、临界点到底在哪儿？算清楚了这个临界点，我们就能搞清楚容忍的界限在哪儿。或者说，比如我现在就看好科技，但是到了一个位置——我不能利率天天往上涨、价格天天往上涨，到了哪个节点它可能整体会转过来，你就要整体都要担心一些了，或者说只有它好、其他的全都不行了，对吧？我们在做配置的时候，有人说要看好消费、有人不看好科技，加在一起是什么样的一个效果、对政策是什么样的一个效果，都和这个有关。
那最终的结论是什么呢？我们分别从美国和中国做了一个测算。先看看两边的差异，刚才提到了资金来源是明显不同的。我们综合各方面测算（这里面有很多的假设，包括一些推算）：美国九成都是靠私人部门融资，我们至少有政府相关背景的钱占了三成。
但考虑到信贷资源也
不完全是自主决定的，所以还是和整体政策的目标函数相关，我觉得这个假设应该问题不大。那结论是什么呢？
第一，美国能承受多高的利率？你不是挤占金融成本吗，能承受多高的利率，到了这个拐点，啪一下全都下来了。我们分两块来算：四个部门，AI相关的和AI不相关的五五开，它的贡献也差不多五五开，两边的ROIC和股价的表现差异还是非常明显的。但你到了一个节点，它也撑不住了，它这个K型的上半段也对冲不了、下半段也断了，啪一下全都下来嘛。那这个节点大概在哪儿呢？整体大概6%。
怎么算呢？科技这边能承受7%，传统需求大概4%，你用五五开加在一起
试试看，是不是差不多6%？具体的测算细节我不展开了，大家感兴趣可以翻一翻我们的报告，拆解得很详细。那现在呢，最多10年美债摸到5.3，你要真到了5.5~6以上，比如5.5、6以上，那肯定会有问题，甚至整个经济都会出现问题。那时候美联储应该降息才对，那说不定整体经济就要衰退了，因为只有那一点点好、那一点点的正外部性，却抵消不了它挤出的负外部性，就这
个意思。所以在这之前还好，但是6%可能是一个比较敏感的临界点，这是第一个。

第二个呢就是成本，因为它不光推升金融成本、金融资源，还推升实物的成本。但是算实物的成本，你必须把它拆开了：生产、应用、机电、其他的行业。比如我的成本增加了、油增加了，那美国的石油它是净进出口国、它还获益呢；然后成本增加，AI基建部门还获益呢，生产部门也不算差呀；但是传统部门肯定会承受压力。所以它对不同环节的影响不一样。但如果我非得总对总来算一个呢，大概这个阈值还是比较高的：你成本整体上升50%，才会使整个经济啪一
下转下来，就还有很大的余地和空间。那更主要的还是通过金融条件、通过利率来产生这个影

响，这是美国这边。
那我们呢？说实话，很多政策它不是完全能算个6%、算个利率就能算出来的。待会儿也请我们宏观组周鹏给大家讲一讲货币政策这一块，但我的理解就是，它虽然不是完全的量化，而且目标函数更关注长远的目标，所以你要综合几个维度来看：第一是整体的增长，整体的增长我有一个长期的2035年的目标，倒算出来我能接受的短期增长的下限是多少；那出口又很强，贡献了20%的增长，这一块就形成了托底的力量，增长或者说短期的压力没有那么大。第二个呢，就是所谓的就业、或者说整体的稳定。第三个就是资产负债表，因为如果我投资投在回报率相对比较低的项目上，那最终无非就是两个结果：第一个转化为债务，第二个转化为无效的产能。但是呢，你没法说一定不会产生结果，尤其是我们关注的是长远的目标，所以它短期这个容忍度会在那儿，但它体现的是整体财政，因为不管是银行还是地方政府的债务、资产负债表，都最终是中央的资产负债表嘛。所以这一块是第三点。那现在，其实整体狭义的空间并没有大家想象的那么大，尤其是非金融部门的杠杆率还是比较明显的。
好，那这几块合在一起、三大块，我们最终可以得出什么结论呢？战略目标是比较清楚的，十五规划等等这些自主可控、科技创新，这是长远的战略目标；短期的增长压力相对可控；财政的空间相对也没有大家想象的无限这么多。所以要让大局的财政发力和方向转向，容忍度就会更高一点，或者说需要时间更多一点，甚至需要压力更多一点。这也是我们对整体的信用周期维持一个相对震荡、但结构上依然以科技为主的判断——不是说不会往这边倾斜，但可能是定向地来做，比如我们从节后看到的一系列政策都是类似的政策，和这个是有关的。这是我们想回答的所谓的约束条件，这个约束条件就可以告诉我们，比如最典型的恒生科技什么时候反转：从中期来看就是居民资产负债表的修复，那居民资产负债表修复又靠什么呢？财政的发力和转向。
最后两页还是我们每周定期的更新。一个是AI压力指数，从基本面的维度、高频指标来看，这周还是继续在走弱，市场也已经反映了，继续在走弱，因为新的模型、Token的应用、调用等等没出来太多，但是融资端还是承受压力的。然后赔率和胜率，我们也做了更新，分别在资产和板块上做了更新，板块上的变化不大、有限，资产端因为波动很大，像恒生科技、像创业板波动比较大，所以它们的赔率出现了一些变化，供大家做一个参考。因为大家这都是老熟人了，大家也都比较熟悉，我就不多展开了。
那以上呢，就是我今天给大家带来的内容——AI什么时候从朋友变成敌人，我们做这样一个汇报，讲清楚这个框架，帮助大家识别，我觉得现在是比较关键的一个问题，供大家做参考。我们刚才也提到了内需的问题、包括政策的问题，尤其是测算这个边界，那这里面就涉及到很重要的一块——金融街论坛、包括货币政策，大家都比较期待，怎么去理解，我们请宏观组的周鹏来给大家解读一下，有请。
周鹏（宏观）：好的，感谢同学总，也感谢各位投资者的时间。今天很高兴跟大家再来解读一下金融街论坛的货币政策信号。实际上在这个论坛之前，大家对论坛里的货币政策给予了非常多的关注；从我们自己跟踪的指标上，确实你能看到，在整个金融街论坛的前后，尤其是在今年假期之后，我们看到市场的降息预期是快速走强的。那到这个阶段，我们实际上对于降息要有一个新的理解。什么叫新的理解呢？就是说我们大家在谈降息的时候，或者谈货币政策降息的时候，大家实际上想的东西是不大一样的。对于债券投资者来讲，可能资金利率的下降更重要，这个资金利率的下降不一定需要传导，只要在短端、资金利率下降，比如隔夜回购、7天回购，它的利率只要能下来，那对于整个债券市场就是一个好消息。但是对于进一步的、无论是对于实体经济还是对于股票投资来讲，大家关注的可能是这个降息能不能把整个的利率中枢带上来，不光是十年期国债利率，还有资金利率，更广义关注的包括贷款利率、存款利率等等，大家会关注不同的利率中枢。对于不同的利率中枢来讲，这个降息预期、或者说这次货币政策的含义，可能不一样。那我们首先还是强调一下这个指数，我们觉得通过衍生品去观察，仍然

是一个非常有效的、对于降息、无论大家对于市场的感觉，还是对于接下来比较灵敏的走势，一个很重要的加息预期的指数。当它往下走的时候，一般预示着市场降息预期升温。实际上最
近整个市场降息预期在这个角度上，它其实还没有回复，其实还在往下走。
那么这里我们想强调一下，这个降息到底指的是什么？我们还是想讲，这个降息讲的就是资金利率。我们再次跟大家提一下，降息不同人的理解不一样，对于债券投资者来讲，有的时候大家想的是资金利率的下降，只要资金利率下降、调整到国债市场就可以；但对于不同的投资者、包括实体经济经济的经营人，大家有的时候需要看到它进一步的传导，无论是存贷款
的利率、还是其他有关的一些民间利率。
更有许多投资者还希望这种能进一步传导到其他的
政策上，希望这个利率起到一个风向标的作用等等。所以说不同人对于降息两个字，其实给予了不同的期待。我们简单地讲降息，实际上有的时候是不负责任的，我们还是要看一看它到底调整哪些东西。

那么这一轮之所以降息预期会快速走强、包括最近国债利率的下行，我们觉得最重要的原因
还是资金利率。这段时间，其实在资金利率下行的过程当中，央行对于整体流动性的投放还是比较平稳的，所以我们才能看到，和之前不一样，这一轮大家对（尤其10月以来）无论是国债利率还是加息预期都走得比较顺利，说明大家觉得这种操作还是反映了一部分、起码在流动性市场、资金市场上相对宽松的状态。
那么到了金融街论坛之后，我们确实也发现，整个论坛宣布的政策，其实对于资金利率维持
低位、包括资金利率减少波动，实际上确实也是有帮助的。大家都知道，这次提出了要研究择机把公开市场的主要操作品种切换为隔夜。这个时候我们怎么去理解这个切换为隔夜？把（今天的）切换为隔夜，一个是要看政策利率的水平，另外一个呢是看波动的程度。那么普遍大家还是认为，如果切换为隔夜的话，整个隔夜资金利率的水平和它的波动程度还是会相对向着宽松的方向去发展。那么在基础上，还推动了贷款利率进一步定价基准的改革。当然这实际上是一个市场化的行为，不是说要强制切换，还是看市场主体的谈判能力，包括之前的LPR也并没有不用，还在继续使用。所以我们看到，这一次利率的下行、包括降息预期（说反了）的走高、整个利率的下行，我们觉得还是主要集中在资金利率这个层面、短债资金利率这个层面。但是大家可以看，如果以后我们能看到的新的形式呢，就是资金利率可能、尤其是DR001这个层次，它可能会比现在我们普遍用的7天回购利率稍微低一点，可能是这样的情况。
那么这个会不会影响到贷款利率呢？我们觉得是这样：贷款利款，尤其是对于存量贷款利率，我们觉得影响还是比较小的，对于银行的息差还是比较有限的。
因为一般来讲，我们现
在的银行主要贷款还是挂钩LPR，那如果存量贷款利率不调整的话，对银行息差的一次性影响也就是相对有限的。那么这一次金融街论坛之后，大家其实看到了宣布的这些改革措施，我们应该明确地讲，它应该对银行挂钩LPR的这一部分贷款的影响是比较低的
。那么对于新增贷款利
率，我们也认为是这样：中国整个贷款市场的市场定价程度还是比较充分的，整个贷款利率应该还是由供需来一块儿去决定的。如果融资需求相对偏弱的情况之下，贷款需求其实很难上来，新增贷款的利率很难上来，它可能还是保持一个相对缓慢的下降的这么一个情况。
那么四季度，我们如果要看政策工具的话，就是我们刚才说的两个层次：第一个层次是资
金利率，资金利率的话，它确实维持了一个相对宽松的状态；第二个层次是贷款利率，新
增贷款利率在中国比较长的一段时间内实际上已经比较市场化了，对于存量贷款利率，这
次的影响是有限的。那么我们其实讲第三个层次，就是这个降息是不是意味着我们的政策有更多的信号？我们也可以看到，其实我们现在还是处在一个四季度财政和准财政工具密集落地的阶段。我们讲，现在我们应该是，在上一轮政治局会议、包括9月底国常会之后，我们这一轮的政

策应该还是处在一个货币、财政宽松的这么一个执行阶段。我们倒不是觉得金融街论坛释放了

什么新的信号，它其实还是在一个、整个政策还是在一个相对政治局会议之后的集中执行
的这么一个阶段。那么这里面，我们觉得主要关注的还是财政。一是财政确实还剩余一些债务没有发，如果这些都能集中发完的话，我们其实可以看到，四季度整个财政净融资的同比增量
还是比较大的，这个不光可以为今年四季度的财政增长，还可以为未来、明年一季度整个经济增长提供一定的支撑。
那后面我们再讲两个问题。第一个就是关于降息这个表述的问题。我们确实不支持大家把这次金融街论坛上面宣布的隔夜操作的情况，作为降息两个字来处理，因为这个处理下来确实有点过于简化。我们刚才讲了降息的三个层次：第一个层次是资金利率，第二个层次是存贷款（存法）利率，第三个层次是进一步的政策信号。实际上我们觉得，这一次金融街论坛宣布的换锚这个操作，我们应该讲，它更多还是对资金利率有一些影响；它不是一个降息的影响，而是说
换锚本身这个改革的政策内涵，它本来会使得资金利率更加的平稳。
那么，是不是有调低贷
款利率的作用？我们觉得这个并不直接。另外，是不是代表了新一轮的政策信号？我们觉得它还是在整个上一轮政治局会议以来，这么一个政策密集落地的过程当中，我们重点还是要关注财政。所以不至于把这个降息预期做进一步的炒作。
那么接着回来，因为我们上面谈到了资金利率、包括国债利率，那么下一步我们去关注在这一轮，我们可以说这一轮货币政策的期待，大家关注其实暂时告一段落之后，下一步关注什么？我们觉得还是要看明年的财政力度。
其实刚才（同学总）也提到，接下来无论是决定我们长期
国债利率水平，还是决定整个经济、整个经济的活跃度，包括还有股市风格的，其实还是跟我们的财政力度有很大关系。如果说明年的财政力度相对平稳的话，再加上银行（我们看到它其
实这两年承接的国债也不少），那么如果供需两端、财政发力比较积极，供给端银行在这
个基础上（过去一年确实承接了不少了），每年可能出现一定利率的回升；如果财政的力
度相对偏弱的话，那可能当前利率偏弱的这个情形也会继续。
所以我们做一个总结：这次跟大家讲的金融街论坛的货币政策信号，主要还是一个改革
的信号，改革主要是针对我们的隔夜操作，创造了一个更好的、可以说波动性更小、锚更清晰的短端利率的操作框架。那么它对整个市场有什么影响？我们讲，对短端的资金利率是有影响的，但是它不会影响我们存量、包括LPR的贷款利率，那么它也不是代表着一个非常新的货币政策宽松，我们还是在一轮、上一轮的宽松密集落地的这么一个阶段。所以说我们也不能把它简单地称之为降息，更不适合去过度炒作降息预期。那么明年的话，我们还是去看接下来最重要影响的、重要的变量，还是财政的力度。好，谢谢。

主持人：好的，多谢周鹏给我们带来的解读。简单总结呢，就是不宜把货币政策框架的这种调整——其实历史上也出现过多次——和降息画等号。虽然大家心里的期待、呼声是比较高的，还是要看财政，这也和我们一直以来强调的政策关注方向不谋而合。如果大家有进一步的问题，可以和周鹏做进一步的交流，再次感谢。
那么我们接下来转向另外一个话题，就是我们日本研究首席分析师丁锐最近做了一个报告，叫"日本地方银行风险化解、它有什么样的经验"。我觉得在这个时间点去探讨这个问题，有一定的现实意义，也蛮有意思，我们请丁锐给我们介绍介绍最新的研究，有请。

丁锐（银行研究）：好的，感谢（凯文）总的邀请，各位投资者早上好。今天想和大家分享的是关于日本地方银行的风险化解。大家都知道，在日本上个世纪90年代泡沫经济破裂之后，其实是经历了一个比较漫长的金融风险出清的过程，其中日本地方银行的风险化解非常值得研究。今天时间有限，主要想回答三个问题：第一，日本地方银行的风险是怎么形成的，为什么没有及时得到解决？第二，日本政府后来采取了哪些措施，如何通过国有化、兼并重组的方式来化解这个风险？第三，日本的经验对于我们理解中国的地方金融风险的处置，有哪些值得参考的价值？

首先先跟大家说一下日本地方银行风险的历史背景。关于日本的泡沫经济，中国国内有一个比较常见的误解，就是大家可能会觉得当时日本的居民大量借钱炒房炒股，泡沫崩溃之后银行就出现了坏账；但这其实是一个误解。实际上我们研究发现，推动资产泡沫最重要的主体不是居民，而是企业部门。当时大量的日本企业，包括很多是做实体的、比如做制造业的等等，都参与了土地、房子以及股票的投机，而银行则是通过地产抵押等等方式，为这些活动提供了融资。

但是到1990年前后，日本的资产泡沫就开始崩溃了，土地和股价持续下跌，带来的结果，一方面是银行持有的地产抵押价值在缩水，另一方面企业的偿债能力也不断恶化。特别值得一提一提的是，日本的银行并没有在泡沫破裂之后就立刻确认所有损失，而是部分银行觉得、继续向这些经营困难的企业去追加贷款，通过借新还旧维持企业的生存。

这么一来，日本商业银行的不良资产其实是一个层层积累的过程：第一层是泡沫经济时期给人家去炒房炒地、投出去的钱形成了不良贷款；第二层是泡沫经济崩溃之后，又为了延迟确认损失继续追加贷款；第三层是日本经济长期低迷过程当中，又带来了新的企业违约。

所以日本整体风险花的处理时间比较多，持续了十几年。

从数据来看，左边这个图介绍的是日本商业银行等金融机构破产数量的变化。我们发现一个有意思的事情：90、91年日本的资产虽然是崩了，但是实体经济没问题，金融机构没有大量破产；真正大量破产其实是到97年的冬天才开始，当时日本第十大的银行破产、第四大的券商也破产了。所以97、98、99直到01年这五年左右的时间，对日本而言是一个噩梦级的五年。

仅90、91年的股价房价下跌，对日本的经济基本面并没有带来特别大的恶性影响；但是一旦爆发了金融危机之后，从97年之后，日本就陷入了低增长以及通缩。

同时也想介绍一下，因为我们今天的主题是日本的地方银行，那么地方银行占银行业的这个总资产、贷款余额以及不良债权大约占多少呢？其实平均下来看，占总量的差不多是三分之一。也就是说，地方的银行它并不是整个金融体系的主体，但是在区域的经济和中小企业的融资当中，其实发挥着非常重要的作用。

那么为什么日本没有及时去化解风险？这里有两个重要的原因：第一个原因是对于金融风险的认知不足，在泡沫经济刚破灭的时候，大家都觉得未来经济下行只是暂时的，未来随着经济的恢复，资产价格也会回升，没问题。第二个原因是日本传统的金融监管模式逐步失效，我就不展开讲了，过去是一种叫做"护送船团"的金融监管体系，就是避免大家过度地竞争，所以

每个银行的利率都差不多；但是到了80年代之后，日本开始金融的自由化，银行之间竞争开始加剧，所以就会出现一些逆向选择、道德风险等等一系列的问题。最终到97年、刚刚所讲的日本第十大的银行和第四大的券商倒闭之后，日本的金融风险就开始集中地暴露了。

另外还想介绍一下日本地方银行风险处置的一个特征。虽然我们讲日本叫做地方银行，就是地域性的一些银行，但是地方银行的金融监管和破产的处置权，实际上可以理解为99%的权利都集中在国家的中央政府。

而日本的金融厅、金融监管机构、存款保险机构、整理回收机构等等，都是整个风险处置过程当中的主要参与者；而地方的政府虽然会参与地方经济的一系列稳定的工作，但是不会主导地方性银行的一个破产的处置。这一点其实是和中国存在比较明显的制度差异，我们之后展开。

我们想举一个比较典型的例子，就是足利银行。足利银行是日本的栃木县最重要的一个地方银行。刚刚我们讲到日本的地方银行都是国家中央去处理的，其实我们在跟日本一些处理足利银行的金融监管界的前官员去交流的时候，他就跟我们讲，当时我们主要负责了处理（足利）银行这个事情，前前后后差不多花了一两年吧，但是这一两年期间，他说我们有没有跟当地的地方政府、就是栃木县政府开过会？我印象里好像一次都没有开过，就我们金融监管机构，就在国家金融体系之内就把它给搞定了。所以说日本的金融监管的主要权利，某种意义上是收归于中央政府的，跟地方关系并不是特别的明显。

2003年，这家银行就因为不良债权的持续恶化，就陷入了资不抵债。这个足利银行在当地有多大的影响力呢？存款在栃木县整体当中占一半，都是存在足利银行的；贷款也是占一半。

所以说简单粗暴来说，就是这银行如果倒闭了，那对于当地企业的融资、居民存款、支付和结算，它会带来非常严重的一个冲击。所以日本政府就对足利银行实施了临时的国有化，主要是三个步骤：第一个呢，首先由国家来接管这个银行，一定要维持正常的营业，居民的存款、企业的贷款等等金融的服务要继续地维持；第二步，就是要把不良资产从银行的资产负债表当中剥离出来，日本政府是通过整理回收机构分批收购足利银行的不良债权，然后再通过债务重组、抵押物的处置以及企业再生等等方式把它给回收，这样做的目的，也就是让银行摆脱不良债券的包袱，让它重新恢复信贷的过程；第三步，也不能国家一直拿在手里呗，就是在完成了经营重组之后，最终还是要引入民间的资本，实现政府的退出。

这个足利银行的例子，最终是（野村）集团作为投资财团的承接方，最终慢慢实现了足利银行的再度民营化，现在已经恢复正常了。我们在这个报告当中也详细地介绍了一系列流程，这里也画了一些图供大家参考。

第二个例子呢，是纪阳银行和和歌山银行。这个例子跟上面的例子不同的在于，和歌山银行并没有破产，而是在经营还尚能维持的时候就开始重组了。和歌山银行在泡沫经济破裂之后，其实是出现了盈利能力下降、不良债券等等的问题，到06年的时候，不良债权率达到11%，还是挺高的，虽然当时还没有到资不抵债的情况，但是它的独立经营能力已经明显下降；而当时和歌山还有另外一家更大的银行叫做纪阳银行，也就是说你们两个都管这一个地区，那这个弱的就让强的来把它给吃掉了，你们俩合并来解决问题吧。在整个过程当中，日本政府就通过了金融功能的强化法，向这个合并之后的金融集团提供了315亿日元的公共资金的支持，这些资金就用于处理不良债权等等。与此同时，这两个银行合并之后，可以把一些冗余的业务、重复的网点、后台的系统、人员的配置等等都去改善。所以说经过了几年调整之后，这个纪阳银行逐步恢复盈利，在那之后，也把从政府那里借来的315亿的公共资金给还了。这个案例给我们的经验啊，就是说，银行的风险处置不一定非要等到破产之后才能开始，通过提前的兼并重组，适当

配合适当的配置公共资源，其实可以把风险平稳地化解。
再介绍一下风险处置制度的一系列的完善。其实日本是一直到97年的金融危机之后，日本才通过一系列的立法，建立了公共资本注入、不良资产收购、过桥银行以及临时国有化等等制度。说实话是有些晚的。日本如果在90、91年股价房价都崩了，它在93、94年的时候就处理、就建立这些制度，提前把这些坏账防患于未然、过早地去解决的话，可能就不会爆发金融危机，日本受的伤可能就会更轻一些。
接下来再说一下建立在长期这个风险防范体制有哪几点，我们想介绍一下日本的一系列的经验。第一点，就是风险识别和监管干预的时间尽可能要往前移，你越早去处理这个伤，这
个伤是越浅的。第二是重视地方银行对当地企业经营的支持
，哪怕这个地方性的银行出现问
题了，你也一定要让它的日常经营、存款功能、贷款功能维持起来，要不然对于当地经济实体的运营会带来很大的影响。第三，是针对地方等金融机构，它这个不良资产要识别得更早，金
融监管要推动相关法律……这第三、第四点都是做的这个。最后经验和启示，谈三点：第一
要早，刚刚已经说了；第二，针对不同的金融机构，其实是要采取有差异化的风险处置的
方式——对于仍然有经营能力的银行，可以通过兼并重组、资本补充来改善；对于资不抵债的银行，可能就要国家采取措施下场了。
最后想说一下，中国和日本的这个体系不一样。中国的大型银行其实更多的是以国有银行为主，在行政的协调、流动性的支持和风险承接方面，和日本有非常大的不同。我刚刚
讲日本97年的冬天，第十大银行和第四大券商破产之后，日本就陷入了金融危机，具体是什么原因导致的呢？就是看到有大的金融机构破产之后，其他的金融机构都会觉得，会不会别家、你们家也会有不良债权、你们家也会有破产，所以就相互不借钱，并且还不是那种长期的不借钱，就是在那种隔夜的资金都不借钱了，到最后金融的血液就断了，就带来了日本的金融危机、带来了日本的低增长和通缩。但是我们认为，中国大部分的银行其实都是国有银行为主，爆发这一
类的风险，相对于日本，这个概率会低一些。
但是中国的这个地方金融机构可能也涉及到比
较多的当地政府的一系列关系，所以说中国可能还是要中央的金融口协同地方政府、股东等等，去多方面、多个角度、多个维度一起，从一盘棋的角度出发，可能能更加把这些风险在早期发现、早期解决。以上就是我们想跟大家分享的内容，谢谢。
主持人：好的，感谢丁锐给我们带来的分享。这不由得让我想起来，我们之前也做了一个研究，叫做"日本被忽略的牛市"，其中一个结论就是化债这个事儿还是要趁早，因为不是说必然有问题，但拖久了，你冷不丁地遇到了当时的亚洲金融危机，一下就全都兜不住了，所以早点做呢不是一个坏事儿。但是中国和日本的情况不一样，我们可以找其中相似的地方去借鉴，这个对我们当下是更有帮助的。这里内容细节很多，大家如果感兴趣可以和丁锐做进一步的交流，也再次感谢。
好，那我们下面进入下一个话题，市场非常关心的问题，就是特斯拉上周这个Roadster第二版本Roadster Two，它一飞冲天，非常惊艳。它能带来什么样的汽车能力的边界，包括我们看这个Optimus量产，我们请我们的汽车首席邓学总来给我们讲一讲，在产业端这块的进展，有请邓总。
邓学（汽车研究）：好的，感谢（K房）。大家上午好。今天其实我想分享一下我们近期围绕特斯拉的两篇报告。当然上个星期就是Roadster的发布，但从中间的过程中，大家也可以看到，关于特斯拉Optimus的量产节奏、包括整个人形机器人，其实有个很大的变化。我们也有一篇新的报告，Optimus步入量产，整个具身的入局会加速模型迭代。

