



2026 年 10 月投资策略报告

-持币过节，稳健布局

日期：2026 年 9 月 30 日

出具机构：股掌柜证券投资咨询有限公司

核心要点：

历史上国庆节后存在修复倾向，但近两年节前抢跑特征显现，日历效应不宜机械外推。当前美股科技相对占优、A股成长承压，提示外部利率不足以完整解释调整，前期强势方向的获利兑现、筹码换手及成交占比回落可能放大波动，后续需关注资金承