那首先讲一下Roadster的一个情况。其实在10月16号的时候，特斯拉发布了新一代的Roadster，它定位是兼顾公路和赛车的高性能电动跑车，首先是有0~80.8秒的百公里加速（原文"0~80.81秒"），以及超过230英里的最高时速，那么计划2028年去量产，中国官网已经开始预定了。这里面最大的看点，除了非常快的极速表现，其实还是看到了更多的SpaceX航天技术的赋能。其中有高压的储气、冷气的推进、一些姿态的控制被引入到汽车，它其实演示了一些倒置的行驶，包括短时的离地和空中的翻转，所以整个的车尾还有4台推进器去推力、超过80千牛。过弯的时候它是有2G的加速度去维持这种（性能），为传统的依赖轮胎附着力这种汽车性能打开了一个空间。其实如果落在我们会有什么大的投资上的启示呢？其实有三个大的增量方向：

第一个就是关于轻量化。大家知道这个要能飞行起来，所以座椅、包括底盘，它很多的一体化成型的减重技术是比较重要的，对轻量化的结构件提出了更高的要求。第二个就是线控系统。其实它里面反复地强调，所有的都是靠通过线控制动、包括转向，还有一些油门用电子控制来去代替以前传统汽车像机械的传动，来带动这边的执行器、传感器，特别是一些惯性的导航和一些控制单元的一些配套需求。第三个肯定是喷气的推进。这里面看到高压的空气存储、分配，产生的一些推动力，带来的像储气罐、阀件、一些气路控制的一些需求。所以我相信，随着航天技术向汽车的迁移，相关的技术会逐步应用，一些零部件的环节都有望迎来一些增量的需求。那么具备这些技术积累的一些中国的汽车零部件企业，也受到了市场比较大的关注。所以一句话来总结的话，就是Roadster是一个航天技术向汽车迁移的标杆性事件，线控和推进的配套是本次比较值得关注的板块。

那我再快速汇报一下关于人形机器人。大家知道最近人形机器人这个赛道其实是代表的物理AI的一个方向。这一块其实重点聊两件事：现在人形机器人这一轮的技术范式发生了一些什么边际变化？还有一个就是板块层面上有哪些值得关注的、基于方向？这里面我们其实会按照五个方面陈述一下：第一是技术范式的变化，第二是关于最新的产业前景（我们看到更多的玩家进来了），第三是本轮行情的一些复盘和驱动，然后我们来判断这个板块的持续性，最后我们再分享一下我们看好的赛道。

技术范式的变化，首先非常重要的一点，就是通用基础模型正在改写我们这个行业的一个假设。为什么这么说呢？其实核心点就是OpenAI在实验室里、没有对它做任何机器人专用的一些微调，直接把它当作这种动作的策略：比如输入一些视觉、机器人的状态和本体的一些几何信息，它就能直接输出动作，所以在这个相关的生成动作的成功率达到了66.3%，然后如果加上一些上下文和一些工具的知识，它能够提升到74.8%，那远高于之前像它这个Pi-0.5的模型的28%的数字。所以这个结果的意义，就在于它撬动了整个行业过去的一些基本假设：大家以前认为机器人要得到泛化能力是非常难的，要先训练一个独立的机器人基础模型，再用海量的专用数据去堆；但是这一次（Oracle的X-embodiment）就证明，一个足够强的通用技术模型，本身就包含了大量的三维空间物理关系、任务拆解和世界知识的一些经验。那这样子的话，后续只要补上一些身体的结构、动作的空间和一些上下文，就能直接参与决策。所以它把"认知世界"跟"具有躯壳躯体、能够在这个物理世界里面操作"直接实现了，这一点变化。所以市场上以前有一段时间已经担心这个问题，现在来看的话是能够打通的。另外一个市场也曾经认为，

通用基础模型如果能够成功的话，会吞噬整个VLA和世界模型，现在看并不正确：现在看起来世界模型还是世界模型，但是通用模型呢，它是持续向技术的下层去渗透的，但是小脑这个功能还是不会消失，只会更加专业。所以这个是技术范式的一个变化。
那现在海外的巨头，包括像国内的一些本体的公司，现在看技术进展也是朝这个方向去。像OpenAI，整体上现在已经决定自研人形机器人了；谷歌的DeepMind也走这个最完整的分层路线，这边负责高层的推理；英伟达系去加上这个OS参考平台，然后让整个大量机器人企业用它的基础设施。国内像阿里的千问、包括字节，其实都是在朝这个方向走。所以我们看到，其实整体的本体厂的进展也非常快：像Figure，它这个Helix的X2已经完全能够实现自觉视觉直接生成动作；然后波士顿动力的Atlas也是进入到量产的一个部署，在现代汽车那里面去使用机器人的场景；国内像语速、智元其实都提出了相应的出货的目标，以及相应的一些真实数据的积累。那这个我觉得是整个产业的前景吧。
那第三个呢，就是我们再讲一下目前来讲板块的一个复盘和一些核心的驱动力。因为
过去三年整个板块大家都知道，还是围绕着特斯拉的一个进展、特别是Optimus的量产信息来去做波段交易。但是呢，这个2026年初到现在10月的第三周，其实整个因为特斯拉三代产品的一个延后，整个板块其实深度回调了30%到50%，如果讲个股还有更多，更多的是属于绝对底部。那本轮行情相对不同的话，是驱动这个来自于是大模型的公司、像OpenAI等等大厂的一些模
型投入，那叠加上像英伟达的一些测试提供，提升了这个成功率
，所以整个市场对产业化的
节奏预期更乐观了。所以最关键的产业变化，我们看到就是模型在迭代，那整个量产的瓶颈会从模型转向数据——那机器人这个数据要从真实世界来采集，文本语料就不再适用了，所以就更多的一些真人操作、回传数据，这些非常非常重要。所以呢，本轮交易的热度它转向了什么地
方呢？其实转向的是数据采集和动作捕捉的这个赛道。
那么同时呢，大厂从这个纯模型又向
整机去过渡，所以此前是大家为特斯拉准备的这个硬件链呢，现在也慢慢地会去承接一些大厂的一个需求。大家就觉得，原来给特斯拉做供应链的这个零部件工艺体系，之前是缺乏这个技术进度，现在看也有机会了，因为这个前面的大模型、包括这些数据的方向上都有了非常大的一个进步。啊，所以这个就是我们讲的这一轮的复盘，上一轮的复盘包括现在的这一轮的核心驱动。
我们判断，接下来这个行情还能持续，因为整个的（AI的臂）已经看起来到了瓶颈，所以需要一个非常大的、空间比较大的赛道来去承接，那机器人就是未来空间比较大的一个方向，有望就会成为承接AI资金的一个主要的赛道。那催化上呢，其实年底就两件事情，我们判断：一
个是特斯拉未来1~2个月还会去、有机会会发布Optimus的一个未编程的视频；12月份呢，
它又有一个年度的股东大会，大概率还会释放更多的量产信息。那另外一个就是关于
OpenAI，其实也预计明年（原文"20年"）去发样机，此前呢，会持续去释放这个产业链的
一些送样、验证。所以，所以我们觉得（承认）今年的26年的Q4，是有望走出一个持续性的独立行情的。
那最后快速地汇报一下，就是我们觉得板块的一个看法、看好的方向吧。首先，这个
我们刚刚讲的是数据采集和动作捕捉
，这个是模型能够持续迭代、产生边际变化最快的一个环
节，所以覆盖了像触觉的手套、穿戴设备、传感器、激光雷达这些新的方向。第二个就是特斯拉产业链，因为之前、我们刚刚讲的，因为特斯拉低于预期，所以整个产业链也有大的回调；但是首先来讲，机器人要量产，这些硬件的厂商、硬件的零部件供应商，它还是非常重要的一个

能力，只有他们才能承接这些大厂的硬件生产需求、量产需求。所以这里面包括像一些T1的，包括轻量化材料、触觉、电机的一些环节。第三，我想海外的大厂，包括OpenAI等等，而不要
去加注单一的标的。所以最后我们就总结一句话：物理AI正在从这种模型突破走向了产业化
落地，所以Q4我们是看好数据要素和硬件链的一个双击机会。那以上谢谢大家。
主持人：好的，感谢邓总给我们从这两块带来的分享，一块是Roadster Two，一块是Optimus。其实还是有很多催化的，再加上之前确实回调的也不少，这里面带来的一些可能独立行情的机会，刚才也提到了，这都涉及到汽车零部件等等相关的行业和方向。然后这里面的催化呢，我们紧盯着像特斯拉等等发布的一些模型，或者说整体的这个样机，去在这个基础之上再来判断我们对于行业整体的配置的价值。这里面有很多的细节，刚才邓总比较简要地介绍了一些大的结论，如果各位投资者感兴趣的话，也欢迎和我们汽车组和邓学老师做进一步的交流。好，再次感谢。
那今天以上就是我们这四块给大家安排的这一期中期宏观策略周论的内容：从AI与传统需求相互的博弈，从货币政策、金融街论坛，日本的中小银行处置的经验，还有特斯拉、机器人等等相关的投资的科技方向的进展。

--- 周日论策：市场底部的信号，特征以及布局方向20261025.pdf ---
全文总结
本次招商策略"周日论策"电话会议的主题为"市场底部的信号、特征以及布局方向"，由招商策略联席首席李浩阳汇报。以下为全文分点总结。
一、开篇说明与市场回顾
过去一周市场波动比较大，尤其在周三、周四、周五连续跌破了整数点位；但周五在
午盘休市之前，有重要机构投资者开始拖市，明显看到ETF放量，最后指数当天实现
深V反弹，收红；
本期汇报内容主要是市场底部的信号、特征以及布局方向。需要说明的是，我们只是
客观分析历史上底部有哪些信号、有哪些特征，如果底部出现应该怎么布局，并不代
表我们认为现在这个位置可以完全按照历史上的底部特征去交易。
二、底部特征之一：换手率与成交缩量
历史上复盘了八个大底。底部区间的一个重要特征就是成交非常低迷，换手率明显下
降，而且成交额缩量；
八个大底出现当天，换手率最低是0.91%，最高是3%，平均是1.56%。这一次底部换
手率偏高的核心原因，其实是跟市场快速下跌之后、有重要机构投资者加入交易有比
较大的关系；
除了这几次，几个大底出现的换手率平均大概在1.1%左右；
除换手率之外就是缩量。八次历史大跌的缩量平均为-50%；如果考虑大底出现之前20
日的平均水平，换手率是在2%，那平均的缩量是在-33%左右；
目前A股市场最低的换手率水平应该是10月21日的2.48%，最低成交额是10月21日的
1.44万亿，缩量水平是40%。所以如果根据换手率和成交额指标看，我们认为目前A股

的缩量水平是比较接近历史底部的。这只是按照历史数据看，目前可能比较接近底部区域。
三、底部特征之二：ETF大幅流入
底部还有一个特征就是ETF的大幅流入。ETF和融资资金正好是相反的流向，一般在市
场下跌过程中融资会快速流出。在一周多之前，年内的融资净流入已经转负；但最近
几个周可以明显看到，股票型ETF周度净流入的幅度显著增加，尤其是最近一周，净
流入规模达到了1500多亿，这应该是2025年以来第三大单周净流入；

2025年以来前五大的单周净流入，分别是2026年的7月17号（7月份市场快速下跌过程
中底部开始入市），第二次是2025年的4月17日这一周（中美关税战、中方开始反
制），然后就是2026年10月23日这周；
从细分品种看，沪深300是这轮资金流入最主要的方向。7月份的托市过程中，可能除
了沪深300之外，更多的是关注科创50和创业板这两个ETF的流入；但从10月中下旬开
始，明显可以看到是以沪深300、上证50这些宽基ETF为主的大幅流入。本周的沪深
300ETF净流入是637亿，这是2025年以来第二高的单周净流入数据，最高的依然是
在中美关税战的时候；
如果通过成交额看，维稳的力度是显著增加的。把过去10个交易日拆分来看，上周依
然是采取尾盘开始放量买入，上周四、周五是非常明显的尾盘放量买入；而在本周五
已经出现了盘中开始放量买入。盘中放量买入可能需要更多的资金，尾盘需要更少的
资金，所以可以做一个简单推论：目前维稳的力度是显著增大的，从盘后临近收盘之前
的买入，转为盘中的买入；
去年的4月7号关税战当周，也主要是以盘中流入为主
，主要是盘中在几个时间节点大幅
通过二级市场放量买入ETF，星期五当天也比较符合这个信号。星期五当天主要是从10
点钟之后开始快速买入，指数也开始逐步企稳。10月23日，沪深300最终单日净流入
245亿；
历史上ETF放量流入之后市场的表现：统计ETF单日净流入大于250亿、但上证单日跌
幅超过1%的情形，2012年以来出现过13次，过去13次出现之后，在未来1、2、5个交
易日之后，上证指数一般平均都是上涨0.31%、0.47%和0.86%的涨幅。
四、底部特征之三：政策层面
稳市政策主要围绕几个方面进行：一是政策定价，近期可能是金融界论坛11月19号召

开；此外还有流动性支持、交易机制调整，然后再就是宏观政策协同，这是四个政策层面可能用来救市的措施；

政策力度是跟市场风险程度密切相关的，市场抛压越重，政策力度将会越强。从历史经验看，2008、2015和2024年这次稳市政策涉及到大规模的资金支持：2008年是降低交易成本、汇金增持，还有宏观经济刺激；2015年主要是通过证券公司，通过10个中证金融资产管理计划直接去买股票，央行同期提供了流动性，而且限制了集中抛售；2018年是以化解股票质押风险为主；2023年主要是靠政策预期的引导、一二级市场逆周期调节，还有宏观政策的配合；2024年以来，可能主要是靠中央汇金增持ETF、成功的国金增持ETF，以及央行出台了新的资本市场支持工具，包括相关政策引导中长期资金入市；

过去两周持续出现的公司回购增持，在星期五的午盘休市之后，很多上市公司也发了相关的回购公告；

稳市机制的制度化特征，可以说2024年以来进一步明确。今年7月份以来，整个救治措施基本上围绕一条线索进行：第一个就是国金和诚通宣布增持相关的股票和ETF资产，然后再就是后面的证监会。10月份以来可能要关注的主要是金融界论坛上吴清主席的讲话和资本市场（表态），后面可能进一步要看是否会有类似7月份成风、国金发相关的增持公告，包括说类似于去年4月7号中央汇金发相关的增持公告，这是政策层面的。

五、底部特征之四：基本面

近期很多领导问，基本面和市场到底是什么关系。首先，目前的基本面如果通过企业盈利看，显然是没有出现恶化的。所以对比历史上市场底部时期企业盈利的表现，可以总结出一个结论：市场往往领先于基本面的底部，就是可能市场在回调的过程中，如果看上市公司的财报数据依然是在继续向好的，但目前显然是处于这个阶段；

关于政策底，这里就不赘述。报告里讲政策底显然是早于市场底出现的，一般是一个周到两个周的时间，而且从7月份以来可以发现，远市ETF流入净值最高的一天，大概率不是市场底，应该是政策底，可能更多需要等待一到两周，市场底自己会磨出来。

六、日韩市场去杠杆情况

日韩市场的去杠杆情况，近期有比较多的领导去问，这其实跟7月份非常相似；
韩国市场：去杠杆的杠杆规模去化非常明显，不管是杠杆规模还是交易热度下降，融资的高点有明显下降，而且融资余额和杠杆ETF绝对规模也是快速回落，从高点收缩超过50%。但杠杆ETF规模的收缩幅度明显超过融资余额，这可能是韩股杠杆规模现降的主要来源——杠杆ETF规模收缩超过七成，但融资余额收缩超过了两成；杠杆ETF规模相较于6个月的高点收缩，主要受市场价格回调的影响，而存量份额从7月韩国市场开始救市以来，已经逐步趋于稳定；
日本市场：杠杆绝对规模是历史高位，但整体杠杆水平相对可控。从杠杆资金占市场走势的比例看，目前日本股市的整体杠杆水平是0.6%，远低于美股、A股、韩股和中国台湾股市的整体水平，相对可控；日本杠杆1500总规模是49.3亿美元，比高点回落，在日本股市总市值的比例只有0.06%。整体来说，我们认为日本和韩国再重现7月份快速去杠杆的可能性不高，因为整体规模在7月份之后出现了明显收缩，所以风险相对可控。

七、美股调整的定价逻辑

美股在过去两周、尤其上周最后两个交易日出现明显回调，纳指、标普500和道琼斯指数本周表现相对较差，尤其是纳斯达克指数和费半这些指数在上一周基本都在下跌；
本轮美股调整主要集中在大型科技股、半导体以及AI相关的资产，所以我们认为调整的核心矛盾不是AI产业需求突然逆转，而是市场的定价逻辑。市场在今年尤其今年年终之后，重新开始评估大规模资本开支的融资可持续性，包括现金流的压力，包括最终投资回报。这其实跟7月底是比较类似的一个大优点、或者说交易逻辑的变化，所以定价重心开始从扩张投入转向回报验证；
Meta本周发布了财报，是海外科技大厂里面率先公布财报的，从下周开始海外科技大厂会陆续发布财报。市场对Meta财报的解读或担忧，主要是资本开支和现金流错配的担忧。市场定价的逻辑会逐步从算力的投入规模转向资本回报率的验证，这也是本次美股科技股财报季需要重点看的一个方向；
因为之前AI的定价逻辑主要看资本开支，只要资本开支能够持续上修，整个产业的景

气度就没有问题，链条就是云厂商资本开支上调、算力基础设施需求扩张、订单数增
加、盈利上修；但当前的定价链条被修改了——资本开支持续扩张导致自由现金流承
压，到外部融资需求上升，资金成本提高，然后投资回报率不确定增加，导致估值中
枢承压。这是一个定价逻辑的切换，后续更多要关注持续披露的海外科技大厂的财
报，这其实跟7月底的故事是比较类似的。工业经济数据这部分就不多说了。
八、当前市场位置与未来两周关键节点
目前市场所处的位置：第一部分也说了，我们今天讨论的是市场底部有哪些数据，是
基于历史规律来进行探讨。只能说目前基于过去八次市场大跌的一些流动性指标看，
现在可能比较接近市场底部区域，但不能刻舟求剑，可能更多要结合当下具体的市场
情景去做分析；
当下市场情景，我们认为在未来两周，国内外的重大事件会全部集中落地，所以四季
度最为重要的10个交易日应该全部在未来两周集中出现。具体节点包括：

国内和国外的重要会议：国内是五中全会在10月29号召开；国外的相关议息会议，下周美联储将会召开10月议息会议，虽然不加息是基准情形，但主要关注发布会上的表态；
产业端主要看海外科技龙头的采购情况；
下周将会披露公募基金三季报，这可能是目前最直观去看TMT拥挤度的公开数据。如果TMT、尤其是电子和通信持仓的占比能够大幅下降，可能会减少市场对
科技拥挤度的担忧。因为Q2的科技拥挤度、电子加通信是60%，中报是48%，如
果按照可比口径、跟60%比，能够大幅下降到35%以下，那可能是一个比较乐观
的情形，就是市场不再去担忧科技拥挤度过高；
美国中期选举，11月3号是一个节点。未来两周不但决定A股的方向，还要决定美股的方向；
此外，美伊冲突和俄乌冲突在最近两周也有比较多的和谈新闻传出来。如果美伊能够达成相关协议，油价就会回落，至少通胀可以下来，那对科技股的压制不会这么强；反过来，如果美伊恶化、油价快速走高，那对通胀的预期要悲
观，可能科技股还是没有机会。所以未来两周我认为是决定A股和美股两个市场方向的最重要的两周；
对于这些节点，我们不做预判，只做情景推演。最乐观的估计就是美伊出现缓和、油
价回落，议息会议不加息，科技大厂财报证明AI的紧俏度还在，公募基金三季报电
子、通信的持仓可以大幅下降，然后中期选举特朗普能够至少保住（基本盘），市场
可能在10月底到11月初迎来反弹，这是最乐观的情景估计。
九、3~6个月维度：高久期资产与警惕事项

短期可能市场找进攻方向比较难，但3~6个月的维度、即季度维度，我们认为是有机
会的。目前在交易的是高久期资产的景气溢价，就是往M7去缩圈，这个事情在2024年
出现过，2024年1月份到8月份，1月到5月10年期美债也是快速上行，主要由于降息预
期的降（变化）、主要通胀的反复以及降息次数的减少；到了5~6月份，10年期美债
开始高位震荡；到了7月份之后，通胀数据出来，降息进一步确认，所以10年期美债
开始回落；
美债回落之后，市场会逐步从前期M7领涨转为向M7的补涨，这个是比较确定的一次交
易机会。要看今年市场能否重现本次交易机会，就是从M7的领涨转为市场宽度的修
复；

除此之外，可能逆周期和顺周期的扩散也是一个值得关注的机会。主要是之前的场景
是国内宏观偏弱、美国货币周期转松的组合；目前显然是一半（整体宏观）相对偏
弱，但是美国的货币周期没有转松，目前仍然处于加息周期。如果在未来一到两个季
度、尤其是在2027年Q1这个位置，如果联储结束加息、甚至开始降息，那可能会出现
类似的组合；是否会期待924政策出台呢？我们可以重点关注。如果再出现类似的政
策刺激，可能消费的顺周期是比较好的机会，因为这些方向是长期滞涨的；
未来3~6个月投资机会：目前要交易的是盈利最硬、筹码（最好）的科技龙头，但这
个对A股是比较难选的，因为全球范围选出来是M7；除此之外就是红利打底；但如果
10年期（美债）确认转跌，可能是科技宽度的修复；如果是美国紧缩结束、国内刺激
政策落地，可能是交易内需消费和顺周期，这是未来3~6个月的机会。
十、结论
目前市场如果根据历史经验看，的确通过换手率、通过成交额这些数据看是比较接近
市场底部的，但历史数据更多是作为一个参考；
当下市场可能更多要关注未来两周重大事件的落地情况，包括落地的结果。如果按照
乐观估计，可能在10月底到11月初会有（反弹）机会；
交易机会上，除了10年期（美债）确认转跌之后科技成长的反弹之外，可能更多关
注：如果海外转向宽松、国内继续宏观偏弱，可能会有类似的政策出台，那这个时候
（深中期）和内需的赔率是相对较高的；
关于整个Q4的市场，我们认为如果科技出现逐步的反弹，可能更多要把科技仓位逐步

减掉、去配置明年。明年其实就两个思路：一个是红利，因为很多科技基金包括全基
可能配置一些红利，如果科技出现了反弹，红利可能短期承压，那这个是买入的机
会；此外就是内需和顺周期；
所以当下市场整体的观点依然是以等待为主，等待信号的落地、等待重大事件的落
地。在这个之前，依旧保持均衡配置，以谨慎为主。
会议实录：
本次电话会议仅面向招商证券的专业投资机构客户或受邀客户，会议嘉宾发言内容仅代表其
个人观点，所有信息或观点不构成投资建议。未经招商证券事先书面许可，任何机构或个人严禁
录音、制作纪要、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。
各位领导、各位机构投资者晚上好，我是招商策略联席首席李浩阳。同样的时间给各位领导
简单做一个汇报。

过去的一周市场波动是比较大的，尤其在周三、周四、周五连续跌破了整数点位，但是
周五在午盘休市之前，有重要机构投资者开始拖市，明显看到ETF的放量，最后指数在当天
实现了深V反弹，收红。我们本期的汇报内容主要是市场底部的信号、特征还有布局方向。
我在讲之前先说明一下，我们只是客观地去分析历史上底部有哪些信号、有哪些特征，如果
底部出现应该怎么布局，并不代表我们就认为现在这个位置是可以完全按照历史上的底部
特征去交易的，因为在讲之前需要说明，可能题目有一定的误导性。
我们可以看一下A股历史上每次的底部特征有哪些。历史上我们复盘了八个大底。出
现当天的换手率，可以说底部区间的一个重要特征就是成交非常低迷，然后换手率明显下
降，而且成交额缩量。如果通过历史上看，八个大底出现的（换手）率最低是0.91%，最高
是3%，平均是1.56%。这一次底部换手率偏高的核心原因，其实是跟市场快速下跌之后、
有重要机构投资者加入交易有比较大的关系。此外，除了这几次，可能几个大底出现的换
手率平均就在1.1%左右。
另外除了换手率之外，就是缩量。成交可能会显著地出现缩量，八次历史大跌的缩量
平均为-50%。如果考虑大底出现之前20日的平均水平，换手率是在2%，那平均的缩量是
在-33%左右。我们看一下A股市场，目前最低的换手率水平应该是10月21日的2.48%，最低
成交额是10月21日的1.44万亿，那缩量水平是40%。所以说如果根据换手率和成交额的指
标看，我们认为目前A股的缩量水平是比较接近历史底部的
。这是我们做的一个总结，对过
去几次的大底做一个总结，最后一行是本次的相关指标，你只能说按照历史数据看，目前可能

是接近（底）部区域。
然后除了成交的缩量、换手率下来这两个因素之外，底部还有个特征就是ETF的大幅流
入。就我们之前汇报反复讲过，ETF和融资资金正好是相反的流向，一般在市场下跌的过程
中，融资会快速地流出。我们发现在一周多之前，年内的融资净流入已经转负了。但是最
近几个周可以明显地看到，股票型ETF周度净流入的幅度是显著增加的，尤其是最近一周，
最近一周净流入规模达到了1500多亿，这应该是2025年以来第三大单周净流入。
我们看一下2025年以来前五大的单周净流入，分别是2026年的7月17号，这个是7月份
市场快速下跌过程中，底部开始入市；然后第二次是2025年的4月17日这一周，这周是中美
关税战、中方开始反制制裁；然后就是2026年10月23日这周。如果从细分品种看，沪深300
是这轮资金流入最主要的方向。因为我们上周也汇报过，在7月份的托市过程中可能除了沪
深300之外，更多的是关注科创50和创业板这两个ETF的流入。但是从10月中下旬开始，明

显地可以看到是以沪深300、上证50这些宽基ETF为主的大幅流入。本周的沪深300ETF净
流入的是637亿，这个是2025年以来的第二高的单周净流入数据，同样最高依然是在中美
关税战的时候。
如果通过成交额看，维稳的力度是显著增加的。我们把过去10个交易日拆分来看，我
们发现在上周依然是采取尾盘开始放量买入，上周四、周五是非常明显的尾盘开始放量买
入；那在本周五已经出现了盘中开始放量去买入。我们知道盘中放量买入可能需要更多的
资金，尾盘需要更少的资金，所以可以简单做一个推论，就是我们认为目前维稳的力度是
显著增大的，从盘后临近收盘之前的买入，转为盘中的买入。而我们之前总结过，在去年
的4月7号关税战的当周，也主要是以盘中流入为主
，主要是盘中在几个时间节点大幅通过二
级市场放量去买入ETF，那星期五当天也比较符合这个信号。星期五当天主要是从10点钟之
后开始快速买入，那指数也开始逐步地企稳。我们可以看一下10月23日，这个沪深300最
终单日净流入了245亿。
我们看一下历史上ETF放量流入之后，市场的表现如何。我们统计的是ETF单日净流入
大于250亿，但是上证单日跌幅超过1%，2012年以来出现过13次，而且过去13次出现之

后，在未来1个、2个、5个交易日之后，上证指数一般平均都是上涨的0.31%、0.47%和
0.86%的涨幅。
那除了这些流动性层面的因素看，我们可以看一下政策层面。稳市政策主要围绕几个
方面去进行：一个是政策定价，那近期可能就是金融界论坛11月19号召开的；此外就是流
动性支持；然后就是交易机制调整；然后再就是宏观政策协同。这是四个政策层面可能用
来救市的相关的措施，而且政策力度是跟市场风险程度是密切相关的，市场抛压越重，可
能政策力度将会越强。
如果通过历史经验看，2008、2015和2024年这一次的稳市政策涉及到大规模的资金支
持。其中2008年是降低交易成本，然后汇金增持，还有宏观经济刺激；2015年主要是通过
证券公司，通过10个中证金融资产管理计划，直接去买股票，而且在央行同期提供了流动
性，而且限制了集中抛售；2018年是以化解股票质押风险为主；2023年主要是靠政策预期
的引导，一二级市场逆周期调节，还有宏观政策的配合；2024年以来，可能主要是靠中央
汇金增持ETF、成功的国金增持ETF，以及央行出台了新的资本市场支持工具，包括相关的
政策引导中长期资金入市。然后过去两周持续出现的公司回购增持，我们看到在星期五的
午盘、上午休市之后，很多上市公司也发了相关的回购公告。

然后此外，就是稳市机制的制度化特征，可以说2024年以来，稳市机制的制度化特征
是进一步明确的。那其实看今年7月份以来，整个救治措施基本上围绕这一条线索进行的：
第一个就是国金和诚通宣布增持相关的股票和ETF资产，然后再就是后面的证监会。那10月
份以来可能要关注的主要是金融界论坛上面吴清主席的讲话和资本市场（表态），然后后
面可能进一步要看是否会有类似7月份成风、国金发相关的增持公告，包括说类似于去年的
4月7号，中央汇金去发相关的增持公告，所以这个是政策层面的。
然后第三就是基本面（方面），这个其实近期有很多的领导问，就是基本面和这个市
场到底是什么关系。首先，目前的基本面如果通过企业盈利看，显然是没有出现恶化的。
所以我们认为对比历史上市场底部时期企业盈利的表现，可以总结出一个结论，就是市场
往往领先于基本面的底部，就是可能市场在回调的过程中，如果看上市公司的财报的数据
依然是在继续向好的，但目前显然是处于这个阶段。

那此外就是关于政策（底）的一个（判断），这个其实就不赘述了。我们在报告里边
（写了），政策底显然是早于市场底出现的，一般是一个周到两个周的时间，而且从7月份
以来可以发现，远市ETF流入净值最高的一天，大概率不是市场底，应该是政策底，可能更
多需要等待一到两周，市场底自己会磨出来。
那除了国内市场的（救市）措施之外，第二个就是日韩市场的去杠杆情况，这个近期
有比较多的领导去问，这个其实跟7月份是非常相似的。那首先看一下韩国市场，韩国的市
场去杠杆的杠杆规模去化是非常明显的，不管是杠杆规模还是交易热度下降，融资的高点
有明显的下降，而且融资余额和杠杆ETF绝对规模也是快速地回落，从高点收缩超过50%。
但是我们发现杠杆ETF规模的收缩幅度明显是超过融资余额，那这个可能主要是韩股杠杆规
模现降的主要来源，就杠杆ETF的规模收缩超过七成，但是融资余额收缩是超过了两成。而
且我们发现杠杆ETF的规模相较于6个月的高点收缩，主要受到市场价格回调的影响，而存
量的份额从7月韩国市场开始救市以来，已经逐步地趋于稳定了
。这个是韩国市场的情况。
然后此外就是日本市场。日本市场的杠杆绝对规模是历史高位，但是另外一点，整体
杠杆水平是相对可控的。因为我们虽然看到日本的杠杆资金绝对规模是高位，但根据市场的
走势来看，整体处于一个相对可控的水平。我们可以把这个数据做一个对比，就是从杠杆资
金占市场走势的比例看，目前日本股市的整体杠杆水平是0.6%，这个是远低于美股、A
股、韩股和中国台湾股市的整体水平，是相对可控的。而我们可以看另外一个数据，就是
日本杠杆（ETF）总规模就是49.3亿美元，比起高点回落，而且在日本股市总市值的比例
只有0.06%。这是日本和韩国，就整体来说，我们认为日本和韩国再重现7月份快速去杠杆
的可能性不高，因为整体的规模在7月份之后出现了明显的收缩，所以风险相对可控。

然后此外就是美股，就美股在过去两个周、尤其是过去一个周的最后两个交易日出现
明显的回调，应该说纳指、标普500还有道琼斯指数，本周基本上表现相对较差，尤其是纳
斯达克指数，还有费半这些指数在过去一个周基本上都是下跌的
。那么这里有几个核心逻
辑。因为本轮美股的调整主要集中在大型科技股、半导体还有AI相关的资产，所以我们认

为调整的核心矛盾不是AI产业需求突然逆转，而是市场的定价逻辑。因为我们之前汇报
过，市场在今年、尤其今年年终之后，重新开始评估大规模资本开支的融资可持续性，包
括现金流的压力，包括最终投资回报。这个其实是跟7月底比较类似的一个大优点，或者说
交易逻辑的变化，所以定价重心开始从扩张投入转向回报验证。
那Meta其实在本周是发布了财报，是海外科技大厂里面率先公布财报的，当然从下周
开始，海外科技大厂会陆续发布财报。Meta这边市场对Meta财报的解读或者担忧，主要是
资本开支和现金流错配的担忧。然后就是市场定价的逻辑，市场定价的逻辑逐步地会从算
力的投入规模转向资本回报率的验证。当然，这个也是本次美股科技股财报季需要重点看
的一个方向。因为之前AI的定价逻辑主要看资本开支，只要资本开支能够持续地上修，那
么其实整个产业的景气度是没有问题的，链条我这边也写了，就是云厂商资本开支上调，算
力基础设施需求扩张，然后包括订单数增加，盈利上修。但是当前的定价链条被修改了：
资本开支持续扩张导致自由现金流承压，到外部融资需求上升，资金成本是提高的，然后
投资回报率不确定增加，导致估值中枢承压。这是一个定价逻辑的切换。可能后续更多的
要关注持续披露的海外科技大厂的财报，这个其实是跟7月底的故事是比较类似的。然后工
业经济数据这部分就不多说了。
然后关于目前市场所处的位置，我们在第一部分也说了，今天我们讨论的是市场底部有
哪些数据，是基于一个历史的规律来进行探讨。那只能说目前基于过去8次市场大跌的一些
流动性指标看，现在可能比较接近市场底部区域，但是我们不能刻舟求剑，可能更多要结
合当下具体的市场情景去做分析。
那当下市场情景，我们认为在未来两周，国内外的重大事件全部会集中落地，所以说
四季度最为重要的10个交易日应该全部在未来两周集中出现。我们讲讲有哪些。第一个是国
内和国外的重要会议。国内是五中全会在10月29号召开；然后另外就是国外的相关的议息
会议，下周美联储将会召开10月的议息会议，虽然不加息是基准情形，但是主要关注发布
会上的表态。以及产业端，主要看海外科技龙头的采购情况。那除了这个之外，可能还有
一个节点，就是下周将会披露公募基金三季报，公募基金三季报可能是目前最为直观地去
看TMT拥挤度的一个公开数据。应该说如果TMT、尤其是电子和通信持仓的占比能够大幅下

降，这个可能会减少市场对于科技拥挤度的一些担忧。因为我们知道Q2的科技拥挤度、电
子加通信是60%，中报是48%，那如果按照可比口径、跟60%比的，如果能够大幅下降，这
样下降到35%以下，那可能是一个比较乐观的情形，就是市场不再去担忧科技拥挤度过高。
然后就是美国的（中期）选举，11月3号是一个节点
。这边其实我也做了一个表格，应该
说未来两周不但决定A股的方向，还要决定美股的方向。那此外，美伊冲突和俄乌冲突在最
近两周也有比较多的和谈的新闻传出来。就是美伊冲突，如果美伊能够达成相关的协议，
那油价就会回落，那至少通胀可以下来，那其实对科技股的压制不会这么强
。那如果反过
来，美伊如果恶化，那油价快速地走高，那可能对通胀的预期要悲观，可能科技股还是没
有机会。所以未来两周我认为是决定A股和美股两个市场方向的最重要的两个周，就是是否
有机会，就看未来两周这些节点是否落地。
就对于这些节点，我们不做预判，只做情景推演。那最乐观的估计就是美伊出现缓
和、油价回落，然后议息会议不加息，然后科技大厂的财报证明AI的紧俏度还在的，然后
公募基金的三季报电子、通信的持仓可以大幅下降，然后就是中期选举特朗普能够至少保
住（基本盘），这个是最乐观的估计，那市场可能在10月底到11月初迎来反弹，这个是最
乐观的一个情景估计。
然后下一步，还是要汇报一下（高久期资产）、警惕一下，这个我们上周汇报过了，
但是我们认为这部分的观点值得再次汇报。因为短期可能市场找进攻方向是比较难的，但
是3~6个月的维度、就季度维度，我们认为是有机会的。那目前在交易的是高久期资产的景
气溢价，就是往M7去缩圈，这个事情在2024年出现过，就是2024年的1月份到8月份，那在
1月到5月，10年期美债也是快速上行，主要由于降息预期（变化）、主要通胀的反复还有
降息次数的减少。然后到了5~6月份，10年期美债开始高位震荡；然后到了7月份之后，通
胀数据出来，然后降息进一步确认，所以10年期美债开始回落。那回落之后，市场会逐步
地从前期M7领涨转为向M7的补涨，这个是比较确定的一次交易机会。我们看一下今年市场
能否重现本次交易机会，就是从M7的领涨转为市场宽度的修复。
然后除了这个之外，可能逆周期和顺周期的扩散也是一个值得关注的机会，就是看一

下市场能否出现，主要是之前的场景，因为主要是之前是国内宏观偏弱、美国货币周期转
松的组合，那目前显然是一半（整体宏观）相对偏弱，但是美国的货币周期没有转松，那
目前仍然处于加息周期。那如果在未来的一到两个季度、尤其是在2027年的Q1这个位置，
如果联储结束加息、甚至说开始降息，那可能会出现类似的组合。那是否会期待924政策出
台呢？我们可以重点地要关注。那如果再出现类似的政策刺激，可能消费的顺周期是比较
好的机会，因为这些方向是长期滞涨的。

所以未来3~6个月的投资机会我这边也放出来了。就是目前要交易的是盈利最硬、筹码
（最好）的科技龙头，但是这个对A股是比较难选的，因为全球范围选出来是M7。除了这个
之外，就是红利打底。但如果10年期（美债）确认转跌，可能是科技宽度的修复；然后如
果是美国紧缩结束、国内刺激政策落地，可能是交易内需消费和顺周期，这个是未来3~6个
月的机会。
那简单总结一下我们的结论。目前市场如果根据历史经验看，的确通过换手率、通过
成交额这些数据看是比较接近市场底部的，但是历史数据更多是作为一个参考。那当下市
场可能更多要关注未来两周重大事件的落地情况，包括落地的结果。如果按照乐观的估
计，可能在10月底到11月初会有（反弹）机会。然后交易机会上，除了10年期（美债）确
认转跌之后科技成长的反弹之外，可能更多地关注：如果海外转向宽松、国内继续宏观偏
弱，可能会有类似的政策出台，那这个时候（中）期和内需的赔率是相对较高的。
然后关于整个Q4的市场，我们认为Q4的市场，如果科技出现逐步的反弹，可能更多要
把科技仓位逐步地去减掉、去配置明年。那明年其实就两个思路：一个是红利，因为很多
科技的基金包括全基可能配置一些红利，如果科技出现了反弹，可能红利会短期承压，那
这个是买入的机会；然后此外就是内需和顺周期。所以当下市场整体的观点依然是以等待
为主，等待信号的落地、等待重大事件的落地。在这个之前，依旧保持均衡配置，以谨慎
为主。这个是我们本期汇报的观点。
那非常感谢各位领导的参会。如果有需要的话，可以随时线上和线下交流，欢迎联系我们的
销售老师，或者联系我本人。感谢大家参加本次会议，会议到此结束，祝大家生活愉快，谢谢。

全文总结
这是一份由中国银河证券策略团队王雪莹主持的"总量之声"电话会纪要，会议围绕两个话题展开：一是A股市场的最新观点与配置思路（由王雪莹汇报），二是当下公募量化基金的业绩表现（由金工团队吴俊鹏汇报）。
一、会议背景与总体结论
近期市场出现明显回调，整个市场情绪受到外围市场特别是外部扰动因素传导的影响，内部也面临结构性调整的过程。总体结论是：短期来看，在经历近期调整过后，指数恐慌性大跌的空间相对非常有限，提示关注前期超跌后的修复反弹机会。不过考虑到近期外部变量扰动依然较多，对于周期的判断，指数震荡反复、结构性板块轮动以及以时间换空间的特征，预计依然是一个持续和反复的状态。
二、外部约束：复杂格局
整个外部约束目前依然呈现出比较复杂的格局：
1. 中东地缘及航运运力扰动下油价冲高：美以方面有消息表示，可能会在美国中期选举后重新打击伊朗，同时沙特的能源设施也受到袭击，霍尔木兹海峡方面游轮遇袭事件依然频发。在多重因素叠加影响下，市场对原油供应中断的担忧持续升温，油价整体依然在高位并有冲高现象。上周布伦特原油一度站到115美元每桶的上方。整体油价对全球市场的扰动，特别是推升避险情绪的因素依然存在。
2. 美债利率回落但属避险驱动的被动下行：最近观察到美债利率出现一定程度的回落，但更多是近期避险因素，包括整个权益市场的回调，引发避险资金涌向美债市场，推动美债收益率在之前高位出现一定程度的回落。但提示一点，这更多是源于避险驱动的被动下行状态。对于后期，依然要关注美债利率高位增长的格局。同时涉及债券市场，还需要关注法国——法国国债利率在整体政治以及财政不确定性的扰动下处于冲高状态，特别是法德的利差升到整个欧债危机以来的高位水平。整体全球态势呈现比较复杂的状态。
3. AI投资风险偏好面临再定价：整体市场再度审视AI资本开支在回报方面的表现，对整体AI投资的风险偏好面临再定价状态。特别是近期全球权益市场在AI方面的联动性、传导性以及外溢效应相较之前有所强化。
4. 美国中期选举的政治不确定性：临近11月美国中期选举，整个政治不确定性也可能短期提升全球权益市场的风险溢价。

因此，从整个外围环境来看，依然要重点跟踪这些扰动变量，依然处于扰动因素偏多的状态。
三、内部环境：两个定价逻辑
从内部环境来看，提示重点关注两个定价逻辑：
1. 业绩验证与修复机会：本周A股进入三季报密集披露窗口，这个窗口期可以重点关注业绩的验证以及修复机会。特别是在当前整个经济基本面依然处于K型分化的状态下，可以进一步关注K型上年板块的业绩验证机会。其中，整个科技成长板块从行情近期表现来看，也在从之前叙事的逻辑转向兑现的逻辑，资金也从前期叙势状态逐步转向关注业绩增速是否与估值匹配、资本开支能否转化为现金流、订单是否稳定可持续等业绩和基本面的对标状态。对于科技成长板块而言，后续行情可能依然是结构性的，需要关注具备盈利支撑以及订单支撑的企业，有可能走出结构性的修复行情；特别是在前期调整过后，能观察到一些公司已经进入到估值配置性价比提升的区间。
2. 政策预期：上周金融街论坛年会上，监管层对股市释放出呵护市场平稳运行的明确信号，特别是提到要全力维护资本市场的安全稳定，资本市场方面可关注投融资端改革的持续深化。落到宏观政策上，一方面可关注财政端，包括近期专项债的资金投放，以及六张网的建设推进进展，这是团队一直比较强调的——政策预期在六张网方向上的倾斜，对后续投资的一个提示；另一方面，涉及新质生产力以及"人工智能+"行动的顶层部署也在持续加

码，为后续中长期盈利以及订单的传导提供政策支撑效应。
四、市场层面：资金链分化
市场层面，近期资金链可观察到一定程度的分化特征：
一方面，整个市场情绪依然受外部扰动影响，呈现偏弱情况，特别是融资余额处于下滑状态，整个市场交投活跃度也出现一定程度的回落。
另一方面，能观察到结构性的支撑力量，特别是ETF产品，宽基ETF呈现逆势净流入的状态，而且在多个交易日中出现尾盘多次脉冲式放量的节奏，整个结构性的托底和承接特征比较明显。从股票型ETF来看，自9月22号以来处于持续净流入状态，据统计已净流入超过2700亿元，ETF的结构性支撑作用以及承接力量比较显著。
五、本周事件密集
本周处于事件比较密集的状态：
1. 内部：A股上市公司的三季报在本周会集中披露，重点关注业绩层面的验证以及催化。

2. 全球央行周：美联储在本周四（29号凌晨）公布决议，同时当晚发布9月PCE以及三季度GDP数据，对后续货币政策路径预期产生影响；欧洲央行和日本央行也会在29号和30号陆续公布利率决议，受到全球资本市场广泛关注。
3. 产业层面：多家海外科技龙头，包括SK海力士、微软也会在本周披露财报；产业方面，国际三维展卫星应用大会（卫星应用大会）也会在本周密集召开，产业层面的催化可以进一步关注。
六、操作与配置：杠铃策略
在具体操作以及配置上，总体层面依然是短期关注前期超跌之后市场可能的反弹机会，不过依然处于指数层面震荡反复以及结构板块轮动的特征当中。提出杠铃策略：
一端是具有反弹以及修复空间的科技成长精选，涉及半导体、光通信、服务器这种前期跌幅比较多的板块，同时自主可控的逻辑依然还在。涉及科技成长板块，在流动性以及资金面视角下，创新药依然是可以关注的方向。
另一端是红利的底仓，特别是布局金融、公用事业、煤炭这些板块，作为整个组合的压舱石作用。
中间连接线是政策强运期相关的方向：随着重大项目加速落地和实物工作量的形成，可以关注后续可能项目催化下的板块性机会，特别是涉及电网、储能、电力配套、建材、工程机械等等涉及政策预期相关的方向。
最后提示一点，整个厄尔尼诺现象催化下，可以关注农业板块，特别是涉及上游的一些细分方向，在后续可能厄尔尼诺现象的催化下，可能还会有脉冲式的主题性机会。
七、公募量化基金业绩表现（吴俊鹏）
吴俊鹏从上上周公募量化产品的表现角度，分三块进行汇报（本次报告主要涉及公募，未涉及私募基金）：
1. 公募指数增强基金：本周沪深300、中证500、中证1000增强产品中，500表现相对其他
几个较弱，而两端（300跟1000）在基准上面的超额基本接近于0，即没有比指数跑得更差（均从中位数来看）。今年整体下来，300、1000同样比500好一些。从300、500、1000增强的超额净值走势看：今年以来300增强受市场影响较小；500跟1000在3、4月份第一波以及7、8月份影响都比较大；最近500跟1000的超额往下走，而300还是比较可以的。整体来看，今年300以及两端它的超额会好一点，但近期300超额不太行、500还是可以的。此外还有其他指数，如500增强、红利及其他增强在产品报告中以及附录中都有说明。

2. 绝对收益与主动量化基金：绝对收益这块，公募产品数量相对不太多，目前纳入统计的只有21支，本周受收益影响比较大，中位数只有负的0.35%，今年中位数超额只有不到一个点（0.6%），本周对超额的回撤影响比较大。主动量化基金纳入统计约302支，本周整体收益中位数是负的1.14%，今年看来是负的3.6，还是可以的。主动量化基金差异较大，按基准主指数划分（类似指数增强划分），取了其中对应组基金大于十只的进行统计，满足条

件的有六只，报告里列出了三个（500、300、1000）：500主动量化本周收益约负的0.8，今年下来为负的5.0，相对中证500今年整体收益负的8.72、中位数负的5点多，如果非要用超额来表达，它还是有3点多（3.7）的收益；其他两个分别是300和1000，整体表现好的是300（今年下来只有负的3.7）。中位数来看没有特别区分出来，相比而言500稍差一些，主要受整个指数下跌影响。此外，中证300纳入统计约48只，中证1000纳入统计只有17支，500是45支，比指数增强稍少一点。

3. 其他策略基金：分为五大类——定增、提取业绩报酬、行业主题轮动、多因子、大数据。纳入统计的定增主题60多支，本周收益负的0.52，今年下来也是负的；提取业绩报酬统计约200多支，本周约负的1.24，今年下来亏了将近5个多点；行业主题轮动基金，根据投资逻辑中涉及的行业轮动主题关键字拎出来，统计约28只，本周收益约负的1.82，今年收益也是负的7.1，比300要好一点点，也比中证500好一些（中证500今年亏了8个多点，中证1000亏得更多，11多个点），所以行业主题轮动中位数看来比这三个指数都要好一点，但纳入统计只有28只，不一定能代表全部；多因子主题本周基本不涨不跌，今年下来负的6.78，比行业主题轮动稍好；大数据主题目前纳入约5只，之前几年还有好几只，现在越来越少。

总结：本次报告分别从指数增强、主动量化以及其他主题三块进行回复，最主要看到本周一个很明显的特点，就是300跟1000的超额要好一点点，这与今年的业绩表现一脉相承，而500对这种行情比较吃亏，在指数增强上也能看出这种现象。

会议实录：

尊敬的各位投资者，大家晚上好，欢迎来到我们每周一晚上的银河总量之声。我是今天的主持人，中国银河证券策略团队的王雪莹。我们今天会有两个话题来跟大家分享和汇报。首先第一个话题是由我来为大家分享我们对于A股市场的一个最新观点，第二个就有请我们的金工团队的吴俊鹏吴老师，为我们分享当下市场公募基金业绩表现如何。

（A股市场观点：王雪莹）

首先我先汇报一下我们对当前A股市场整体的环境的最新的判断和配置思路。我们近期看到市场出现了明显的回调，整个市场情绪也是受到外围市场，特别是外部的扰动因素传导的影响，内部也在面临一个结构性调整的过程当中。那我先说我们的一个总体的结论：短期来看，我们认为在经历近期的调整过后，指数恐慌性大跌的空间其实是相对非常有限的，我们也是提示关注前期超跌后的一个修复反弹的机会。不过考虑到近期外部的变量扰动依然是较多的，我们对于周期的判断来讲，认为指数震荡反复、结构性的板块轮动，以及以时间换空间的特征，其实预计依然是一个持续和反复的状态。

首先我们来看，整个外部的约束目前依然是呈现出比较复杂的一个格局。第一个点是整个中东地缘以及航运的运力扰动下，油价的冲高。我们看到在中东，美以方面有消息表示，可能会在美国的中期选举后去重新打击伊朗，同时沙特的能源设施也是受到了袭击，包括霍尔木兹海峡方面，我们看到整个游轮遇袭的事件依然是频发的状态。但也是在这样多重因素的叠加影响下，整个市场对于原油供应中断的担忧依然是持续升温的状态当中，我们看到油价整体依然是在高位，同时有冲高的现象。在上周的情况，整个布伦特原油更是一度站到了115美元每桶的上方的位置上。这就是第一个点，整体油价对于全球市场的扰动，特别是推升避险情绪的因素依然是在的。第二个点，我们也看到落到前期关注度比较高的美债利率上面，最近我们观察到，其实美债利率是出现了一定程度的回落，但这个回落更多是近期的避险的因素，包括整个权益市场的回调，其实也引发整个市场的避险资金去涌向美债的市场，也是推动美债收益率在之前高位的位置上出现了一定程度的回落。但是我们也是提示到一个点，这样更多是源于避险驱动的被动下行的状态。对于后期来讲，我们依然是要关注美债利率高位增长的格局。同时涉及到债券市场，我们还需要关注到近期的一个点是法国，法国的国债利率在整体的政治以及财政不确定性的扰动下，是处于一个冲高的状态上，特别是我们关注到法德的利差，也是升到了整个欧债危机以来的高位

水平上。可以说整体的全球态势，其实也是呈现出这样一个比较复杂的状态当中。这是第二个点。
第三个点就是落到AI投资方面，我们看到整体市场也是在再度审视AI资本开支在回报方面的表现，对于整体AI投资的风险偏好，也面临着一个再定价的状态当中。特别是我们从近期看到，整个全球权益市场在AI方面的联动性，以及传导性和外溢效应，相较之前有所强化。整体来说，这也是我们近期外部风险需要关注的扰动的变量。另外一个点，我们也看到临近11月美国的中期选举，整个政治不确定性也可能会短期提升全球权益市场的风险溢价。因此我们说从整个外围的环境来看，我们依然是要重点跟踪这些扰动的变量，依然是扰动因素偏多的状态当中。

从内部的环境来看，我们这里也是提示到可以重点关注两个定价逻辑。首先先看我们在本周，A股是进入到了三季报的密集披露窗口，那么在这个窗口期，我们可以重点关注到的是整个业绩的验证以及修复机会。特别是在当前整个经济基本面依然是K型分化的状态上，我们可以进一步关注到的是K型上年板块的业绩验证的机会。其中我们需要提到的就是整个科技成长板块，其实从行情近期的表现来看，整个科技成长板块也在从之前一个叙事的逻辑，去转向一个兑现的逻辑当中。那资金也是从前期叙势的状态上，到近期去逐步转向关注到，特别是像业绩增速是否与估值匹配，以及资本开支能否转化为现金流，再涉及到订单是否稳定可持续等的这种业绩和基本面的对标状态上来。那对于科技成长板块而言，我们说后续的行情可能依然是一个结构性的，我们需要关注到的是具备盈利支撑以及订单支撑的企业，有可能走出一个结构性的修复行情。特别是在前期的调整过后，我们能观察到其实一些公司已经进入到了一个估值配置性价比提升的区间当中，这是我们说基本面验证的一个逻辑。
第二个定价逻辑，就是我们需要关注到的是整个政策预期。首先一个点，我们在这上周，我们看到整个金融街论坛年会上，其实监管层对于股市释放出的也是呵护市场平稳运行的一个明确信号，特别是提到了要全力维护资本市场的安全稳定，这也是近期我们看到资本市场方面可以关注到的整个投融资端改革持续深化的状态当中。另外一个方面，落到整个宏观政策上来说，一方面我们可以关注到整个财政端，包括近期的专项债的资金投放，以及六张网的建设推进的进展，这也是我们一直以来比较强调的一点，就是政策预期在六张网方向上的倾斜，这样一个对于后续投资的提示。另外涉及到像新质生产力以及"人工智能+"行动的顶层部署，其实也在持续加码的状态当中，我们说也是为后续的一个中长期的盈利以及订单的传导提供政策支撑的效应。这就是我们近期在整个外部的因素扰动下，转到内部的视角上，可以重点关注到的整个业绩以及后续政策信号的一个验证情况，这是内部的政策逻辑。
同时我们落到市场层面来讲，其实近期市场的资金链，我们可以观察到一定程度的分化特征。一方面，整个市场情绪其实依然受到外部的扰动，呈现出一个偏弱的情况，特别是我们关注到两融，特别是融资余额是处于一个下滑的状态当中，包括整个市场交投活跃度其实也出现了一定程度的回落。但是另外一方面，我们能观察到的是一个结构性的支撑力量，特别是ETF产品，我们看到整个宽基ETF是呈现出一个逆势净流入的状态当中，而且在多个交易日当中，出现了尾盘多次脉冲式放量的节奏，可以说整个结构性的托底和承接的特征还是比较明显的。我们从中间这幅图也可以看到，整个股票型ETF其实从9月22号以来是处于持续净流入的状态当中，而且据我们统计，已经净流入超过2700亿元，整个ETF的结构性的支撑作用以及承接的力量还是比较显著的。

在这样一个状态当中，近期可以关注到哪些点？首先我们先提示一下，在本周来看，其实处于一个事件比较密集的状态当中。一个是从内部来看，我们刚才提到的A股上市公司的三季报，其实在本周是会集中披露的，那么重点关注到的是业绩层面的验证以及催化。第二个，如果我们放到全球的视角来看，这周其实也是全球央行周的一个关键节点上，一是美联储在这周四，也就是29号凌晨会公布决议，那么也可以进一步关注到同时当晚发布了9月PCE以及三季度GDP数据，对于后续货币政策路径预期的影响，这是美联储；另外一方面，我们看到欧洲央行和日本央行等等，也会陆续在29号和30号公布他们的利率决议，其实也是受到了全球资本市场的广泛关注。第三一点就是涉及到产业催化层面上来说，我们可以关注到的是多家海外科技龙头，包括SK海力

士、包括微软也会在这周去披露财报，以及产业方面，国际三维展卫星应用大会（卫星应用大会）也会在本周密集召开，其实产业层面的催化我们可以进一步关注。
在这样一个层面上，我们说到具体操作以及配置上来讲，首先总体层面上来说，依然是我们开头的判断，短期来看，我们可以关注到是前期超跌之后，其实市场可能的反弹的机会，不过依然会是处于一个指数层面震荡反复，以及结构板块轮动的特征当中。那么我们可以关注到的是我们这里提出的杠铃策略，其实就是一方面，我们可以关注到整个我们认为的哑铃的配置思路：一端是具有反弹以及修复空间的科技成长精选，其中涉及到像半导体、光通信、服务器这种前期跌幅比较多的板块，同时涉及到自主可控的逻辑依然还是在的；涉及到科技成长板块，我们这里也是提示，在整个流动性以及资金面的视角下，创新药依然是可以关注的方向。这是哑铃的一端。另外一端就是涉及到红利的底仓，特别是布局像金融、公用事业、煤炭这些板块，作为整个组合的压舱石的作用。另外就是除去哑铃的这两端来讲，我们还强调中间的一个连接线，就是涉及到政策强运期相关的一个方向。特别是随着重大项目加速落地和实物工作量的形成，我们可以关注到后续可能项目催化下的板块性的机会，其中特别是涉及到像电网、储能、电力配套、建材、工程机械等等涉及到政策预期相关的方向的一个催化。最后我们也是提示到一个点，整个厄尔尼诺现象催化下，我们可以关注到像农业板块，特别是涉及到上游的一些细分方向，在后续可能厄尔尼诺现象的催化下，可能还会有一个催化以及脉冲的主题性的机会。以上就是我关于今天A股市场观点的一个汇报，接下来有请金工团队的吴俊鹏吴老师来为我们做分享。吴老师，有请。
（公募量化基金表现：吴俊鹏）
好的，感谢刚才雪莹的精彩分享。我说话大家可以听得到是吧？今天因为刚才王老师已经分享了关于上周以及以后的行情，做了一个非常详细和明确的分享。我呢，今天就给你从另外一个角度来，对上周的一些公募的量化产品的一些表现，给大家做一下简短的汇报。今天实际上这个报告的内容实际上可以分成三个。我的涉及的产品主要涉及到公募，公募、私募量化和基金这边

我们是暂时没有，在本次报告里头我们不会涉及。关于这个内容像这三块，第一块就是一些公募的主动量化、指数的一些产品，还有主动量化，还有一些另类策略，在其他策略里头我选了一些，比如说行业轮动，还有一些大数据，还有一些其他的，我后面给大家分别做一下汇报。
首先来一个我们简单地说一下本周的一些核心观点。首先我们来看一下指数的情况，这些数据大家可以都能看到，实际上这个有很明显，大家待会儿我会讲，大家会很明显看到，实际上本周的一些三个，比如300、500、1000，报告里头还会有A500，我们很明显看到，实际上本周500是表现的相对其他几个是一个比较就是超额实际上表现就是较弱的。而在两端，比如在300跟1000，偏偏大偏小，其实指数在基准上面，它的超额它基本上接近于0，像就没有比指数跑得更差。这里头都是从中位数来看的，后面我们接下来会做一些更详细的数据的分析。
第二块，主要先给大家介绍一下其他策略的一些情况，这应该是第三块，第二块实际上是在一些绝对收益，还有主动量化这里头写的不是特别多。其他策略里头，我这里头分别有定增、提取业绩报酬，还有行业轮动，还有多因子，还有大数据驱动。像大家有可能对于一些行业主题轮动的一些基金，大家是比较感兴趣，本周它的收益也是负的，待会儿我可以看一下整个今年下来他们的一个表现。关于这块有兴趣的，后续可以直接联系我们。
首先我们来看一下第一大块，关于公募指数增强基金。实际上是在我们报告里头，不光是在300、500、1000，还有在A500，还有一些其他的都是有一些数据。这里头我们只挑了一个比较大众的一些产品，这个300、500、1000，这个在公募产品上，大家这个产品无论是数量还是规模都是比较占主导级别的。首先我们看一下，沪深300增强它本周的情况，实际上是刚才一开始说了，300跟1000，本周实际上是表现中规中矩吧，没有一个相对指数是没有明显的超额，但也没有太差，就是基本上跟住了指数的涨跌。而今年整体下来呢，300、1000也是同样要比500是好一些的。实际上，我们如果看500成分股的话，这是更能看出这种差异化的一个现象。右边的这三个图，分别对应的是300增强、500增强、1000增强，它的一个超额的净值走势，这里头每一个点，就金色的代表是超额的净值走势。每一点呢，我们是取所有基金的主基金的超额收益的一个中位数，进行了日调，作为一个近似看一看，作为一个整体的一个超额业绩表现的一个指数。很明显看到了，从今年以来，像300增强受市场影响要小一些，反而在下面的，比如说我们刚才看到的500跟1000，特别是在第一波，就是今年应该在3月、3、4月份，还有7、8月份，对于这两个

300和1000指数和1000指数这两个条件产品线，影响都是比较大的。但最近呢，我们也看到了这两个产品的一个500跟1000的，它的一个超额，实际上都是往下走，而300还是比较可以的。所以整体下来看了今年，实际上我们也看到了，实际上还是300以及两端它的超额会好一点，但整个下来，实际上今年这个月，大家300超额不太行，500还是可以的。整体关于指数增强这一块儿，

给大家这么多汇报。其他还有一些其他的指数，比如说500增强，还有一些红利，还有一些其他的增强，在我们报告里头都会有一些，还有一些附录里头会有一些说明，大家有兴趣可以看一下。

接下来第二块，实际上我这里头是有两类，一个，因为我们知道现在新发的绝对的关于公募这一块，做绝对收益这块的产品数量是相对比较不太多的。现在目前就是我纳入统计里头只有21支，本周实际上它收益受数影响是比较大的，本周他们就是只有负的0.35%，而整个中位数，就今年他的一个比，就中位数来说，只有不到一个点，就0.6%的一个超额，本周实际上是对他的一个超额的，回撤影响是比较大的，对这个产品的影响是比较大的。

第二块，实际上就是我们都知道，就是主动量化基金。这里头我们首先看一下它的一个主动量化基金，我们这里头主动量化基金，应该是统计了大概有300多只，302支的，本周它的整体收益中位数是负的1.14%，今年看来它是负的3.6，实际上还是可以的。我们看，我们都知道主动量化基金，实际上它的基准差异是比较大。我们这呢，按照它基准主指数划分，什么意思呢？比如说他的一些主动量化基金，它有可能是不同的，比如说300加500加一些其他的指数叠加在一起构成某个基金的基准指数，我们就取一个权重比较大的指数作为它的一个主指数来划分。对指数来划分，类似于指数增强划分。大概我们的那个只要这个对应取了其中对应如果该组基金大于十只，我们就进行一个统计。实际上是满足条件的是有六只，详细的我们都在报告里头，这里头我只出列出了一个三个，对标的分别是从上到下依次是500、300还有就是1000。我们看500的主动量化，它有一个本周的一个收益，这不是超额，大概是负的，就500是负的0.8，他今年下来也是负的5.0。相对于沪深，相对于中证500，今年整体下来它的一个收益是负的8.72，而中位数是负的5点多，实际上它还是有三点几（3.7）的一个收益，如果非得用超额来表达的话。其他的两个分别是300还有1000，整体收益实际上是表现好的是300，它的一个收益会好一点，它今年下来是只有负的3.7，其他是比他稍微多一点，实际上中位数来看，大家没有特别区分出来，相比而言就是500稍微差一些，主要是受整个指数的一个下跌的影响。关于公募关于第二块的主动量化基金的一个分享，就是介绍到这里。实际上这里头还有一个我给大家说一下，这个实际上是它的一个数量是需要注意的，比如说这个300，实际上我们这里头纳入统计大概是有48只，当然指数是要比它产品是比较多的；这个是中证1000纳入统计的只有17支，500是45支，500实际上是比指数稍微少一点点，就是主动量化的一些情况。当然主动量化不光是这些，还有一些其他产品线，我们这里头就不再赘述了。

最后一块，实际上我们就讲一些其他策略基金。这里头我大概就按照一贯之的这么分了，大概实际上是五大类吧，就是定增的，还有提取业绩报酬的，还有行业主题轮动的，还有多因子的，还有大数据的，大家有兴趣可以看一看。这里头我需要说的一点就是，这里头我们纳入统计

的，这里头PPT上没有显示，比如说报告里头都有。定增主题的，实际上今年我统计的是本月我统计是60多支，它的一个这周的收益没有特别差，负的0.52，今年下来也是负的。提取业绩报酬这个里头我们统计了大概将近有200多支，本周大概是负的1.24，今年下来也是亏了将近5个多点。像大家比较关心的，有可能是有比如行业主题轮动基金，这里头我们实际上为什么把它画出来，主要是根据它的一个投资逻辑里头，比如说它涉及的一些什么行业轮动主题这样关键字，我们把它拎出来，因为它是一个或者一些主题概念轮动之类的都会拎出来，认为它是一个所谓的主题轮动基金。这里头我们整个统计的大概是有28只，本周它的一个收益大概是负的1.82，我们来看一下它今年的，今年实际上它的收益也是负的7.1，也和我们的，刚才大家有兴趣有没有记得，比如说今年我们都知道300、500、1000那个它的一个基本上都是，比如说300是今年大概亏了十一个点，这样来看的话，行业主题轮动比300要好一点点，也比中证500要好一些，中证500今年亏了8个多点，中证1000的相在亏得会更多一些，11多个点。所以说行业主题轮动，中位数看来是要比这三个指数都要好一点点的，但实际上因为我们的纳入统计的数据量只有28只，其他

的也不一定能代表所有全部的基金，这是行业轮动基金的一个表现。还有一个就是一个所谓的主动的多因子基金，多因子主题实际上都是一些，这个就简单过一下，实际上它的我们看他今年这周，他的一个基本上可以说不涨不跌吧，这主题今年下来也是负的6.78，要比行业主题轮动要稍微好一点点。最后一个实际上就是大数据主题。大数据主题是什么呢？这样就是现成的几只，我们都知道现成的纳入主题，实际上现在只有5只了，这里头就是换了几个分位数，这里头现成的之前应该之前几年应该还有好几只，现在就越来越少，有兴趣大家可以看一下，这个就不再赘述了。
所以今天关于这块的一个量化基金、量化基金主题的一些上周的一个行业表现，给大家就是这么汇报到这里。最后总结一下，实际上我们这里头分别从指数增强、主动量化，还有其他主题这么三块给大家做一下回复。最主要是我们看到了一个本周的一个很明显的一个特点，就是实际上300跟1000的一个超额要好一点点，这个实际上对于今年的业绩表现下来也是一脉相承的，而实际上500对这种行情是比较吃亏的，在指数增强上也是能看出这种现象，也能看得出这种结果。后续我们还会持续关注相关的产品信息。今天关于量化基金这一块的一些汇报，我就大致给大家汇报到这里，后续大家如果有什么问题欢迎联系我们。如果大家没什么问题的话，那我们今天银河总量之声的一个电话会议就到此结束，谢谢大家。

--- 总量夜话-市场何时见底20261025.pdf ---
总量夜话——市场何时见底
全文总结
这是一份由国泰海通证券主持人黄维驰主持的"总量夜话"电话会纪要，多位分析师分别从宏观财政、A股策略、固定收益、新股研究、主题投资、港股策略及全球资产配置等角度，围绕本周市场波动放大、市场何时见底这一核心议题展开论述和展望。
一 、 会 议 背 景
本周市场波动放大，中东局势骤然升温，国际油价在本周五创下月度新高，地缘风险溢价以肉眼可见的速度重新定价。此外，本周Meta财报自由现金流转负，一度引发全球AI资本开支担忧。国内一些指数（如创业板指）周内最大回撤一度超过10%。围绕市场何时见底，本次电话会开展论述和展望。
二 、 宏 观 财 政 （ 于 博 ）
核心观点是关注财政。9 月 财 政 呈 现 收 入 放 缓 、 支 出 有 保 有 压 的 特 征 。
第 一 本 账 （ 一 般 公 共 预 算 ） ：一般公共预算收入当月增速转负。9月增速为同比-0.1，几乎零增长，为年内首次单月负增长，较7月、8月12%和5%的单月增速明显边际逊色。前三季度预算收入增速5.1%，累计增速较前八个月的5.7略有回落。税收方面，前三季度同比增长8.3%，主要是今年物价整体往上走，而间接税（增值税、消费税等在流通周转环节征收）占比高，CPI、PPI往上走对税收比较友好。其中中央8.3%、地方2.7%：中央收入弹性受外需和高端制造链高景气支撑，单月回落与相关税种波动有关；地方收入受土地财政、房地产相关税种拖累，税基恢复弱于中央。从资产负债表看，中 央 修 复 情 况 好 于 地 方 。
税 收 结 构 ：前9个月税收同比增长6.1%，9月当月0.2，几乎零增长。分税种看：出口退税收入增长迅猛，达29%，比8月明显回升，反映出口环节韧性很强；国内增值税增速7.3%，与生产端韧性相互印证；企业所得税回落，反映部分行业盈利边际承压；消费税回落，连续两个月负增长，体现内需中消费相对较弱；个人所得税增长10.5%，比8月11.8小幅回落但依然高位，居民收入相对稳健，但边际消费倾向受资产负债表收缩影响，且消费税与烟酒油等高端消费关联度更高，反映消费结构变化。非税收入（约占第一本账收入20%）增长1.2，同样回落。在遏制逐利性执法、规范罚没收入背景下，依 靠 非 税 收 入 弥 补 税 收 缺 口 的 空 间 有 限 ，地方财政平衡更多依赖税基自然修复和上级转移支付。

支 出 端 ：单月零增长，有保有压。全年一般公共预算支出前9个月增长1.0%，与全年4.4%的预算增速仍有差距，大 概 率 后 3 个 月 支 出 增 速 会 回 升 ， 前 提 是 发 债 要 加 快 。分中央地方看，前九个月中央支出增速5.8、地方0.2，中央强于地方格局未变；地方已连续三个月第一本账支出负增长，主因地方财力偏紧和项目储备不足双重约束。结构上："民生支出保

持刚性，弹性边际收敛"，前三季度民生相关支出增长4.1%，快于整体1.0%；"科技支出保持较快增长"，同比增长3%且进一步抬升，9月单月接近7个点增长，是唯一边际往上走的领域，财政资源向科技创新倾斜；"基建类支出降幅收窄"，一季度用去年结余还不错，二季度起因发债进度放缓而疲弱，随发债节奏加快，9月单月降幅收敛到1.3，前三季度累计降幅4.4，仍受地方财力偏紧、配套资金落实困难约束，宽财政向实物工作量的传导还需要时间；债务付息支出增速4.7，虽仍快于整体，但边际回落，9月单月增速-1.2，与付息节奏错位、基数抬升有关，化债还是取得了一些效果；非刚性支出压减斜率有所放缓。
第二本账（政府性基金）：大头是土地财政。前三季度政府性基金预算收入同比下降18.6%，过去三四年平均每年约10%~20%降幅，18.6既未进一步走阔，也没有收敛迹象，往年临近年底降幅一般会收窄。9月当月同比下降15.9。房企资金相对紧张，今年房地产政策有效果但更多在二手房层面，未传导到新房，新房销售降幅未收敛，房企拿地、开工意愿偏弱，土地成交呈量价双落；尽管技术扰动消退后同比有降幅收窄趋势，但土地财政退坡可能仍需要一个过程。支出端前三季度同比下降16.2%，主要因去年上半年拨付5000亿特别国债资金向国有大型商业银行注资抬高基数，今年3000亿在四季度才拨付，金额规模少于去年5000亿、节奏又在四季度，叠加第二本账收入疲弱，支出仍是两位数的降幅；9月当月同比降幅有所收窄，主要与专项债发行加快、资金拨付节奏改善有关。
核心结论与展望：财政是一个等式，收入加债务等于支出。第一本账与税收经济关系大，第二本账与土地财政关系大，这些都有预期，最后更重要的还是发债节奏（专项债有时也要给国债让道，所以专项债、特别国债的节奏尤其重要）。9月两本账合在一块，收入边际放缓、支出结构性发力，最核心原因是发债进度加快
。往后看，财政取向表现为总量
上适度发力、结构上持续调整、风险上守住底线。有三条线索值得关注：一是5500亿结存限额的发行使用节奏；二是专项债和政策性金融工具形成实物工作量的进度；三是土地市场量价的边际变化。整体财政仍有发力空间，但政策效能释放考虑到传导，可能要到
今年年底或明年年初；再考虑到前三季度GDP比市场预期好，政策效能在明年年初发挥出来对明年有开门红支撑，今年可能更多不会有超预期向上的动力。
三、A股策略（张一飞）

核心观点：当下市场已到底部位置，后续指数风险并不特别大
，市场所面临的问题是局
部的微观交易结构恶化。本周指数下跌快，是局部微观交易结构风险向全局传导，很多前期强势股（包括红利、中小市值公司）出现补跌，是系统性流动性冲击，风险有所放大。
指数风险可控的原因：一是周五看到稳市力量坚定托底，未来局部风险向全局扩散背景下，稳市力量支持会比较坚决，有助于阻断风险进一步扩散；二是回到局部看，这次有交易结构问题的个股调整幅度与历史相比已相对充分，与2015年股灾相比电子、通信指数跌幅已相差不大；从估值看，创业板指估值已处于指数有史以来约10%分位的历史极低水平，电子、通信估值约为2010年以来50%左右分位，考虑到今年业绩高增，若位置保持到年底、业绩兑现后估值会到非常低的水平，进入高性价比区间。下行风险比较可控，但反弹高度不宜期待太高，因为微观交易结构问题还需市场自发出清和消化，尤其在年底考核结束前，逢反弹兑现止盈行为可能还会存在，指数企稳后更多看震荡。
方向：交易结构是当下市场最核心矛盾，尽量找筹码阻力较小的方向。一是比较看好中小主题投资相关方向，从现在到年底偏中小的主题投资风格会延续；二是科技里依旧更看好国产链。近期全球对AI叙事出现较多负面扰动，核心聚焦在商业模式和收入的投资回报率问题，以及海外高利率环境对信用风险的冲击；但当下也没必要过度悲观，因为美国所处环境中AI和利率其实是镜像——每次AI趋势有波动、美股下跌，美国利率就会大幅下行，原因是市场已把美股看成美国增长的代理指标（美国经济主要由AI投资及AI带来的股市上涨带动的消费构成），股市和利率是跷跷板，负面趋势产生后利率会自然降下来，且美国应对危机的手段还有很多，不能直接说AI叙事泡沫破灭。在此背景下，更看好国产链相关

方向，大产业趋势还在，且中国AI的金融条件、利率水平更宽松，叙事上可能比海外AI更好，包括AI应用、机器人等偏主题投资方向。

稳健红利：仍看好，若后续指数偏震荡，红利类资产可能不错，包括大金融，也可挖掘明年经营稳健、股息率较高的方向，红利风格延续环境下市场会扩散寻找优质红利方向，如电力、公用。此外还看好出海份额持续挺高的医药、农机、饲料、部分化工以及战略性资源品，包括贵金属、工业金属、农业。

四、固定收益（唐元茂）

主题为"低烈度博弈——债市机构的行为变化"。近期债券市场经历强涨势后，监管及货币当局留意到利率下行速度在短期内有点快，对一些机构买债做更多关注。从交易数据和利率看，关注产生了一定效果：上一周30年逐渐重新进入震荡状态，不再像之前下行那么快；但10年期及证金债仍在往下走。市场更关心的是会不会出现2024年年底狂飙、2025年年初利率又快速上行的微型状态。

核心判断：市场有学习效应，当前不管是监管关注还是机构博弈态度，烈度都远低于2024年，即所谓"低烈度博弈"，这是好事情，相当于把后续波动提前以较缓和方式释放。后面债券市场可能仍是10年期证金债先涨一段时间，等利差拉开后，若情势较缓和，30年还是会有补涨，所以不看空，也不看30年走跌，只是短期内行情可能没那么好，等地利差拉阔后再布局也不错。

第一点，监管关注合理且烈度更低：利率下行太快会影响今年年底甚至明年、更长一段时间的国债利率下行空间及后续货币政策空间，不利于利率促进经济复苏加速，所以当前管理或关注非常合理。但烈度远低于2024年：2024年包括央行、金融监管总局对债市关注主要分三个阶段——第一阶段通过提示利率风险（金融时报大量出来说），第二阶段对过分交易的机构做一些关注，第三阶段到2025年年初央行把利率（特别是存单利率）整体抬高，导致过度依赖30年做资本利得的机构非常不好做。对债市利率冲击最大的阶段还是资金利率拉起来的阶段，即2025年年初，当时存单利率和30年利率直接倒挂：存单利率约2.0，30年最低时1.88，等于30年国债利率甚至cover不住资金成本，经过一段时间拉扯后出现利率快速上行。目前与当时有区别：当前存单利率与10年期国债利率有十几个BP利差，对30年有50个BP利差，曲线比2024年要陡，特别是10~30这一段，所以利率快速上行甚至30年倒挂的空间太大、比较难做到。另外2025年时资金利率能快速上行，暗含当时科技叙事、经济叙事比现在更强烈，现在是有点反过来，叙事没那么强烈，且还处在929、928房地产政策之后的观察期，央行把利率搞太高不利于风险资产市场修复，也不利于政策观察期给予更多货币支持。所以今年年底资金收紧不可能像2025年初那么快，也很难把30年出现资金和债券利率倒挂。

第二点，机构行为变化（也有学习效应）：机构现在更能确认在债券市场快速利率下行中该做什么，而不是过度投机，尤其对30年的投资，过度投机的决心没有之前那么重。拆开看：信托和理财方面，理财给信托做平滑通道去投30年的做法，其实理财不一定很依赖30年，可以做信用债、甚至一定信用下沉（包括买信用债），现在不一定大量买超长；大银行不太缺钱，小银行到年底更多为明年做打算，若发现30年受监管关注或利率下得太快，不急于短期建仓，可以等一等，因为是为明年做准备，不是要获得年底强的资本利得；券商、私募最近有点落袋为安，券商偏好更多是公募基金不能买的资产（如EB、私募债），不一定卷30年，私募对TL偏好最近下降，重新回到T甚至TF位置。目前必须在30年里做博弈的基本只有基金，但基金加仓也加不太动，且基金最近比较喜欢买证金债。所以整个市场机构不管配置类还是交易类都相对保守，做10年期国债、10年期证金债或地方债偏配置即可，30年行情短期内不再博弈。

第三点，短中期展望：中期内不觉得债券市场是一个很强的调整边缘，接下来债券市
场会跌的判断不成立，且这种双方各退一步的低烈度博弈状态可能使接下来债券市场更好
走、牛市更持续。短期内30年需求力量可能没之前足，投机性博弈会歇一些，市场会更关
注配置力量相对稳的资产，如证金债、10年期国债、5年期到10年期信用债、30年地方债，
除投机性强的30年外，其他仍走资产荒或低利率环境继续往下走，30年国债下得慢只是迟
早问题（所有资产都下了，30年成为突点）。唯一变数是：最近10年期国债利率下得比较
快，央行比较紧盯10年期国债，若快速突破1.6，央行会不会资金收得更紧，最近资金
利率比之前高一点，可能对债券市场产生利率上行影响，甚至导致30年一直下不动。总
结：前期利率下得特别快，央行有一些关注，之后监管关注与机构行为呈低烈度博弈状
态，比2024年烈度低很多，会使调整或波动后面更可控；若10年期国债和证金债下行后
资金利率上行相对可控，30年迟早还是有机会，但短期做证金债、5~10年信用债、地方债
可能好一些。
五、新股研究（王正之）
主题为北交所打新与市值配售展望。监管最新表态，未来北交所还是要往市值配售方向走，
强化了市场对北交所市值配售改革的预期。
市值配售与全额缴款对比：市值配售是沪深交易所已落地的成熟规则，对参与打新主体
有流动性股票市值要求（沪市要求沪市主板和科创板底仓，深圳要求深圳市场股票底
仓）。北交所目前未实施市值配售，仍采用全额缴款，性质完全不同：市值配售一般与信
用申购配合使用，参与时已有市值作为成本或保证金，打新时基本完全信用申购、不需缴
款，中签后按中签额缴款；北交所无市值配售，全额缴款意味着最后可能只中几千块，但
缴款要按千万甚至更高级别（打多少万股就缴多少），对资金占用非常高。
影响：北交所现在每只新股发行基本冻结万亿以上流动性，会冲击货币市场；今年发行节
奏较快，常以一周发两家的节奏进行，意味着每周都有两万亿左右资金波动。从长期北交
所新股发行稳定性角度，这种冻结资金体量已影响与其他市场间的稳定性关系，所以
做市值配售是大势所趋。今年监管决定可能不久将来采用市值配售方式。
市值配售的最大改变：从原来无风险的现金缴款模式（参与者不需承担股票波动损失，只
需现金成本，如年化一两个点的现金成本），变为对北交所持仓市值有要求，无论配什么
市值一定会有波动性。北交所本身上市个股仅300多个，整体市场体量不到一万亿，未来
市值配售大家会担心：一是密集配底仓是否带来脉冲式行情、引发大起大落；二是打新客
户群体面临与过去非常不一样的选择，过去无风险、只是现金成本，未来这部分资金还要
承担股票市场波动，底仓自带价格波动风险。原来有大量银行理财把北交所打新当无风险
收益产品做，一旦采用底仓策略，底仓不再是单纯固值策略，且北交所不像沪深有较多股
指期货对冲，对冲也比较困难。未来改革更鼓励愿意把钱投在股票市场、更看好上市后
个股表现的资金，才能分享北交所新股没有破发的红利，这与沪深逻辑类似，对无风险
策略相对没那么欢迎，更欢迎能接受股票波动的资金参与。
落地节奏与全年判断：具体细则（配多少市值、多长时间内配、是否同比例）尚未出台。
若按监管表态，快的话可能两三个月之内出征求意见稿，征求意见稿出来后大家基本有
眉目，一般征求意见后约一个月左右给最后定稿文件，所以快的话最近两三个月之内有望
落地，慢的话时间不太确定；因证监会已表态，按沪深情况看，从表态到落地动作比较
快，可先看年底之前是否有预期落地。今年打新基本已收官，未来IPO项目因市场环境波
动，短期不太会有重磅IPO出来，大部分是10亿、20亿这种单体量项目，对今年打新收益不
太会有实质性提升，目前维持今年全年约5亿左右规模产品、3.5出头的打新收益判
断，今年打新还是能给打新账户带来不错的增厚收益，积极建议参与，并保持关注北交所
市值配售。

六、主题投资策略（黄维驰）

近期交易热度边际有所回升。上周AI、物理AI相关主题明显走强，半导体设备、PCB以及内需相关主题出现回调。短期市场快成长之后，周五有一定反弹，与具身智能相关的物理AI板块初期领涨；地缘及流动性风险有所反复，AI叙事边际仍有分歧，重点关注新结构新方向，看好具身智能、数据要素等相关产业机会。推荐四个方向：

具身智能：上周首批人形机器人国家标准发布，商务部等九部门推动具身智能向商用、商贸物流、家庭服务等场景拓展；英伟达升级了平台，聚生智能的推理数据集完善了模型训练生态；上周特斯拉Optimus进入产能爬坡阶段；语数第一台也已累计下线1~2万台，规模化交付带动产能需求。主要推荐三个细分领域：一是产量提速相关的四杠（丝杠）减速器、灵巧手传感器等零部件；二是模型迭代相关的智人大模型、端子AI芯片以及训练数据、数据训练平台；三是受益于商业化落地的头部机器人本体厂商。

数据要素：上周首批数据产权登记凭证发放，为数据交易及资产化提供支持；北京提到2030年数据规模将达到2.2万以上，建设可信数据空间标杆，首批56项要市场化改革发布，推动公共数据授权运营及资产化；上周国家数据集团在雄安成立，它是一家非常重要的央企，推动高质量数据建设与跨行业数据流通。分三个子板块：一是AI数据需求增长相关的数据采集标注、高质量数据集与语料库；二是企业数据开发利用相关的数据库、数据治理与数据中台；三是受益于数据要素化的公共数据运营以及数据安全、网络安全相关品种。

粮食安全：大背景依然是厄尔尼诺，预计本轮厄尔尼诺大概在今年年底达到峰值，全球部分产区面临干旱或洪涝风险，轮种部署跨季节防灾减灾，推广抗旱节水品种；近期农发行安排2000亿专项信贷资金保障秋粮收购，国家粮食和物资储备局也在推动节粮减损及设备更新。细分逻辑分三个：一是种业振兴、生物育种产业化相关的种业龙头；二是受益于农业现代化及单产提升的智能农机、高新农资；三是受益于粮食收储及节粮减损的烘干和仓储设备。

红利稳定（风格角度）：近期国内资本市场波动明显，上周创业板指周度最大回撤一度超10个百分点，虽周五午后有一定卫星反转，但波动之下组合稳定角度红利与稳定板块重要性越来越强，股东回报今年进一步强化。证监会强调推动上市公司提升股东回报，拓宽长期资金入市渠道，央行提出完善近期机构流动性支持。今年六大行首次集中提分红、提中期分红，从过去十年30%的分红比例提高到31%，合计派息今年中期约2210亿人民币。事件策划上，上周首批18只主动一天发，其中三只红利、土地产品，以及中证红利指数作为基准；险资新规也强化收益稳定需求，长期资金配置需求仍在提升。相关主题分两部分：一是股息稳定、配置分红提升以及盈利修复相关的国行、城商行、国有大行；二是长期资金入市以及回报率提升的龙头券商。

总体：交易热度近期（上周）有一定回升，结构上轮动加快，重点推荐具身智能、数据要素、粮食安全以及红利稳定四个板块。

七、港股策略（陈飞）

短期看，地缘政治风险以及三季报披露背景下AI产业趋势的业绩验证，将是决定短期市场走势的关键因素。四季度整体维持前期判断，认为港股资金链格局存在一定不利/逆风因素，反转行情有待基本面支撑。

短期核心矛盾：全球市场核心矛盾正从前期单纯的通胀和利率单边压制，逐步转向AI高资本开支和收入兑现之间的冲突和矛盾。一方面，中东局势没有出现实质性缓解，油价高位运行带来持续性通胀输入压力；CM上对美联储加息预期，10月份加息概率已降到10%左右（基准情形是不降息/不加息），12月份大家认为会有一次加息，这意味着短期利率端压力虽未消失，但对风险资产的边际冲击有所减弱。另一方面，全球财报季拉开帷幕，Meta公布财报后市场率先反应，把资本开支矛盾又一次推到定价前沿；近期科技巨头企业债融资利率攀升，显示原先的高资本开支模式正面临更多资金成本约束，关注点从"AI资本开支能增长多少"转向"资本开支是否能带来收入、是否有现金流回报"。下一周云计算巨头财报将

成为重要观察窗口，重点看资本开支指引、云业务收入增长以及AI商业化贡献程度：若收入增长能匹配资本端投入，AI趋势有望企稳；反之，高投入与收入兑现不足的矛盾可能继续压制整体科技股估值。

四季度港股资金链逆风：海外流动性整体偏紧，年内还有加息预期，明年从当前定价看还有两次左右加息预期，海外融资成本较高会对港股估值及外资流入配置形成约束。产业资本解禁方面，今年接下来的11月、12月及明年1月，按上周五收盘价算，潜在解禁规模三个月加起来接近七八千亿；25年全年港股累计解禁规模也就约八九千亿，二六年除掉最后两个月算下来约1.2万亿，所以8000亿在三个月内解禁是很大的数额；再考虑海外信托新税法受到关注，也会在接下来3个月左右带来额外产业资本解禁压力。港股资金面供求矛盾接下来可能延续，但需强调，解禁本身并不一定意味着一定减持，只是在市场成交偏弱、增量资金不足背景下，潜在供给压力仍可能压制风险偏好。

中期看法：港股能不能从反弹转向持续性上涨，关键还是基本面。现在正处三季报窗口期，因为去年同期基数效应以及今年新增AI业务端放量，恒生科技板块一些权重股三季度有望见到利润同比增速拐点；从历史对比，股价层面和基本面增速拐点大致是前后一个季度左右的时间。等到资金层面压力过去，港股可能在年末或明年年初迎来更好的向上反转性行情基础。

行业配置：四季度更倾向以港股红利作为底仓，精选科技板块结构性机会。红利资产通常岁末年初都有一波不错行情，主要由险资开门红及跨年配置需求释放带动，且考虑美债位置相对较高、中东风险尚未完全消除甚至有进一步恶化可能，市场风险偏好受约束，港股稳定现金流、高股息率、盈利确定性较高的红利资产从资金层面需求较大，加上港股多数行业处于历史股息率高位，高息股高股息率对今年开门红险资吸引力较强，所以四季度红利资产配置价值会更强。弹性资产视角上，可关注三季报可能出现业绩拐点、以及恒生科技指数调整之下11月、12月可能宣布纳入新恒生科技指数体系的增长标的，参考以往经验，宣布纳入前三个月左右这些潜在标的会有一波不错上涨，历史上前三个月累计平均涨幅大概可达20%~30%，存在具备潜在增长潜力的弹性标的。总结：短期市场并不缺乏反弹性催化，但要看到真正反转性行情，还要根据产业资本解禁（资金层面博弈节奏）以及基本面修复节奏来做交易。行业配置四季度主推红利资产为底仓，同时认为今年末明年初可能迎来一波因基本面拐点带来的科技行情。

八、全球资产配置（郭晓角）

汇报10月16号到23号这周全球资产情况。交易主线有两条：一是围绕AI资本开支和融资担忧，科技股继续承压；二是围绕中东局势反复，油价继续上涨，美债获得避险买盘，黄金继续下跌，资产之间分化比较明显。

美国宏观：经济比较有韧性，但高利率影响越来越不均衡。10月美国综合PMI较9月有回落，但仍在扩张区间，读数57.6；下月PMI升到56，企业提价加快；失业金申请人数降到19.4万人，说明没有明显裁员扩散压力，影响主要体现在住房和居民消费上。9月新屋开工下降5.2%，成屋待签售下降7.3%，消费者信心对比初值有所上修但仍处低位，耐用品购买条件继续恶化，通胀预期一年终值升到4.7%，居民对生活成本担忧较高。美联储未来货币政策面临局面比较复杂：企业活动和价格压力较强，但高利率已压制部分需求，就业市场仍有韧性。市场认为10月不加息概率约90%，12月加息概率接近70%，10月不加息还是基准预期，但年内进一步收紧风险未消失。

其他经济体：欧元区综合PMI降到51.9，增长放缓同时面临能源成本上涨压力；韩国央行10月维持3%利率，前期加息后保持观察；日本核心通胀2.1%，仍支持日央行后续开展渐进式加息。

美债与美元：这一周美债继续上涨，全期限美债收益率下跌（长端降得更多），曲线呈牛平变化，10年和30年期最终收到5%和5.33%。周内转折主要在周四：周初科技股反弹带动美债避险买盘，10年期收益率一度回落到5.15%，但Meta财报再次引发市场对资本开支与融资

担忧，科技股调整带动避险资金买入美债，10年期收益率周四降到4.56%；周五油价上涨外加PMI显示增长与价格压力仍强，美债收益率才有所反弹。美元整体变化不大、全球基本持平，美债收益率下降削弱美元支撑，但欧洲法国财政与政治风险压低欧元表现，两方面影响互相抵消，美元全周基本持平；日元受避险需求支撑对美元升值。
原 油 ：这一周上涨主要是在于计价供应中断风险。周初俄罗斯柴油复供、美伊谈判停和俄乌谈判进展的消息有缓解供应担忧，但后半周美国放出中期选举后再次打击伊朗的方案消息，外加沙特能源设施、海峡航运风险、利比亚部分油田减产，都在提升对原油短供应的担忧，推升油价重新走高，布油和WTI原油都收到100美元/桶上方，布油涨到117美元/桶高位，低库存也放大市场反应：美国商业原油库存减少306万桶，IEA 10月月报显示中东原油出口虽恢复到站前75%以上，但成品油出口还是站前一半，全球观测库存对比2月底减少约5.1亿桶。高油价对需求抑制在显现，但供应修复仍存不确定性，特别是柴油，整体紧张状态可能要延续到明年。

黄 金 ：这一周美债实际利率及美联储10月加息预期都有回落，但黄金没得到修复，反而跌了4%，回到4000美元/盎司附近关键位置。主要是流动性影响：周五黄金与标普500期货同步下探，可能涉及去杠杆或筹集流动性需求；跌破4000美元后出现放量下跌，4000美元是关键位置，触发止损卖盘；同期美元和美债收益率变化不大，所以黄金这周表现跟流动性、去杠杆变化关系较大。
科 技 与 盈 利 ：市场担心的是大规模AI投入会不会影响现金流、后续融资能否跟上。Meta三季度收入增长26%，但资本开支达约350亿美元，自由现金流为负的21亿美元，还上调全年资本开支指引下限，前进的收入增长没有消除投资者对资金投入的担忧，且其部分债券收益率超过15%，进一步凸显高杠杆AI企业融资压力。但目前还没有充分证据表明算力需求会整体转弱。股指表现上，全周纳指、标普下跌0.7%和0.5%，道指上涨0.4%，罗素2000上涨2%，标普500等权上涨1.1%，美股呈现科技股承压但价值和小盘相对占优的结构性轮动。
展 望 ：未来两三周海外宏观逆风还比较强，包括美联储利率决议、云巨头科技财报披露、中东以色列选举、美国中期选举都会陆续进入靴子落地阶段，目前不确定性较高，单边押注风险较高，短 期 资 产 配 置 适 合 保 持 风 险 分 散 和 调 整 空 间 的 思 路 。
会议实录：
各位投资朋友大家晚上好，欢迎参加本期"总量夜话"，我是主持人黄维驰。本周市场波动放大，中东局势骤然升温，国际油价在本周五也创下了月度新高，地缘风险溢价以肉眼可见的速度重新定价。此外，本周Meta财报自由现金流转负，也一度引发了全球AI资本开支担忧。我们看到像国内一些指数，比如创业板指，周内最大回撤一度也超过10%。那么围绕市场何时见底，我们今晚的总量夜话就相关议题来开展论述和展望。首先有请国泰海通宏观分析师于博老师跟大家来交流如何看待前三季度财政收支的节奏，有请。
（宏 观 ： 于 博 ）
好的，谢谢主持人。各位投资者大家晚上好，我是国泰海通宏观于博。宏观我们这周的观点，最新的观点还是比较关注财政这一块，因为上周的宏观数据当中公布了财政的数据，大家现在对财政的关注度也非常高。总的来讲，9 月 份 的 财 政 呈 现 出 了 收 入 放 缓 、 支 出 有 保 有 压 的 这
么 一 个 特 征 。一般公共预算收入当月增速转负，主要还是受到了企业盈利消费承压，叠加房地产收入调整等多方面因素的影响。支出的端总量是呈现一个零增长。其中，基建类的支出的降幅收窄，但是修复弹性有限。此外，专项债的发行也有所提速，带动了政府性基金支出的降幅收窄。所以我们看到其实在支出端，表现还是可圈可点的，这个方向上还是明确往上的、降幅收窄的。后续我们还是需要重点跟踪专项债、结存限额的发行，以及资金形成实物工作量的进度。

我们分开来看。首先第一个是在第一本账，就是狭义的一般公共预算收入，当月的增速出现了非常明显的回落。其实今年前三个季度、前九个月，第一本账的预算收入增速是5.1的增长，这个增长还是非常可观的。当然因为9月份边际上出现回落，所以累计增速还是比前八个月的5.7略有回落。刚才也讲了，9月份的增速转负，其实也就是同比-0.1，几乎可以说是一个零增长，

当然也是年内的首次出现一个单月的负增长，较7月份跟8月份的12%和5%的单月增速，很明显边际上还是逊色一些。
那么从结构上来讲，刚才也简单提到了，今年前三季度的财政收入同比增长是8.3。所以大家可以看到，今年的税收，我们一直跟大家讲，因为今年物价整体是在往上走的，咱们的税收的税制结构当中，间接税的占比是比较高的。间接税其实像增值税、消费税其实都是间接税，在流通周转环节征收，所以CPI、PPI增速往上走，其实对于税收来讲是比较友好的。那么其中，刚才讲了中央是8.3，地方是2.7的这样一个增长。单独看9月份的话，边际上也出现了一些回落。其实中央的收入弹性主要还是受到外需，还有高端制造链制造业的高景气度的支撑，单月的回落其实还是跟相关的税种波动有关。地方的收入主要还是受到像土地财政、房地产相关的这些税种的拖累，所以税基的恢复相比中央来讲要弱一些。所以如果从资产负债表来看，中央的资产负债表情况是比地方修复得要好的。
其次我们看，像前9个月累计的税收结构当中，税收同比增长6.1，9月份当月0.2，几乎是一个零增长。分税种来看，一个是出口退税，收入非常迅猛，29%的这样一个增长，而且比8月份也是明显回升的。其实还是反映了出口环节的韧性非常强。第二，国内增值税的增速也是实现了一个7.3的增长，也是比较强，和生产端的韧性也是相互印证。此外，企业所得税出现了回落，反映了部分行业盈利边际承压。消费税也出现了回落，连续两个月的负增长，也是体现了整体内需当中相对较弱的其实还是消费这一块。个人所得税还是出现了一个10.5的增长，比8月份的11.8小幅回落，但是依然处在高位。所以居民这边的情况就是收入相对稳健，但是大家的边际消费倾向还是受到资产负债表收缩、缩表的影响，大家消费的倾向还是受到了一定的影响。对于消费税，因为消费税其实也是跟烟酒油这些高端消费关联度更高，反映了大家消费中的一个结构变化。还有一块是占到第一本账收入大概20%的非税收入，非税收入的增长1.2，同样出现了回落。我们也看到，在遏制逐利性执法、规范罚没收入的背景下，依靠非税收入去弥补税收缺口的空
间是有限的。那么地方财政平衡，可能更多还是依赖税基的自然修复和上级的转移支付。这是第一个，财政第一本账收入端。
支出端的情况是，单月的零增长下还是有保有压的。全年的一般公共预算支出，第一本账的支出增长1.0，这一点说实话，和全年4.4的预算增速还是有一定差距的。全年预算是4.4，实际目前前9个月只有1.0，所以大概率后面3个月应该会看到在支出的增速上会有回升。当然，如果

支出要有回升，前提条件肯定是发债要加快。所以现在看到的是单月的支出增速还是边际放缓的，比如刚才我们讲单月的支出增速只有0，前9个月是1.0，9月份单月只有0。但是我们还是要往前看，如果你这个发债后面加快的话，那么财政支出在四季度以及明年一季度出现回升的概率还是比较大的。
如果分中央跟地方去看的话，刚才也讲了，其实收入端中央的情况是比地方要好的，所以在支出端也是类似，前九个月的中央支出增速5.8，地方支出增速0.2，边际上有所回落，但是中央强于地方的格局还是没有发生变化。当然我们也注意到，地方已经连续三个月第一本账的支出增速是负增长了，主要还是受到地方财力偏紧，还有项目储备不足的双重约束的结果。如果从支出的结构上来看，刚才我们前面也讲了，有保有压的特征比较明显，主要还是体现在守住民生的底线，科技投入保持了较高的强度，基建整体降幅收窄，也压减了非刚性的支出。
具体来看：第一，民生支出保持刚性，弹性是边际收敛。前三季度民生相关的支出增长是4.1，比整体的1.0的增长是要快的，也就是说在民生相关领域还是有倾斜的。民生还是兜到底线，稳定预期的政策导向没有发生变化。第二，科技的支出还是保持较快增长，这个跟我们国家产业结构上向科技倾斜的特征是相印证的。科技支出同比增长3%，增速而且是进一步抬升的。刚才我们也讲了，不管是收入端还是支出端，边际上9月份都是在回落的，但是唯独是在科技支出这个领域，9月份边际支出增速反而是往上走的，单月的增长接近7个点的增长，还是保持着较快的增长。所以财政资源还是向科技创新倾斜，这边也没有变。第三，基建类的支出降幅收窄。大家知道，其实今年一季度基建还是用了去年的结余，还是不错的，但是从二季度开始，因为发债的进度都放缓了，所以二三季度其实基建整体上是比较疲弱的，拖累经济的。那么目前我们看到的是，随着财政支出的节奏加快，之前的额度开始用起来，基建相关支出的降幅也在逐渐收敛。

比如9月份单月的降幅已经收敛到1.3，全年累计的、前三季度的增速，降幅是4.4，也是在这个收敛的过程当中，这个其实也是反映了刚才我们讲专项债的发行提速、债券资金渐次拨付有这样一个特征。不过大环境还是地方的财力偏紧，所以配套资金的落实困难没有根本解决，所以基建支出的修复弹性还是受限的，宽财政向实物工作量的传导还需要时间。第四，债务付息的支出增速出现了转幅。过去几年债务付息不光是债务本身压力大，那么大的债务盘子，还一还利息，其实压力也很大，所以这个大家也很关注。但现在我们看到的情况是，化债之后还是取得一些效果的，就是债务付息的支出增速4.7，虽然还是快于整体的增速，也就是说债务付息占到整体财政支出的比重还是边际上在上升的，但是从边际上看，债务支出增速也出现了回落，比如9月份单月增速-1.2，这个跟付息节奏的错位、基数的抬升都有一定的关系。此外，刚才我们也提到了，非刚性的支出压减的斜率在有所放缓，像文化旅游体育传媒支出的降幅都是边际上收窄的。紧平衡之下，财政对非刚性支出的统筹取舍还是在延续当中。

这是第一本账。那第二本账就是政府性基金收支，大头是土地财政，是一个什么样的情况呢？今年前三季度，政府性基金预算的收入同比下降了18.6%，大家知道，在过去的三四年，平均每年大概是10%~20%的降幅，所以18.6的降幅既没有说算是进一步走阔，但是也没有看到收敛的迹象。当然从往年的节奏来看，临近年底的话，累计增速降幅一般都会收窄一些。其中9月份当月同比下降了15.9。大家知道，其实统计局是从2023年之后就不再公布房地产开发企业的土地购置的数据。一般来讲，我们一个是看一下中指百城300城的土地成交，另外一个就是从财政的角度去看土地财政的收入情况。那么现在看到的是整个来讲，房企资金相对紧张。因为今年确实房地产政策起到了效果，但是这个效果更多还是在二手房这个层面，都没有传导到新房，所以新房的销售的降幅没有收敛的情况下，在出现了88政策的情况下，房地产企业拿地、开工意愿还是偏弱的，整体资金还是偏紧的。所以我们会看到土地成交呈现出一个量价双落的特征。尽管技术扰动后面消退以后，同比会有降幅收窄的趋势，但是整个来看，目前土地财政退坡依然可能需要有一个过程。

从第二本账政府性基金的支出来看，因为收入加赤字等于支出，所以收入不行的情况下，支出也还是承压的。前三个季度支出同比下降16.2，主要还是去年上半年拨付特别国债资金5000亿，向国有大型商业银行的注资，也抬高了基数。今年3000亿在四季度才拨付，所以这里外里，去年是前三季度拨付，有一个高基数，今年本身金额规模就比去年的5000亿要少，只有3000亿，然后节奏又是在四季度，再加上第二本账财政收入土地财政这块相对比较疲弱，所以支出还是一个两位数的降幅，十几的降幅。往前看，9月份当月的同比降幅是有所收窄的，主要还是跟前面讲的专项债发行加快、资金拨付节奏改善有关。所以我们知道，财政其实就是一个等式，收入加上债务等于支出。收入，第一本账跟税收跟经济有很大关系，第二本账跟土地财政有很大关系，这些大家其实都有一个预期，那最后把握更多，除了基数之外，更重要的还是一个发债的节奏。发债的节奏，那有时候专项债也是要给国债去让道，所以专项债的节奏、特别国债的节奏就尤其重要了。我们团队也是每周在跟踪这样一个节奏。大家如果感兴趣，也欢迎和我们团队国泰海通宏观于博还有侯欢去要这样的数据，我们每周在跟踪发债节奏的数据。

这是财政第二本账的情况。最终我们看到的，整体刚才也讲了核心的结论，就是9月份财政两本账合在一块儿，我们看到的情况是收入边际上有所放缓，支出在结构性地发力，最核心的原因就是因为发债的进度也开始在加快了。所以支出的钱主要是来自于收入加发债，那你收入不行，那我还能加把劲加快（发债），核心原因肯定还是来自于发债这一块。整体上，我们往后看的话，财政的取向表现出来就是总量上适度发力，结构上持续调整，然后风险上守住底线。接下来有三条线索非常值得关注：一个是5500亿结存限额的发行使用节奏；第二个是专项债和政策性金融工具形成实物工作量的进度；第三是土地市场量价的边际变化。所以整体来讲，财政还是有发力空间的，但是政策效能的释放，考虑到传导，可能是要到今年年底或者明年年初了。再考虑到今年前三季度GDP数据比市场预期还是要好一些，所以我们说政策效能在明年年初发挥出来，应该对明年有一个开门红的支撑，在今年可能更多还是不太会有超预期向上的动力。

以上就是宏观这边我们的核心观点，谢谢大家。
（策略：张一飞）
谢谢于博老师对宏观财政角度的分析。第二块有请策略分析师张一飞跟大家来交流关于市场后续底部的看法，有请。
好的，感谢池哥，各位投资者朋友晚上好，我是国泰海通策略分析师张一飞，跟大家汇报一下我们对于后续市场的整体看法。本周市场出现了一个快速的调整，尽管周五在稳市力量托底的情况下有一个反弹，但本周下跌速度其实在历史来看还是非常非常快的。所以往后看，大家都很关心，什么时候市场可能能够去做一个止跌企稳，我们也从两个维度上来说吧，就是后续指数的空间，以及后续市场的节奏。
首先第一个从空间上来讲，我们觉得当下市场已经到了一个底部的位置，对于后续指数
的风险其实并不是特别大。因为我们之前跟大家聊过了，现在市场所面临的问题，它是一个局部的微观交易结构的恶化。这一周之所以指数下来这么快，是出现了一定程度的局部的微观交易结构的风险向全局传导这么一个特征。因为大家也会发现，这一周很多之前的强势股，包括红利，包括一些中小市值的公司，其实也出现了补跌，它是一个系统性的流动性冲击的交易，就是说已经从局部向全局有所扩散了，这是一个风险的放大。
那为什么我们觉得后续整个指数的风险是可控的呢？第一个是因为我们周五其实看到了稳市力量坚定的路市（入市），所以我们觉得未来在面临局部风险向全局扩散的背景下，整个稳市力量的支持还是会比较坚决的，这个其实有助于阻断风险的进一步扩散。第二个，如果我们回到局部来看的话，我们觉得有两个因素：第一个，我们可以发现，这一次这些具有交易结构问题的个股调整的幅度，其实跟历史上来比已经相对来说比较充分了。如果我们跟2015年当时的这一轮股灾去比的话，其实现在电子跟通信指数的下跌幅度，其实已经跟当时相差不太多了。另外一个，如果我们从估值的维度去看的话，现在创业板指的估值，已经是这个指数有史以来大概10%分位数的位置，已经降到了历史极低的水平，那电子跟通信的估值大概是2010年以来50%左右分位的一个水平。但大家要知道，我们如果后续还要考虑它的业绩增长，就是说可能这个位置如果一直保持到年底，那业绩一兑现的话，可能估值就到了一个非常低的水平了，因为今年它的业绩肯定还是高增的，所以说其实也进入到一个比较高性价比的区间了。所以我们为什么觉得下行风险比较可控呢，一个就是稳市力量的支持，第二个确实这一部分有交易结构问题的个股，它的股价跟估值的初（出）清还是比较充分的，所以拉到中期维度上来看，可能下行的空间并不是特别大了。

但是如果从时间上来看，我们觉得在这个位置，市场企稳之后，可能大家也不要对这波反弹的高度抱有太高的期待。核心的原因就是，这些微观交易结构的问题，我们觉得还需要市场自发地去出清和消化，尤其是在年底考核结束之前，逢反弹去兑现止盈的行为可能还是会存在的。所以我们觉得整体指数的走势，就是在当下这个位置企稳之后，我们更多还是看一个震荡。这是我们对于指数整体的看法。
那从方向上来看，我们依旧还是觉得交易结构是当下市场最核心的矛盾，所以大家尽量还是去找筹码阻力相对比较小的方向。第一个，我们还是比较看好中小主题投资相关的方向，大家也可以发现，其实这段时间虽然市场不好，但其实主题投资一直相对来说都是比较活跃的，我们觉得从现在到年底，主题投资的这种市场风格，偏中小的市场风格会延续，一会儿可能石哥也会跟大家讲我们比较看好的一些主题类的方向。那么再多说一句，就在科技里面，我们依旧还是跟之前的观点保持一致，就是更看好国产链。最近对于AI的叙事，全球对于AI的叙事确实出现了比较多负面的扰动，核心就是聚焦在第一个是商业模式和收入的投资回报率的问题，以及海外高利率环境对于信用风险的冲击。那么在这个位置，我们觉得当然这些因素未来可能还是会持续扰动全球的AI跟资本市场，但是我们觉得在当下这个位置，也没有必要对AI过度悲观，因为市场一旦下跌，大家总是会把现有的一些悲观预期推到一些中长期的思路上，包括很多投资人在讨论，是不是要出现类似于08年的金融危机了，是不是未来整个的利率风险对于整个AI、AI的泡沫是不是就要破灭了。我们觉得其实也不用这么悲观，因为现在其实美国所处的环境，它是AI跟利率其实是一个镜像。如果大家最近有观察的话，发现只要每一次AI趋势有波动、美股下跌，其实美国的利

率就会出现比较大幅度的下行。核心的原因是现在基本上大家把美股已经看成美国增长的一个代理指标了，这个其实也很好理解，因为现在美国的经济主要是由AI的投资，以及AI带来的股市上涨带来的消费构成的，所以股市其实可以很好地代表当下美国经济的状况。所以说如果是美国的股市跟利率环境是一个跷跷板的话，那其实我们觉得在这种环境下，不用太过于担心，就是说当增长比较好、AI趋势比较强、股市上涨的时候，那确实高利率可能会对它形成一定的压制，但是当负面趋势产生之后，利率环境自然而然就会降下来，降下来之后，大家可能交易一段时间又会发现，是不是整个的风险又变得可控了。再加上现在大家既然把这个问题看得这么清楚，其实美国去应对危机的手段还有很多，就是说当下其实并不能够直接说就是AI的叙事、泡沫就直接破灭了，也不要去推演过度悲观的预期。
那么在这么一个背景下，我们可能在当下对AI这条线，会更看好国产链相关的方向，就是说大的产业趋势还在。但如果我们从趋势上来看，刚刚也提到了，美国它面临一个资金成本比较高，然后整个的融资环境、商业模式等等一系列的问题，但对于中国的AI而言，我们觉得包括整个的金融条件、包括利率水平是更加宽松的，所以我们觉得对于国产的AI，在当下我们觉得在叙事上可能会比海外的AI要更好。所以我们在整个AI的结构上，也会更看好偏向于国产相关的方

向。这是科技类的方向，我们就比较看好国产类的科技，包括AI应用，包括机器人等等一系列偏主题投资的方向。第二个就是稳健红利，这一端我们还依旧还是看好的，因为我们觉得后续指数是一个偏震荡的环境的话，那我们觉得红利类的资产可能还是会不错的，包括大金融。那么大家未来也可以去挖掘一下，就是明年可能经营相对比较稳健的、然后整个股息率还比较高的一些方向。我们觉得在后续可能红利风格能够延续的环境下，市场也会去扩散，去找一些其他的比较好的优质的红利类的方向，包括像类似于电力、公用，我们其实都还是比较看好的。除此之外，我们还比较看好出海份额持续挺高的医药、农机、饲料、部分化工以及一些战略性的资源品，包括贵金属、工业金属、农业，这是我们相对来说比较看好的一些行业类的方向。以上就是我对于后续整个市场看法的汇报，谢谢大家。
（固定收益：唐元茂）
很好，谢谢一飞。我们再来有请固定收益策略分析师唐元茂老师跟大家交流"低烈度博弈——债市机构的行为变化"，有请。
好的好的，感谢主持人。各位投资者大家晚上好，我是国泰海通固收的唐元茂。今天跟各位老师大概讨论一下最近债券市场其实挺关心的一个问题，就是说经历了这么强的一个涨势之后，最近的一些监管以及货币当局也留意到这个利率下的可能稍微速度在短期内有一点快了，这个节奏有点快，所以在一些场合，包括像有一些报道也提到了，就是说他们可能现在正在对有一些机构买债做一个更多的关注。那么在这种情况下，其实我们不管是从这些机构的交易数据，还是从利率上面，也可以看得到，这种关注其实是产生了一定的效果。比如像上一周，其实30年就逐渐进入到一个震荡的状态，就是这个最超长的国债，而不是下行的像之前那么快。但是同时，我们也可以看得到，10年期以及证金债这一边仍然在往下走。那么在这种情况下，怎么去看待当前监管的关注以及机构行为的博弈，以及大家其实更关注一个事情，就是会不会出现债券市场出现2024年年底这样一个狂飙，然后到了2025年的时候，突然这个利率又快速上行的这样一个微型的状态，怎么去看待这个事儿。
我们这边的看法就是：市场是有学习效应的，当前市场上面，不管是监管的关注，还是机构行为的博弈态度，其实烈度是远远低于2024年的，就所谓的低烈度博弈。在我看来这是一个好事情，就等于说是把后续的一些波动提前通过一种比较缓和的方式做了一个释放。那么在后面，债券市场可能仍然是10年期证金债先涨一段时间，涨一段时间之后，等到利差拉开之后，如果说后续情势比较缓和了，我们觉得30年还是会有补涨的。所以在我们这边看来就是不空，也不看30年会走跌，只是说短期内可能行情没这么好，后续等利差拉阔之后再来布局也是不错的。这是我们整体的一个看法，然后我们大概解释一下，分三点。

首先第一点，在我们看来的话，当前整个的监管对于利率快速下行的这种关注，我们觉得肯定无疑是非常合理的。因为如果利率下行太快的话，肯定会影响到今年年底，甚至到明年，甚至更长一段时间的国债利率下行空间，以及后续的货币政策空间，都会受到影响，这当然是不利于

整个利率去促进经济复苏加速的，那是不利于这个事情的。所以说当前的管理或者关注，无疑是非常合理的。但是另外一方面我们也要看到，当前的这种管理或者关注的烈度是远远低于2024年的。我们再回过头来看，当时2024年其实包括央行、包括金融监管总局对于债券市场的关注，其实主要是分为三个阶段：一个阶段就是通过提示利率风险，当时金融时报里面大量出来说这么一个事情；其次，就是对一些过分交易的机构做一些关注，这是第二个层次；第三个层次的话就是到2025年年初，当时央行把这个利率、特别是存单的利率，整体有一个抬高。这个就导致一个问题，就是市场上面过度去依赖30年做资本利得的机构，可能就会变得非常不好做，主要是通过三个阶段。其中我们可以看得到，其实对于债券市场利率冲击最多的那个阶段，其实还是资金利率拉起来的那个阶段，就是2025年年初的那个阶段。整个的利率其实我们可以看到，当时存单的利率和30年利率直接就倒挂了，存单利率当时大概2.0，30年的利率最低的时候1.88，发的最低的30年国债1.88，那其实就等于说30年甚至没有资金成本，30年国债的利率甚至cover不住资金成本。在这个情况下，其实整个债券市场经历了一段时间的拉扯之后，就出现了利率的一个快速上行，这是当时的情况。

但是目前来看，我们觉得跟当时还是有一定的区别的。一方面，我们可以看得到，当前的存单利率和30年国债利率，我们都不做30年国债利率了，就是我们考虑10年期国债利率，这有十几个BP的利差，对于30年来说有50个BP的利差。所以当前来看的话，我们觉得曲线是比2024年的时候要陡一些的，特别是10~30这一段。所以换言之，你说现在的利率快速上行，甚至使得30年倒挂、就资金利率快速上行甚至和30年国债倒挂，这个空间太大了，比较难做得到，这是一点。另外还有一点，就是2025年的时候，当时其实资金利率能够快速上行，我们觉得也是暗含着一个东西，就是当时对于包括科技的叙事、经济的叙事，可能它那个故事比现在还要更强烈一些。所以现在是有点反过来，就是这个叙事没有这么强烈，而且现在还是处在929、928当时处在一些房地产政策之后的一个观察期。那么在这种情况下，我们觉得央行去把利率搞得特别高，一方面不利于市场，包括像这种风险资产的市场去修复，另外一方面，可能不太有利于就是在政策观察期，给予政策更多的货币上面的支持。所以这两个加在一起，我们觉得今年年底的这种资金的收紧，肯定不可能像2025年初的这种收紧来得这么快，而且也很难去把30年出现一个资金和债券利率的倒挂，这是监管或者央行这边的情况，就是可能相对来说烈度会低一些。

但是反过来说，第二点，就是看现在的机构行为变化，就是说在年底，其实我们也可以看得到，机构行为这边其实也是有学习效应的。说白了，机构现在相对来说更能去确认说我在这种债券市场快速利率下行当中，我应该做什么、应该怎么样去做投资，而不是过度地做投机，特别是

对于30年的投资。现在市场上面，我们觉得他们过度投机的决心没有之前那么重了。主要是我们如果拆开来看的话，其实比较容易看得到：首先大家实际上比较关心的一个就是信托和理财，因为信托这边，特别是理财，特别是它去给理财做一个平滑通道、去投30年的这么一个做法，其实理财它并不是那么一定很依赖30年做操作，我可以做信用债，甚至可以做一定的信用下沉，也是我们现在他们能够接受的一个操作，包括买信用债，信用是可以接受的。所以信托去到理财之后，理财说它一定要去大量地买超长，其实现在不见得是这个样子。其次，第二个就是大银行和小银行这边，其实大银行这边不太缺钱，然后小银行这边，目前来看有个很大的特质就是它们到年底还是比较为明年在做一些打算。所以最近，如果说发现30年这边可能受到监管的一些关注，或者说我觉得30年利率下得太快了，那么在这种情况下，他们不急于在短期内进行一个建仓，可以等一等，因为我是为明年做准备的，我不是要去获得年底的强的资本利得。这是第二点。第三点，包括像券商、包括像私募，其实最近我们感觉都是有一点稍微落袋为安的意思。包括券商，可能它现在最近偏好的更多的是一些公募基金不能买的资产，比如EB，或者说私募债之类的，我不见得一定要去卷这个30年。然后从私募上面来看，其实他们现在对于TL的偏好最近也有点下降，重新回到T甚至到TF的位置，就有点落袋为安。其实现在目前来看，还是在这个30年里面必须要做一个博弈的，其实就只有基金了，但是最近看的话，基金的这个酒气（加仓力度）也加不太动。所以这几个东西加在一起，而且基金最近其实是比较喜欢买证金债的。所以在我们这边看起来，整个市场上面目前来看，就是机构这边不管是配置类的还是交易类的，其实也是相对来说现在比之前要保守一些。那么就去做10年期的国债、做10年期的证金债或者说地方债偏配置的就好了，至于说30年的行情，是不是说马上我还要再去博弈它，可能短期内我们就不再去做。这是

第二点，就是说机构这边其实也是退了一步。
那么接下来的话，第三点，就是在短期内和中期内我们怎么看。第一个中期内，我们可以说，我们对于债券市场其实就不觉得说这是一个很强的调整的边缘，就是接下来债券市场会跌，我们不觉得这样。而且从某种意义上说，我们觉得这种双方各退一步的这种低烈度的博弈状态，可能会使得接下来的债券市场变得更好走一些，这个牛市可以更加持续一些，这是一点。另外还有一个问题，但是在这种情况下，在短期当中，我们觉得30年的需求力量可能就没有之前这么足，市场对于它的这种投机次的博弈可能就会歇一些，与其相反的话，市场可能会更关注一些配置力量相对稳一点的资产，比如说证金债，比如说10年期国债，包括5年期到10年期的一个信用债，包括30年的地方债，我觉得最近可能是比较舒服的一些品种，市场会重新出现之前的这种所谓的还30年下行的状态。就除了投机性强的30年，其他的我们还是走一个资产荒，或者说走一个低利率的环境，继续往下走。但是30年它作为一个市场关注比较多的、比较偏投机的品种，30年国债它下得比较慢，但是在我们看来，其实和上一轮一样，30年国债它下其实只是一个迟早性的问题，因为所有的资产都下了，30年成为一个突点嘛，那没有办法。这是第二点。

那最后还有一个东西可能值得关注的，就是说唯一的一个变数，其实在我看来，就当然外生的，比如说一些科技趋势的变化，或者中央出政策，我们不说，我们只考虑债券市场本身的内容的话，其实唯一的一个变数就是因为最近10年期国债的利率下得比较快，但是我们也知道，央行其实是比较紧盯10年期国债的，如果10年期国债快速突破1.6，这边央行会不会资金收得更紧呢？最近其实我们资金这边的话是看到有一些变化，比之前的话利率高一点，那可能会对债券市场产生一定的利率上行的影响，甚至可能会导致30年就一直下不动了。所以总结一下，我们现在目前来看的话，就是前期利率下得特别快，然后央行这边有一些关注，那么有一些关注之后，现在我们觉得其实监管这边的关注，以及市场上面的机构行为，其实是低烈度博弈的一个状态，比2024年其实烈度低很多。所以在我们看来的话，可能会使得这种调整或者波动后面更可控，
而且在后续，我们觉得如果10年期国债和证金债下行之后，资金的利率上行相对可控的话，那我们觉得30年这边迟早还是有机会。但是在短期当中，我们可能觉得做一些证金债、5~10的信用债，以及地方债可能会好一些。这边是我们对于债券市场近期的一个看法，供各位老师参考。
（新股研究：王正之）
好的，谢谢唐老师对债市机构形态变化的展望。接下来有请新股研究首席分析师王正之，王正之总跟大家来交流北交所打新展望，有请。
好的，谢谢。我是新股研究的王正之，我也来说一下大家最近可能关注度比较高的北交所打新这一块。因为最新的一个监管的发言，大家也看到也有表态，就是说未来整个北交所还是会有要往市值配售的方向去走，这个也是大家从去年就开始比较关注的一个变化。那么这次监管的发言，其实又强化了大家对北交所进行市值配售改革的预期。
所谓的市值配售，其实是沪深交易所已经落地的比较成熟的一个规则，就是对参与打新的主体需要有流动性的股票市值的要求，包括像沪市会要求沪市主板和科创板的底仓，那么深圳会要求深圳市场的股票的一个底仓。那么现在的北交所，因为它没有实施市值配售，它还是采用全额缴款，就是所谓的全额缴款的模式。那全额缴款的模式，它的性质和市值配售是完全不同的。因为市值配售一般它是会和信用申购去配合使用，就意味着因为已经在参与的时候，有了市值的相当于是一个成本，或者是说大家认为的一种保证金在里面，所以在打新的时候，基本上像沪深是完全是信用申购，不需要任何的缴款，就是最后比如说大家按照中签率算好了以后，那么中了多少钱再缴多少钱。但是北交所，它目前是没有市值配售的，所以它还是全额缴款，就是说可能你最后只能中几千块钱，但是缴款可能需要按照千万甚至更高的级别去缴款，你打多少万股，你就要去缴多少。所以相对来说，它对于资金的占用会非常的高
。所以大家如果去看北交所现在的
新股，它每一只新股的发行现在基本上都已经会冻结万亿以上的一个流动性，那冻结这个流动性，它就会对货币市场产生影响。特别是像今年北交所的发行节奏又比较快，它经常是以一周发

两家的节奏在进行发行，那也就意味着基本上每周都会有这种两万亿左右的资金的一个波动。那

从长期北交所新股发行的稳定性的角度上，其实这种冻结资金的体量已经影响到了和其他市场之间的稳定性的关系，所以我们认为北交所做市值配售一定是大势所趋。
那么今年，我们觉得监管也是决定可能要在这个不久的将来采用这样市值配售的一个方式。
那这个市值配售的方式，其实它会带来的一个最大的改变就是，从原来的无风险的现金缴款模式，因为参与者不需要付出任何股票波动的损失，他唯一需要的只是现金成本，可能年化比如说一个点两个点的现金成本去付出。但是如果一旦采用市值配售，其实就是会对北交所的持仓的市值有所要求，无论是配什么样的市值，但是它一定会有波动性。特别是北交所，大家都知道，北交所本身它的上市的个股也就300多个，那么它整体的市场体量也不到一万亿。那如果未来进行市值配售，其实大家一定会比较担心，一方面就是采用市值配售之后，本身它对北交所流动性的冲击，如果大家都密集地配底仓，会不会带来一个脉冲式的行情，引发一个大起大落的担心。那还有，就是对于参与北交所打新的这些打新客户群体来说，它也会面临一个非常和过去非常不一样的选择，因为过去一般都是无风险的，它只是一个现金成本，那未来意味着这部分的资金他还要去承担这个市场股票市场的波动，就是说底仓其实是自带了这种价格波动的风险。那原来其实我们知道的有大量的银行理财的产品，它是把北交所打新当成无风险的收益产品在做，那如果一旦采用底仓策略的话，无论你底仓配多少，那就意味着它的底仓不再是单纯的一个固值策略。并且北交所的市场，它不会像沪深这样，有相对比较多的一些股指期货去进行对冲，北交所的对冲其实也是比较困难的。所以从未来如果要改之后，我们觉得它其实是更加鼓励说愿意把钱投在这个股票市场、更看好这些上市以后的个股的表现的这些资金，它才能够分享到北交所这种新股没有破发的红利。其实这个逻辑和目前的沪深的逻辑是比较类似的，就是说以后打新，他不太会对于这些无风险的策略相对来说那么欢迎，他更加欢迎的是一种能够接受股票波动的这样的一些资金来参与这个北交所。所以未来如果这么改革以后，我们觉得未来这资金参与的门槛，或者是一些各种波动的考虑，其实都会有非常明显的一个变化。所以也就意味着，原来可能都是很多银行理财把它当成无风险的产品在做，那未来后续它参与的结构，或者是说这个打新资金的来源，或者预期的收益率，那它可能都会有非常大的一个变化。
当然，因为目前它具体的这些细则，比如说具体要配多少市值，要给在多长时间内配这个市值，包括往上的是怎么样是同比例的关系，目前都还没有规则出来。但是，我们预估，如果按照监管表态的情况，可能快的话，比如说两三个月之内，他可能就会出征求意见稿。那征求意
见稿出来，那么大家基本上会有一些眉目。一般情况下，在监管做完征求意见之后，它一般大概会有一个月左右的时间会给市场一个最后的定稿的文件出来。所以我们觉得，如果快的话，可能在这个最近的两到三个月之内就有希望落地。那如果慢的话，我们觉得可能按照过去的经验，它

的时间相对来说可能就是不太确定的。但是因为目前这个证监会已经表态了，就按照沪深交易所的情况来看，基本上年底的这个表态，跟它最后的落地之间的动作还是比较快的，所以我们就是可以先看看，是不是在年底之前会有这样的一个预期的落地。
那最后，我再简单说一下，我们对于今年全年打新的一个判断。那今年基本上已经收官了，未来特别是对于这种IPO的项目，大家也看到，因为今年市场环境的波动，可能短期之内也不太会有非常重磅的IPO项目出来，大部分可能都是一些比如10亿，或者20亿这种单体量的项目会发行。所以对今年的打新收益不太会有一个实质性的提升，所以我们目前还是维持今年全年可能5亿左右规模的一个产品，可能是在3.5出头的这样的一个打新的收益。所以说今年的打新，还是能给打新账户带来一个非常不错的一个增厚收益。我们也是非常积极地建议大（家）来参与这一块，并且未来的北交所这个市值配售，也可以保持关注。以上就是我们新股研究汇报的内容，也谢谢。
（主题投资：黄维驰）
好的，谢谢正之总对北交所打新的展望分享。接下来由我来跟大家汇报一下我们对于近期主题投资策略角度的一些思考。对于主题角度来看，我觉得近期其实交易热度边际上有所回升。在上周的话，我们看到AI、物理AI的相关主题明显走强，但是半导体设备、PCB以及内需的一些主题出现了一些回调。具体来看，我们觉得短期市场其实在快成长之后，在周五有一定这样一个反弹，尤其是跟具身智能所相关的物理AI板块，初期的领涨，那么地缘以及流动性相应的风险有所

反复，所以AI的叙事边际上仍然有分歧，持续主义（主题）机会重点关注新结构新方向，重点看好具身智能、数据要素等相关的一些产业机会。
具体来看，我们推荐四个方向。第一是关于具身智能。在上周，我们看到首批人形机器人的国家标准发布，商务部等九部门也推动具身智能向商用、商贸物流、家庭服务等相应的场景拓展。我们在上周段（上周）也看到英伟达升级了它的平台，聚生（具身）智能的推理数据集完善了模型训练生态。上周特斯拉Optimus也进入到产能爬坡阶段。语数的第一（批）也是累计下线了1~2万台，规模化交付要带动产能需求。所以根据具身智能相关的方向，我们主要推荐三个细分领域：第一是来自于跟产量提速所相关的，像丝杠、减速器、灵巧手传感器等相关零部件；第二是来自于跟模型迭代相关的智人大模型、端子AI芯片以及训练数据、数据训练平台；第三是受益于商业化落地所相关的一些头部机器人本体厂商。这是第一块。
第二是关于数据要素的主题。上周我们看到首批的数据产权登记凭证发放，为数据交易及资产化提供支持，北京提到在2030年数据规模将达到2.2万以上，建设可信的数据空间标杆，首批的56项要市场化改革发布，推动了公共数据授权运营及资产化。同时我们看到上周国家数据集团在雄安成立，那么它是一家非常重要的央企，推动了高质量数据建设跟跨行业数据流通。那么根

据数据要素所涉的主题，分为三个细分的子板块：第一是来自于跟AI数据需求增长所相应的，像数据采集标注、高质量的数据集跟语料库；第二是来自于跟企业数据开发利用所相应的数据库、数据治理跟数据中台；第三就是受益于数据要素化所带来的公共数据运营，以及像数据安全、网络安全等相应的一些品种。这是第二个角度。
第三个是来自于粮食安全。当然粮食安全大的背景依然是厄尔尼诺，所以整体来看，预计本轮厄尔尼诺大概是在今年年底会达到峰值。全球部分产区面临干旱或者洪涝等相应的风险。那么轮种分布是部署的跨季节防灾减灾，推广抗旱节水平（品种），同时近期农发行是安排2000亿的专项信贷资金来保障秋粮收购，国家粮食跟物资储备局也是在推动节粮减损以及设备更新。那么跟粮食安全、跟极端气候所相应的细分产业逻辑，大致也可以分为三个细的部分：第一是来自于跟种业振兴、生物育种产业化所相应的种业龙头；第二个是受益于农业现代化及单产提升的智能农机、高新农资；其三呢是受益于粮食收储以及节粮减损所相应的烘干和仓储设备。这是我们推荐的关于粮食安全下面的这个主题。
第四个是来自于类似于风格角度的一个主题，红利稳定。因为近期国内资本市场出现比较明显波动，上周单周我们也看到了，像创业板指其实周度的最大回撤是一度超这个10个百分点。那么虽然周五有一定的午后的卫星（V形）反转，但是我们也看到了来自于这种波动之下，那么其实对于组合稳定角度，红利跟稳定板块，它重要性越来越强，那股东回报在今年也进一步强化。我们看到，证监会是强调了推动上市公司提升股东回报，拓宽长期资金入市渠道，那么央行也提出了完善近期的机构流动性支持。今年，我们看到像六大行首次集中地提了分红、提了中期分红，从过去十年30%这样一个分红比例提高了31%。那么合计经理派息，在今年的中期大概是2210亿人民币。此外，在事件策划上，我们也看到上周首批18只主动一天发，其中有三只红利、土地产品，以及中证红利指数作为基准。此外像险资新规，也强化了收益稳定的需求，长期资金我觉得配置需求仍然在提升。那么跟红利稳定所相应的主题，大概有两个部分：第一是来自于跟股息稳定、配置分红提升以及盈利修复所相关的，像国行、城商行、国有大行；第二个是跟长期资金入市以及回报率提升的龙头的一些券商。这是我们近期所推荐的主题。
整体上我觉得交易的热度在近期确实是在上周有一定的回升，那么结构上在轮动和加快，重点我们所推荐的方向包括了具身智能、数据要素、粮食安全以及红利稳定这四个大的板块。
（港股策略：陈飞）
那么接下来有请策略分析师陈飞老师跟大家来交流对于港股市场的看法，尤其是如何去把握产业资本解禁的相关节奏，有请。

好的，谢谢文师哥，各位投资者朋友们，大家晚上好，我是国泰海通策略陈飞。今天就借这个时间再跟大家分析一下我们对于港股策略的一个观点。短期来看，我们还是认为地缘政治的

风险，还有整个三季报披露的背景之下，AI的产业趋势的业绩验证将会是决定短期整个市场走势的关键因素。那从四季度整体的市场上来看，我们还是维持前期的一个判断，认为整个港股资金链的格局还是存在一定的不利的、逆风的一些因素，整体的反转行情还是有待于基本面的一个支撑。

那我仔细地展开来讲一讲。短期的话，我们认为全球市场的核心矛盾正在从前期单纯的这种通胀和利率的单边压制，逐步转向对于AI高资本开支和收入兑现之间的冲突和矛盾。一方面，我们其实并没有看到中东局势有出现一些实质性的缓解，并且油价一直在高位运行，也带来了非常持续性的通胀输入压力。那我们如果去看现在CME上对于接下来整个美联储加息预期的一个变化，10月份加息的一个概率已经降到10%左右了，也就是说10月份其实大家都预期不降息，可能会不加息是一个基准的情形。12月份大家认为会有一次加息，那这也其实意味着短期整个利率端的压力虽然没有消失，但是它对风险资产的一种边际的冲击还是有所减弱的。另一方面来看的话，因为最近也在全球财报季拉开帷幕的这么一个阶段，我们在Meta公布财报之后，其实市场率先反应，就是把资本开支的矛盾又一次推到了整个市场定价的前沿。那近期其实所有的这种科技巨头企业债的融资利率攀升，我们觉得也显示出来了，原先的这种高资本开支的模式，正在面临更加多的资金成本层面上的一个约束。大家关注点也慢慢从原来AI资本开支到底能增长多少，转向资本开支是不是能够带来一定的收入，并且能够有一些现金流的回报。所以我们觉得下一周，这个云计算的巨头的财报将成为重要的观察的窗口。我们认为重点需要去关注资本开支的指引，包括云业务收入的增长，还有尤其是AI商业化贡献的程度。那如果说收入增长能够匹配整个资本端的投入的话，我们觉得AI的趋势是有望企稳的；那反之的话，高投入还有收入兑现之间不足的这种矛盾性的关系，就可能会继续压制整体科技股的一个估值。

那如果从四季度整体针对港股的市场来看的话，我们认为资金链逆风的格局还是比较值得大家去关注的，尤其是我们应该要去关注产业资本解禁的一个节奏。我们认为从短期的市场上来看，港股整体的不管是从一些市场还是情绪的指标上来看，都已经比较偏弱了，不排除我们觉得会出现一些阶段性反弹的可能。但是如果从接下来的四季度整体的资金面的格局上来看的话：一方面，我们认为海外流动性整体还是处于一个偏紧的状态，就像我们刚才提到的，目前年内来看还有加息预期的情况，加上明年从目前的市场定价来看，还有两次左右加息的预期，所以这种海外整体融资成本比较高的情况，其实也会对港股估值以及外资可能的流入配置形成一定的约束。另一方面的话就是产业资本解禁，其实今年接下来的11月份、12月份以及明年1月份，如果我们按照上周五收盘的价格来算的话，潜在的解禁规模三个月加起来大概还有接近七八千亿左右一个规模。那实际上2025年全年港股累计的解禁规模也就大概八九千亿左右，那2026年如果我们除掉最后两个月的话，算下来的规模也就大概1.2万亿左右。所以其实8000亿在三个月内解禁的话，是一个很大的数额。再考虑到现在海外这个信托的新的税法也是受到了大家的关注，那我们认为这其实也会在接下来的3个月左右时间带来一定程度上额外的这种产业资本解禁的压力。所以港股目前面临的资金面整体的这种供求的矛盾，我们认为接下来可能还会延续。但是也需要强调，就是解禁它本身并不一定会有实际的、意味着一定会去减持，但是如果在市场相对来讲成交比较偏弱、资金这种增量不足的背景之下的话，其实潜在的这种供给压力还是能够压制风险偏好的。

那中期来看的话，我们觉得港股能不能够从反弹转向这种持续性的一个上涨的话，关键还是在于基本面的一个表现。那我们的观点是认为，因为现在也在三季报的扩（披露）窗口期，因为去年同期的基数的一个效应，以及一些今年新增的AI业务端的一个放量，我们认为恒生科技板块里面的一些权重股，三季度有望见到利润同比增速的一个拐点。那如果是这样的话，其实从历史的一个对比、一个视角上来讲的话，基本上股价层面上和基本面增速拐点层面上的一个关系，就是前后大概一个季度左右的一个时间。那等待这个资金层面上的一些压力过去之后，我们觉得港股可能在年末或者明年年初，将会迎来更好的向上的这种反转性行情的这种基础。

那最后再讲一讲我们对于四季度行业比较层面上的观点。配置层面上的话，我们四季度还是会更倾向于以港股红利作为底仓，然后精选一些科技板块的结构性的一些机会。那红利资产的

话，其实通常来讲在岁末年初都会有一波不错的一个行情，那这里面其实主要是由险资开门红，以及跨年配置带来的一些需求的释放，而且尤其考虑到现在每家（美债）这边还是相对来讲处于比较高的位置，以及中东端的这个风险还没有完全消除，甚至有进一步恶化的一个可能性，其实市场风险偏好也受到比较明显的一个约束。那在这样的一个背景之下的话，整个港股这边稳定现金流以及高股息率，尤其是盈利的确定性比较高的红利资产，其实整体从资金层面上来看，需求也比较大。再加上港股目前多数的行业都处于历史的股息率比较高位的一个水平，所以目前来看的话，港股高息股、高股息率对于今年来看，开门红险资的一个吸引力还是比较强的。所以我们认为四季度相对来看，从相对的超额收益的市场上来讲的话，我们认为红利资产的配置价值是会更强一些的。

那当然，如果我从弹性资产的视角上来看的话，四季度我们觉得科技板块上面其实可以更加关注一些刚才提到三季报可能会出现一些业绩拐点，以及关注到恒生科技指数调整的情况下，接下来的11月份、12月份可能会宣布纳入到新的恒生科技指数体系当中的一些增长的标的。那如果参考以往的经验来看的话，在宣布被纳入恒生科技指数之前的三个月左右，这些潜在的纳入标的将会迎来一波不错的上涨。如果从历史平均市场上来看的话，这个前三个月的累计的一个平均的涨幅，大概可以达到20%~30%，所以这里面我们觉得还是会存在一些具备潜在增长潜力的这种弹性的一个标的的。

那我总结下来看，就是我们觉得短期其实市场并不缺乏反弹性的一些催化，但是如果我们想要看到港股有一些真正的这种反转性的行情的话，还是要根据产业资本解禁、就资金层面上的博弈的一个节奏，以及基本面层面上的一个修复的节奏，来做一个交易层面上的一个行为。那如果从行业配置上来看的话，我们四季度还是主推红利资产为主的一些底仓的资产，同时我们认为在今年末明年初，可能会迎来一波不错的因为基本面拐点带来的科技的一波行情。以上就是我今天汇报的内容，谢谢大家。

（全球资产配置：郭晓角）

好的，谢谢陈飞老师对港股市场的策略观点展望。那么最后一块，有请策略组郭晓角跟大家来交流资产配置角度的看法，有请晓角。

好的，谢谢池哥，各位投资者朋友大家晚上好，我是策略组资产配置分析师郭晓角。接下来由我汇报一下10月16号到23号这周的全球资产的一个情况。这一周的话，交易主线主要是有两条：一个就是围绕AI资本开支和融资担忧，发展的科技股继续承压；第二条则是围绕中东局势的一个反复，油价继续上涨，美债是获得了这个避险的买盘，黄金是继续下跌，资产之间的分化比较明显。接下来就做一个具体的阐述。

先看美国宏观层面的一些情况，美国的话经济还是比较有韧性的，但是高利率的影响其实越来越不均衡。从数据来看，10月的美国综合PMI是有回落，较9月，但是还是处在扩张的区间中，读数有57.6，下月的PMI是升到了56，企业提价也在加快。失业金的申请人数是降到了19.4万人，说明目前还没有出现明显的裁员的扩散压力，主要是体现在住房和居民的消费上。9月的新屋开工下降了5.2%，成屋待签售是下降了7.3%，消费者的信心虽然对比初值来说有所上修，但是还是处在一个低位的水平，所以耐用品的购买条件有在继续恶化。而且通胀预期的一年终值是升到了4.7%，说明居民对于生活成本的担忧还是比较高的。所以美联储未来的货币政策，其实面临的局面还是会比较复杂。一方面是企业活动和价格压力还比较强，但是高利率已经在压制部分的需求；另一方面就是就业市场还是比较有韧性。目前的话，市场认为10月份不加息的概率是90%，12月份加息的概率是接近70%，也就是说10月份不加息还是一个基准的预期，但是年内进一步收紧的风险还是没有消失。其他具体的话也有所分化，欧元区这边综合PMI是降到了51.9，增长放缓的同时还面临能源成本上涨的压力。韩国央行10月份是维持了3%的利率，在前期加息后保持观察；日本的核心通胀是2.1%，仍然支持日央行后续去开展渐进式的加息。

再看美债跟美元。美债的话，这一周还是继续上涨，而且是全期限的美债的收益率都是下跌

的情况，也就是对应美债上涨、长端收益率降得更多，所以整个曲线是呈现出一个牛平的变化，10年跟30年期最终是收到了5%和5.33%的这样的一个水平。那么周内的转折其实主要是发生在周四，周初的话是科技股反弹，带动10年期的美债避险的买盘，10年期的收益率一度回落到了5.15%，但是Meta的财报是再次引发了市场对于资本开支跟融资的担忧，那么科技股调整就带动这个避险资金去买入这个美债。所以这也是一个周四反弹的一个转折点所在。所以10年期的收益率其实是在周四降到了4.56%，那么周五的话，油价上涨外加上PMI显示增长跟价格压力仍强，美债收益率才有所反弹。美元的话整体变化不大，全球基本是持平，美债收益率这边的下降削弱了美元的支撑，但是欧洲那边的话，法国财政跟政治风险又在压低欧元的表现，所以两方面的这种影响其实有在互相抵消，美元全周基本上是一个持平的走势。日元的话则是受到了避险需求的支撑，对美元有一个升值的表现。

原油这边的话，这一周的上涨其实主要是在于计价供应中断的风险。因为周初的时候，俄罗斯柴油的复供、美伊谈判停和（暂停）和俄乌谈判的一些进展的消息，其实有在缓解市场对于原油供应的担忧。但是走到后半周的时候，美以这边的一些消息，就比如说美国这边放出了中期选举后再次打击伊朗的方案的这样一个消息，外加上沙特的能源设施、或者我们在海峡（霍尔木兹海峡）的航运风险，还有这个利比亚部分油田的减产，都在提升市场对于原油短供应的担忧，然后推升油价重新走高。布油跟WTI原油都是收到了100美元每桶的上方，而且布油是涨到了117美元每桶这样的一个高位。而且低库存也放大了市场对于这些消息的反应，因为美国的商业原油库存又是减少了306万桶，IEA的10月份的月报也显示，中东的原油的出口虽然说是恢复到了站前的75%以上，但是成品油的出口还是（站前）的一半。那么全球观测的库存，对比2月底是减少了5.1亿桶左右。高油价对于需求的抑制也在显现，但是供应的修复还是存在不确定性，特别是柴油，所以整体的紧张状态可能要延续到明年。

黄金这边的话，表现是值得关注的。因为这一周美债的实际利率，还有美联储10月的加息预期，其实都有在回落，但是黄金没有得到修复，反而跌了这个4%的这样一个幅度，然后回到了4000美元每盎司附近的这样一个关键的位置。这主要是可以看到流动性的影响。周五的时候，黄金跟标普500的期货其实是同步下探的，所以可能会涉及到一些去杠杆或者是筹集流动性的需求；而且黄金跌破4000美元以后，也出现了放量下跌的这样一个情况，外加上4000美元其实是一个关键的位置，所以有在触发止损的一些卖盘。所以就是黄金这样的一个走势就不容乐观。但是同期的话，美元跟美债的收益率其实变化不大，所以就是黄金这周的表现，其实跟流动性跟去杠杆的变化有比较大的关系。

然后看科技跟盈利，市场担心的其实是大规模的AI投入会不会影响到现金流，以及后续的融资能否跟上。Meta三季度的收入是增长了26%，但是资本开支达到了约350亿美元左右，自由现金流是负的21亿美元，并且还上调了全年资本开支指引的下限。但是前瞻的收入增长没有消除投资者对于资金投入的担忧，而且它部分债券的收益率是超过了15%，也是进一步凸显了高杠杆AI企业的融资压力。但是其实目前还没有充分的证据去表明这个算力需求会整体转弱。那么从股指的表现来看的话，全周纳指跟标普是下跌了0.7和0.5，道指是上涨了0.4，罗素2000是上涨了2%，标普500的等权是上涨了1.1%。所以其实美股这边是呈现出了一个科技股承压，但是价值跟小盘相对占优的这样一个结构性的轮动。

那么展望未来两三周的话，其实海外的宏观逆风还是比较强的，就是包括美联储的利率决议，还有就是云巨头的科技财报的披露，还有中东的这个以色列的选举，还有就是美国的中期选举，都会陆陆续续地进入到靴子落地的这样一个阶段。但是目前来看，不确定性还是比较高，所以单边押注的风险会比较高，未来的话资产配置短期还是适合保持风险分散和调整空间的这样的一个思路。以上就是我的本周的一个汇报，谢谢大家。

好的，谢谢晓角对全球大类资产配置的分享和展望。那么以上就是我们本期总量夜话的全部内容，感谢各位投资者朋友的参与，我们下期再见，谢谢。

--- 策略周周谈20261026.pdf ---

策略周周谈

总 结

一、本轮急跌行情复盘（第一位嘉宾分享）

急跌特征：从9月下旬算起，本轮A股急跌呈现三个特征。第一，是非常快速的急跌，期间没有明显反弹，时间短、跌幅大。从9月23日到10月22日将近一个月里，万德全A跌幅超过10%，科创成长相关指数如创业板指和科创50跌幅超过20%、甚至接近25%。若从7月1日算起，万德全A指数最大回撤已超过20%，创业板指和科创50最大回撤超过40%。期间万德全A自9月底以来甚至没有出现过单日0.5%以上的明显反弹。

A股下跌领先全球：这一轮A股下跌领先于全球市场，尤其在初期，其他海外市场当时表现还可以、呈震荡趋势，而A股率先开启独立下跌，甚至对韩国股市、美国费城半导体指数都有一定传染作用。

微观流动性持续恶化：以两融资金为代表的资金出现第二轮去杠杆，除杠杆资金外，险资资金、一些固收+产品的资金也可能因市场下跌出现被动卖出，这是近期市场和投资者比较关注和担忧的问题。市场一度出现接近流动性危机的迹象。但另一方面，本轮调整期间ETF资金仍有很强的托底作用，尤其是上周四、周五连续出现大幅流入，上周ETF资金流入规模超过千亿。所以微观流动性、尤其流动性危机得到较好缓解和改善。

急跌原因归纳：本轮急跌由A股市场本身的结构性问题，加上微观流动性恶化，以及市场对AI前景的担忧共同导致；海外因素方面则与AI扩张、政府赤字等因素有关。总体是内部因素和外部因素共振，导致了非常快的一个调整。

后市判断：在当前悲观情绪得到充分宣泄、微观流动性出现改变之后，往后看还是很有希望能迎来一轮短期反弹，同时也宣告这一轮急跌行情可能已步入尾声阶段。

二、当下市场所处位置拆解（第一位嘉宾继续分享）

接近"急跌底"状态，但与传统历史大底有区别：通常认知的历史大底会有渐进顺序——先出现业绩底和政策底，然后是市场估值底和情绪底，几个因素先后改善。但当前更接近一个"急跌底"的状态。

基本面维度：目前A股业绩还在上行周期，PPI维持高位运行，对企业盈利有比较强的基础支撑。加上AI算力行业景气度仍维持高位，三季报整体表现也比较强，所以基本面状态仍在继续向上运行。

政策维度：今年整体政策导向比较积极，在资本市场直接相关方面出台了很多新措施，围绕引进长钱、提高融资端包容度、稳市建设、市场生态扶正等方面发力。9月份以来也有很多增量政策密集落地，政策端比较有支撑、比较积极。

估值维度：A股估值相比前期高点已明显回落，权益资产性价比大幅提升，但估值也没有到特别极端低的位置。主要指数PE：万德全A前期高点将近24~25倍，现在已降到不足20倍；创业板指和科创50也大幅下降。估值分位数有一定改善，但也没到非常便宜的水平，整体处于历史中位，性价比也还算好。风险溢价指标近期显著上升，近十年分位水平大概80%，意味着权益资产性价比明显改善，但也没到历史极端低位。

去杠杆维度：本轮去杠杆经历时间已近一个月。据统计，9月23日到10月22日期间有16个交易日，其中15个交易日融资资金都是净流出，总共流出将近2000亿元。对照2015年那轮第二轮去杠杆，当时时间也近一个月，流出规模约4500亿元，当时杠杆资金状态比现在更狂热。从时间维度看，本轮去杠杆程度可能已基本接近完成。加上中长期资金、ETF资金、稳市资金流入，市场对被动去杠杆和流动性风险的担忧也在逐步缓解，去杠杆进程可能逐渐进入尾声。

市场情绪维度：近期市场情绪大幅下滑，但没有直接陷入恐慌区。跟踪的情绪指数目前已跌入低迷区、接近恐慌区，但尚未直接陷入恐慌区。从历史经验看，如果情绪指数能在恐慌区上方企稳，市场往后有可能迎来情绪回暖和反弹修复。

整体结论：当前可能并不是传统意义上的历史大底，而是短期利空因素共振、叠加市场情绪下滑、悲观情绪充分宣泄而形成的"急跌底"。往后看，短期的反弹修复还是比较值得期待的。

三、ETF视角下的市场资金流向（第二位嘉宾杨惠卿老师分享）

ETF基础知识：ETF是交易型开放式指数基金，可在证券交易所上市交易，基金份额可通过申购、赎回发生变化。以股票指数ETF为例，基金按合同约定投资于证券组合，以跟踪相应指数表现为目标；ETF也包括债券、商品、跨境ETF等其他类别，并非全部投资于股票。

ETF与股票的区别：买入一只股票持有的是单家上市公司股份，买入股票指数ETF持有的则是基金份额。ETF组合投资分散，可以分散个股特有风险，但仍会承担市场风险，部分行业或主题ETF可能存在一定集中风险。ETF交易价格和基金份额净值可能不同，存在折价或溢价。参与方式上，可在二级市场买卖ETF已有份额，也可通过股票按基金规定参与一级市场申购和赎回。
我国ETF发展情况：2018年末我国ETF规模约5760亿元，到2025年末已达6.02万亿元。今年以来ETF增速略有下滑，截至上周市场已有1717只ETF产品，最新ETF规模约5.03万亿元。

样本选取：选取沪深300、中证500、中证1000、创业板指、科创50等主要指数，参考跟踪指数ETF的规模和成交额情况，列举23只ETF跟踪资金情况，并展示其跟踪指数、规模和成交额数据。
成交额角度：9月以来ETF日均成交额252亿元，10月以来成交量有所增长。上周（10月19日至23日）上述ETF合计成交额546亿元，约为9月的2.2倍；10月22日和23日两天明显放量，两日合计成交额约729亿元和822亿元，较9月明显扩大，说明近期资金对ETF关注度较高、换手活跃。当日上述ETF合计成交额约650亿元，虽较前两天有所下滑，但仍处于近期高位。
净主动买入额角度：净主动买入额等于ETF主动买入金额减去主动卖出金额。主动成交即主动与已有对手单成交，被动成交则是挂单等待他人匹配成交；主动买入是按挂的卖1以上价格买入，主动卖出是按买1以下价格主动卖出。近期ETF净主动买入额由前期整体为负逐步转正，上周（10月19日至23日）净主动买入额有4天为正，5个交易日合计约279亿元，反映近期买方主动成交相对较强。
资金净流入角度：ETF规模变动可能由两方面导致，一是基金净值随市场行情波动，二是ETF发生申购或赎回导致份额变动。关注ETF资金流入不能仅看整体规模变动，而应关注份额变动对规模的影响。通过每日份额与前一日差额可计算ETF每日申购赎回情况，份额变动乘以当日份额净值可估算每日净流入金额。图表中从期初逐日累加计算累计净流入规模：累计净流入上升代表该段时间估算净申购金额合计为正，下降则表示整体赎回、净赎回金额为正。
累计净流入数据：截至10月22日，23只ETF自7月初以来（即下半年以来）累计净申购估算金额大概2700多亿元；截至上周五已突破3000亿元，整体呈现累计净流入状态，近期累计规模上升趋势十分明显。
历史对照：历史上ETF大幅申购和规模大幅增长的时点，出现在2023年下半年、2024年上半年和2024年下半年三个时间段。2023年下半年净申购估算金额约2170亿元，2024年上半年约3800多亿元，2024年下半年约3470亿元，三个历史区间均出现较大金额净申购。
小结：选取的23只ETF整体成交规模较9月有所扩大，按主动成交分类计算买入差额整体为正，下半年以来累计净申购估算金额突破3000亿元。近期ETF资金对主要指数相关ETF整体十分关注，无论成交量还是基金份额都有所增长。
会议实录：
近期也是迎来了一轮比较急、比较猛烈的下跌，上周五也出现了比较明显的一轮触底反弹这样的态势。我们看下来，从9月下旬来算的话，这一轮急跌呈现出来这样几个特征。

首先，整体来看是一轮非常快速的急跌，而且期间没有明显的反弹，这一次的行情就是时间短、跌幅大这样的一个状态。从9月底，准确地说就是从23号统计到10月22号，这样将近一个月的时间里，像一些大盘宽基指数，比如说万德全A是下跌，跌幅是超过了10%；在一些科创成长相关的指数，比如说创业板指和科创50，跌幅是超过了20%，甚至接近25%这样的水平。如果我们从7月1号开始来算起的话，那像万德全A指数的最大回撤是已经超过了20%，然后创业板指和科创50的最大回撤是超过了40%。而且在这个期间，万德全A从9月底以来，期间甚至都没有出现过单日0.5%以上这样明显的反弹。这是首先第一个特征。
第二个特征，就是这一轮A股的下跌也是领先于全球市场的，尤其是在初期，可能其他海外的一些市场当时表现还可以，可能是一个震荡的趋势，但是A股当时是率先开启了一个独立的下跌，甚至对其他的市场后来也有一些影响，比如说对韩国的股市、对于美国的费城半导体指数，也都有一定的传染作用。
再一点，就是整个市场的微观流动性也是在持续地恶化，其中就是以两融资金为代表的资

金，出现了第二轮的去杠杆这样的事情发生。除了这种杠杆资金之外，像一些其他类型的资金，比如说险资的资金，还有一些固收+产品的资金，那可能也因为这个市场下跌，从而出现了一定程度的被动卖出，那也是近期市场和投资者比较关注和担忧的一个问题。包括整个市场其实也一度是出现了这种有点接近于流动性危机的迹象。但是另一方面，在这一轮调整的期间，ETF的资金还是有很强的托底作用的。像我们统计的话，尤其是像上一周的周四和周五，都连续出现了大幅的流入，上一周（入市）的资金流入规模，ETF资金这一块也是超过了千亿这样的水平。所以对于当前市场来讲，这个微观流动性、尤其是这个流动性危机的事情也得到了比较好的缓解和改善。

所以综合来看，概括一下的话，可能这一轮急跌的行情，还是由于A股市场本身有一些结构性的问题，然后再加上微观流动性的恶化，以及市场对于AI前景方面的一些担忧；然后从海外的因素来看，可能就是跟一些AI扩张，还有政府赤字这样的方面的一些因素有关。也是相当于一些内部因素和外部因素共振，导致了这一个非常快的调整。那么在这一轮比较悲观的情绪得到一个充分的宣泄，并且微观的流动性也出现改变之后，那我们觉得往后来看，还是很有希望能迎来一轮短期的反弹，同时也宣告了这一轮急跌的行情可能就走入到了一个尾声的阶段。

好的，感谢李老师。刚刚我们梳理完这一轮快速下跌的全过程，也看到场内流动性压力得到了一定的缓解。那么下面，想继续请李老师帮我们拆解当下市场可能处在什么样的位置。继续有请李老师。

在当前的这个市场特征来看，我们觉得现在可能能够接近到一个我们称之为"急跌底"这样的一个状态。那和我们通常认知的这种历史大底可能也是稍微有一点点区别。我们往常通常认知的历史大底，它可能会有一个渐进的顺序，可能是先有业绩底和政策底先出来，然后是到了市场的估值底和情绪底，可能是有这样的几个方面因素先后的改善。但是当前我们觉得可能更接近于一个"急跌底"的这样的一个状态。

首先从基本面的维度来看，现在整个A股的业绩还是在一个上行的周期里面，也包括PPI现在也是维持一个高位的运行，所以对于企业盈利还是有一个比较强的基础的支撑作用。再加上AI算力的行业景气度现在也还是维持在一个高位，那三季报来看，整体的表现也还是比较强，所以目前整个基本面的状态来看，还是在继续向上运行的一个状态。

再一个，从政策导向，今年整体的政策导向还是比较积极的一个取向。在一些跟资本市场直接相关的一些方面，今年也是出台了很多新的措施，还是去围绕比如说引进长钱，然后提高融资端的包容度，然后稳市方面的一些建设，包括整个市场的生态方面的扶正，这几个方面其实都是今年很重点发力的一些方向。其实也包括从9月份以来，也有很多增量的政策在密集地落地，那我们也能看到，整个政策端还是比较有支撑、也是比较积极的一个状态。

估值方面，现在A股的估值虽然比前期高点的时候已经出现了比较明显的回落，那也相应地意味着权益资产的性价比是有一个比较大幅度的提升。但是从这个估值水平来看，现在也没有到特别极端、很低的一个位置。我们看几个主要指数的PE估值情况，万德全A就是A股市场整体的情况，前期的高点是将近24倍、25倍这样的水平，现在已经降到不足20倍这样的位置。包括像创业板指和科创50的指数，也是出现了比较大幅的下降。然后我们去看这个估值的分位数的话，也出现了一定程度的改善，但是现在也没有到一个非常低、非常便宜的水平，现在可能整体来看就是在一个历史的中位，对应的来讲，其实现在的性价比也还算好。再一个，如果我们去看风险溢价这个指标的话，近期同样也是出现了比较显著的上升，现在近十年的分位水平大概是80%左右，那这也意味着权益资产的性价比出现了比较明显的改善。所以整体来看，整个估值端这方面确实出现了一定的改善，但是也没有到一个历史极端低位的状态。

再有一点，就是整个市场的去杠杆的进程。这一轮去杠杆经历的时间也已经将近一个月左右了。我们统计下来，从9月23号到10月22号这样期间是有16个交易日，其中有15个交易日融资的资金都是净流出的一个状态，总共流出的资金是将近2000亿元。那我们对照上一次，也就是2015年的时候，当时也是出现了一轮第二轮的去杠杆的行情，也是将近一个月的时间，然后流出的规模当时是比较大的，是有4500亿元左右，也因为当时整个杠杆资金的状态比现在也都会更加狂热一些。那从这个时间维度上来看，可能意味着我们这一轮的去杠杆的程度可能也已经基本接近完

成。另一方面，就是随着一些中长期资金、还有ETF资金、一些稳市资金它们的流入，那市场对于被动去杠杆、还有一些流动性风险这方面的担忧也是在逐步地缓解。所以从当前来看，整个去杠杆的进程可能也逐渐会进入到一个尾声的阶段。
最后，从市场情绪的角度来看，近期的市场情绪也是经历了比较大幅的下滑，但是也没有说是直接陷入到恐慌区这样的一个水平。我们这边是有一个构建出来持续跟踪的一个指数，那能看到现在是跌入到了一个低迷区、接近恐慌区，但还没有说是直接去陷入这个恐慌区。从历史的经验来看，如果这个情绪指数能在恐慌区的上方企稳的话，那也意味着市场往后来看，有可能迎来情绪的回暖和一个反弹的修复。
整体来看，我们觉得当前可能并不是说这种传统意义上的一个历史大底，而是说一些短期利空因素共振引发出来的，再叠加一些市场情绪的下滑、悲观情绪的充分宣泄，而目前形成的一个"急跌底"。那往后来看，可能一个短期的反弹修复其实还是比较值得期待的，是这样的一个（判断）。
好的，感谢李佳俊老师的分享。刚刚我们从盘面行情出发，认识了这轮急跌的一些特征，也从基本面、政策、估值、杠杆等几个维度客观梳理了当下A股可能所处的市场阶段。也再次提醒各位投资者，以上的分享内容仅为嘉宾个人的研究观点交流，不构成任何投资建议，请您独立审慎地做出投资决策。
那宏观盘面给了我们大的分析框架，接下来就有请第二位嘉宾杨惠卿老师，带我们从ETF视角跟踪市场资金的流向。杨惠卿老师是南开大学金融工程硕士，2019年起加入到中信建投证券金融部，主要负责北极星产品开发、融资融券业务、担保品及标的证券研究。在这部分内容开始之前，也提醒各位投资者朋友，接下来的内容仅供学习交流参考，不构成任何的投资建议或者产品推介，请您结合自身的风险承受能力、投资目标等审慎判断。下面有请杨惠卿老师。
主持人好，屏幕前的投资者朋友们大家晚上好。非常有幸能以北极星账户诊断团队成员的身份，和大家一起从ETF基金的相关数据来看一下近期市场的资金流向情况。今天我们会首先介绍一下ETF的相关知识，接下来我们将列举跟踪主要指数的一些ETF，来观察这些ETF的成交额、净主动买入额，还有它的份额变化这些相关变化，看一下我们这些指标背后隐藏着哪些信息。
首先，我们来了解一下ETF。ETF是交易型开放式指数基金，可以在证券交易所上市交易，基金份额也可以通过申购、赎回发生变化。以股票指数ETF为例，基金按照合同约定投资于证券组合，以跟踪相应指数表现为目标。ETF也包括债券、商品、跨境ETF等其他类别，并非全部投资于股票。那ETF和股票有什么区别呢？投资者买入一只股票，持有的是单家上市公司的股份；而我们买入股票指数的ETF，持有的则是基金的一个份额。ETF组合投资分散，可以分散我们个股的特有风险，但仍然会面临承担市场风险的情况，部分行业或主题ETF其中的产品可能也会存在一定的集中风险。同时，ETF的交易价格和基金份额的净值可能会有所不同，存在一定的折价或溢价。在参与方式上，投资者可以在二级市场买卖ETF的已有份额，也可以通过股票按照基金规定参与一级市场的申购以及赎回。
下面我们来看一下我国ETF的历史发展情况。2018年末，我国ETF的规模约为5760亿元，而到2025年末已经达到6.02万亿元。今年以来，ETF增速略有下滑，截止上周，目前市场已有1717只ETF产品，最新的ETF规模约为5.03万亿元。
下面我们来看一下主要指数ETF的资金数据情况。我们选取市场上主要的指数，如沪深300、中证500、中证1000、创业板指、科创50等主要指数，参考跟踪指数ETF的规模和成交额情况，我们列举了23只ETF来跟踪我们的资金情况。这个表格名单则展示了我们选取的ETF以及它相应跟踪的指数情况，还有我们相应ETF的规模和成交额数据。
下面我们将从这些ETF的成交额、净主动买入额还有份额变化三个角度来深入看看。首先，我们来看一下ETF的成交额情况。9月以来，我们ETF的日均成交额是252亿元，而在10月以来，我们ETF的成交量有所增长。在上周10月19日到23日之间，我们上述的ETF的合计成交额为546亿元，较9月约为9月的2.2倍。而10月22日和23日这两天更是明显放量，两日的合计成交额约为729亿元和822亿元，较9月具有明显扩大的一个趋势，说明近期资金对ETF的关注度是比较高的，换手也是十分活跃。再来看一下今天的数据，今天以上ETF的合计成交额约为650亿元，虽然较前两天有所下滑，但仍是处于近期的一个成交额高位的一个水平。

接下来，我们再来看看ETF的净主动买入额。首先我们要了解一下什么是净主动买入额，净主动买入额的计算方式是我们计算ETF的主动买入金额减去ETF主动卖出的金额。什么是主动买入呢？主动成交就是主动与已有的对手单来进行成交，而被动成交则是我们在交易的时候，我们挂单等待其他人来给与我们匹配成交。简单来说，主动买入就是按照挂的卖1以上的价格去买入，而主动卖出就是按照我们买1以下的价格去主动卖出。从逐日数据来看，近期ETF的净主动买入额由前期的整体为负逐步转正，上周也就是10月19号到23日之间，净主动买入额有4天为正，5个交易日合计约为279亿元。说明近期在市场整体承压的情况下，当我们按照主动成交的方向来统计我们ETF的主动买入金额，总体是高于我们的主动卖出金额的，这一情况也反映了近期买方主动成交相对较强的一个特点。
最后，我们来看一下ETF的资金净流入的规模。ETF的规模变动可能有两方面导致：一方面，是基金净值可能会随市场行情产生波动，这样就会导致总体的规模有所改变；第二个原因，就是当我们ETF发生申购或赎回的时候，ETF的份额就会相应发生变动，这样也会影响我们ETF的总规模。当我们关注ETF的资金流入情况时，就不能仅看我们ETF的整体规模变动，而应该关注我们基金ETF的份额变动对我们整体规模带来的影响。我们通过每日的基金份额与前一日的差额即可计

算出我们ETF每日的申购赎回的情况，同时我们将每日的份额变动乘以当日的基金份额净值，则可以估算出每日的一个净流入金额。在我们这个图中，为了便于我们大家观察我们资金持续流入的一个情况，我们从期初开始逐日累加计算至期初开始资金的累计净流入规模，资金累计净流入规模上升，则代表该段时间估算的净申购金额合计为正；而如果我们累计净流入的规模下降，则表示近期ETF基金呈现整体一个赎回的态势，说明近期净赎回金额是正的。那截止10月22日，我们是23只ETF自7月初以来，也就我们下半年以来，累计净申购的估算的金额大概是2700多亿元。而截止我们上周五，因为今日的数据还没出来，截止上周五，是已经突破了3000亿，整体呈现出一个累计净流入的状态，近期大家也可以看这张图，近期累计规模上升的趋势也是十分明显的。
我们来看一下我们历史上发生ETF大幅申购以及规模大幅增长的几个时点。我们在2023年下半年，还有2024年上半年和2024年下半年三个时间段，同样也出现了ETF资金大幅流入的情况。在2023年下半年，我们净申购的估算金额大概在2170亿元；2024年上半年大概是3800多亿元；而2024年下半年大概是3470亿元。三个历史区间均出现了较大金额的一个净申购情况。这里也列出了我们历史基金规模发生变动时相应的市场情况，供各位投资者参考。
最后总结一下，我们选取的23只ETF，整体成交规模较9月是有所扩大的，按主动成交来分类计算，我们买入的差额整体是为正，下半年以来累计净申购的估算金额也是突破了3000亿元。从这些数据可以看出，近期ETF资金对主要指数相关的ETF整体是十分关注的，不管是从成交量还是基金份额都是有所增长。这里也说明一下，以上ETF的选取仅作为举例与参考，不构成任何的投资建议。以上就是今天通过ETF视角来跟踪市场资金的相关介绍，最后也提醒一下各位投资者，今天的相关内容不构成投资建议或收益预测，历史数据不代表未来表现，请大家结合自身情况，独立审慎地做出投资决策，谢谢大家。
好的，感谢杨惠卿老师。今天我们也透过ETF的各项交易数据观察了场内真实的资金动向。
在这里也温馨地提示屏幕前的投资者朋友们，如果您想了解北极星的更多内容，欢迎到微信小程序搜索中信建投北极星来查阅。那么，以上就是今晚我们围绕A股市场行情复盘、ETF资金观察两大主题带来的全部内容。

--- 白酒观点更新：风偏变化后板块投资思路梳理及个股推荐20261025.pdf ---
白酒观点更新：风偏变化后板块投资思路梳理及个股推荐
全文总结
本次电话会围绕食品饮料（白酒/消费）板块在风险偏好变化后的投资思路展开，核心观点是：板块当前具有明确的配置价值与防御属性，同时自下而上的结构性进攻机会也在逐步
显现。内容主要分为三个部分。
一、第一类机会：风偏下降后的防御属性带来的配置价值
板块与市场的关系发生明显变化。上上周到上周，在整体市场持续下跌的过程中，茅台

相对表现不错，上周五之前茅台一度收红，与同期大牛股相比站在了同一起跑线上；很多消费类行业指数也从末尾开始慢慢向中游往上走一点。这种表现更多来自风险偏好降低之后整个资金的行为或流动性。

板块已连续下跌多年，估值与持仓处于极低状态。板块自2021年以来持续下跌，今年比较差，一直到今年6月份面临一个非常明显的流动性抽血现象。机构持仓、板块估值、市场关注度都已降到非常低的状态，二季度机构持仓可能只有1.6几，个别可能只有0.97，很少。当前市场波动性变大，板块又在低位，又是一种顺周期的符号化资产，随着宽基流入、科技基金的分流以及一部分资金涌入，板块上涨是比较容易理解的状态，说明板块具备防御属性和配置价值——这是8月份以来非常明显的改变。六七月时板块还没有这种现象，没有特别强的赚钱效应，甚至市场行情很差时板块也不能走好；而现在有了，说明这种配置需求和价值是存在的。

核心原因不是资金因素，而是板块超跌。与市场预期相比，板块肯定是超跌的：大家对产业趋势的判断、对行业周期节奏的把握、对未来业绩成长性的置信度都有分歧，而板块其实已经处于超跌状态，很多公司早已跌透。对于做绝对收益的产业资金、经营资金，他们其实一直在买。最近的符号化上涨和艺术性特征的上涨，对后续板块资金流入应是一个非常好的、有意义的信号；后续股票上涨可能会有一定滞后或慢于行情，但板块的防御属性核心仍在于位置低、跌出的价值，后面会一直有配置价值，不必过于纠结和担心。

对板块整体乐观。核心原因是便宜了、跌了5年，一直跌到今年6月份因流动性原因超跌。市场上所担忧的所有产业问题、公司问题、流动性问题都已经反映在里边，后面更多来自资金风险偏好的修复。因此对大票而言，不必再较真或纠结业绩有多差、有哪些不好的地方，而应更多发现企业价值是否已经跌到位，此时可以大胆地以绝对收益的视角去推。对整个消费投资偏乐观，核心原因就在这里——便宜、位置低，筹码也都是一个非常有意思的状态。

二、第二类机会：结构性、进攻性的机会正慢慢涌现

有一批走势与市场、与板块都不一样的强个股，比如8月中下旬的快递（原文"快递山"，应指某快递/消费公司）、近期的惠泉啤酒（原文"汇泉啤酒"）、以及HHH国际（原文，应指某港股消费公司）等。这些公司在板块表现不好、甚至下跌时反而表现非常好；而最近板块有资金流入、有绝对和相对收益时，它们反而在下跌回调，与主流板块标的有点像"背道而驰"。这构成板块中另一类股票的投资特点与范式。

市场对有变化、有蓄势的公司非常认可。这些公司涨幅很好、表现不错，并非如市场想象的"消费没有贝塔、没有人关注"。消费市场还是足够大的，大到小的品类、小的公司做个转向、做个调头、做一些改变和改善，就能得到正反馈。在这种情况下，很多个股在有改善的情况下会有非常强的超额；如果能把自己的需求趋势、竞争趋势、变革趋势讲清楚，超额的机会和空间会更大。

这与２０１５年到２０１６年初的消费行情非常相似。那时大家对行业没有特别强的需求预期（没有贝塔），但对很多想做事、想找新增长点、想做新市场突破尝试的个股，还是给予非常非常高的价格，核心在于公司确实很小、确实很低、确实很便宜，这时候做一些尝试做成了，其实还可以。像当年的黑芝麻、恒顺醋业、百润，其实都有不错的表现。明年或现在涨明年的时候，消费行情有点像翻石头，把一些很小的公司翻出来，挖掘个股的超额机会，需要挨个去找。

三、结论与后续方向
总体看，当下板块有配置价值：它成为避险的一环、防御的一环，总是有明确价值的，资金是愿意来的，不是白跑一趟，还是有不错的收益，因此板块有比较不错的配置机会。
而超额收益或非常不错的地方，可能更多来自自下而上发生变化的公司——如果讲清楚了自己的改革改善逻辑和需求叙事，是非常不错的投资机会。
目前比较明确的标的，应该是像啤酒这类公司；后续可能还有天安（原文，应指某公司）、百合（原文，应指某公司）等，也有类似逻辑，应该都会有不错的表现。
板块已实现赚钱效应。无论是茅台这种大公司的上涨，还是像快递（原文"会计商"）这种小公司的上涨，板块都已经实现了赚钱效应，这跟七八月份不大一样。七八月份市场整体更乐观时，大家还觉得消费是机会成本；而现在消费不光是机会成本，还能赚点收益，

因此对板块积极乐观。现在大家都在讲反弹，市场应该也确实会迎来不错的表现，因为现在莫名其妙跌的原因太多了，后面板块价值依然在——不光是单纯的防御属性，因为跌了之后有赚钱效应，这种防御属性会升级，后续可能还会有一些系统性的配置机会。
投资视角上：板块可以积极配置，尤其是绝对收益视角；相对收益视角则取决于成长型公司的景气度问题，成长性公司还会比较多。对标的选择，如果以"翻石头"的视角去看各种公司，不是能够先行预判的，需要密切跟踪和调研；三季度之后应该有非常长的时间窗口期，可以做上市公司调研的跟踪，相信会有不错的投资机会。后续会通过其他形式、电话会的形式不断跟大家沟通汇报，提供更多投资机会。
会议实录：
板块的关注度在提升，我们讲一下食品饮料板块的配置思路和方向。
首先，我觉得食品饮料板块可以分为两类。一类就是我们熟知的、风险偏好下降之后板块的防御属性。像上周以来的茅台上涨，上上周到上周因为茅台的上涨，在整个市场持续下跌的过程当中，茅台相对说还不错，上周五之前一度收红，跟同期这个大牛股相比，其实站在了同一起跑线上；很多消费类的行业指数也从末尾开始慢慢向中游、往上走一点。这种表现，我觉得更多来自风险偏好降低之后整个资金的行为或者流动性
。我们也知道，这个板块从2021年以来
持续下跌，今年比较差，持续下跌一直到今年6月份的时候，其实面临一个流动性非常明显的抽血现象。所以机构持仓、板块估值、市场关注度都已经降到了非常低的状态，机构持仓二季度的时候可能也就是1.6几，个别可能也就是0.97，很少，就是这么个样子。那么现在来看，当市场波动性变大，而这个板块又在那么低的位置，又是一种顺周期的符号化资产，所以随着宽基的流入，包括市场上科技基金的分流，包括一部分资金的涌入，这个板块上涨，我觉得应该都是比较不错、很容易理解的一个状态。这就是一个风险偏好降低过程当中，龙头白马这种票的配置情况。这样也说明我们的板块其实有这么一个防御属性和配置价值，这可能是8月份以来非常明显的一个改变。因为在六七月份的时候，我们这个板块还没有这种现象，其实没有特别强的赚钱效应，甚至没有说板块市场行情很差、我们还能走好的这么一个状态；那现在来看，其实有了。这样能说明这种配置需求和价值是存在的。
这是一个方面，就是在风险偏好下调的过程当中，我们板块的这种防御属性带来的配置价值，甚至是因为这种配置价值推动的行情上涨。另外，其实还有一些非常强的股票，比如像8月中下旬的快递（原文"快递山"），近期的惠泉啤酒（原文"汇泉啤酒"），以及像HHH国际（原文）这些公司。这些公司其实涨得跟市场不大一样，甚至跟食品饮料板块也不大一样。我们甚至能发现，当食品饮料板块不是特别好、或者说没有明显上涨、甚至有可能在下跌的时候，这些公

司反而会表现非常好；但是最近，当食品饮料板块有资金流入、有上涨甚至超额，相对和绝对收益都有的时候，可能这些公司反而在下跌、在回调。所以它跟主流的食品饮料板块标的有点像背着来，是这么一个状态。这两个很典型，HHH国际可能还不大一样。所以我把这个归结为食品饮料板块当中另一类股票的投资特点、一个范式。这就是我们板块现在的两种表现。
对于第一点，我相信大家都很好理解。这个我们可以说是市场的一个对立面，或者说是科技

的对立面。这个板块是因为位置比较低，有筹码，有配置价值。我觉得这个会一直存在，当市场波动性变大的时候，我们的板块一直会有这种价值。核心的原因，不是说真的是资金的因素，核心在于我们这个板块是超跌了的。就是跟市场预期相比，我们的板块肯定是超跌了的：比如大家对产业趋势的判断、大家对行业周期规律节奏的把握、大家对于未来业绩成长性的这种置信度，都存在分歧；其实这个板块已经是超跌的一个状态，很多公司早已经跌透了。我们觉得这是一个非常有价值的状态，那这个时候，对于一些做绝对收益的产业资金、经营资金，其实他们也一直在买。那我们觉得，既然有了最近这种符号化上涨和艺术性特征的上涨，对于后续我们板块的资金流入，应该是一个非常好的、有意义的信号。所以我们相信，当后续股票上涨之后，估计会有一定的滞后，或者说慢于行情，但板块本身的防御属性，核心原因还是在于位置低、跌出的价值，后面它其实一直有这种配置价值，不用太过纠结和担心。所以我们对于板块是比较乐观的，核心原因是便宜了、跌了5年了，一直跌到今年6月份的时候，因为流动性莫名其妙的原因超跌了。那这时候，我相信市场上所担忧的所有产业问题、公司问题，包括流动性的问题，都已经反映在里边了。后面更多的还是来自一种资金风险偏好的修复。所以基于这个角度，对于我们的大票，我们认为大家不用再较真或者纠结它的业绩有多差、或者说这里边有哪些不好的地方，而应该更多去发现企业价值是否已经跌到位了。这个时候，我们其实可以大胆地以绝对收益的视角去推。所以我们对于现在以及往后一段时间，整个消费的投资是偏乐观的，核心原因就在这里：便宜、位置低，包括筹码都是一个非常有意思的状态，预期也是如此。

那另外一点，其实我们自己的感觉就是，结构性、进攻性的机会也慢慢涌现出来，像快递（原文"会计商"）也好，像惠泉也好，还包括HHH国际也好，这些公司其实涨幅是很好的，表现是非常不错的。这些公司并不是像市场想象当中那样"消费没有贝塔、没有人关注"，实际上它们的涨幅很好，市场对于这种有变化的公司、有蓄势的公司也是非常认可的。消费行情或者消费市场还是足够大的，大到小的品类、小的公司做个转向、做个调头、做一些改变和改善，是能够得到一个正反馈的。这是我们现在的状态。在这种情况之下，我们认为很多个股在有改善的情况下，会有非常强的超额；如果能把自己的需求趋势、竞争趋势，包括变革的趋势讲清楚，那超额的机会和空间会更大。我觉得这跟2015年到2016年初的时候消费的行情是非常相似的。那个时候，大家对于行业没有特别强的需求预期，也就是说没有贝塔，但是对于很多个股，比如想做一些事情、想做一些新的增长点、想做一些增长的新市场突破尝试的，还是给予了非常非常高的价格。其核心在于，这个公司确实很小、确实很低、确实很便宜，那这时候它如果做一些尝试做成了，其实还是可以的。你像当年的黑芝麻、恒顺醋业、百润，其实都是有不错的表现的。我觉得这个时候，对于这种公司还是值得重视的。所以我们觉得明年、或者现在涨明年的时候，消费的行情有点像翻石头，就是把一些很小的公司翻出来，挖掘这种个股的机会、一个非他（原文）机会的超额机会。这些公司可能就是要挨个去找。

所以基于这两个点，我们认为当下食品饮料板块总体是有配置价值的，它成为避险的一环也好、防御的一环也好，它总是有明确的价值，就是资金是愿意来的，不是白跑一趟，还是有不错的收益。在这种情况下，我们这个板块有比较不错的配置机会。那有超额收益、或者说非常不错的地方，可能更多来自自下而上发生变化的这些公司——他们如果讲出了自己的改革改善逻辑、需求的叙事，我们觉得是非常不错的投资机会。目前来看，非常明确的应该是像啤酒这类公司，后续可能还会有像天安（原文）等，包括百合（原文）这些公司其实也有类似的逻辑，我觉得应该都会有一个比较不错的表现。

所以我们总体来看，消费无论是茅台这种大公司的上涨，还是像快递（原文"会计商"）这种小公司的上涨，其实我们这个板块已经实现了赚钱效应。这样就跟七八月份不大一样：七八月份我们明显感觉到，市场整体更乐观，而对于消费还是觉得是一种机会成本；那现在对我们而言，它不光不是机会成本，还能赚点收益。所以我们这时候对这个板块是积极乐观的。也许现在大家都在讲反弹，我相信市场应该也确实会迎来不错的表现，因为现在确实是莫名其妙跌的原因太多了。那后面我相信我们的板块价值依然在，不光是单纯的防御属性，因为跌了之后有赚钱效应，这种防御属性会升级，升级到后续可能还会有一些系统性的配置机会，也就是传统消费行业传统核心资产的估值修复。所以我们觉得板块是可以积极配置的，尤其是绝对收益的视角。相对收益的话，可能取决于成长型公司的景气度问题，成长性的公司还会比较多；但绝对收益视角来看，

我们板块其实有很多标的都是可以大胆、积极去配置的。这是我们的一个主要观点和想法。因为如果以翻石头的视角去看各种公司，它可能是不能先行预判的，要去密切地跟踪和调研。我们觉得三季度之后应该有一个非常长的时间窗口期，可以做上市公司调研的跟踪，我相信应该会有不错的投资机会。后续我们会通过其他形式、电话会的形式，不断跟大家进行沟通和汇报，给大家提供更多的投资机会。以上就是我这次电话会的主要内容，感谢大家。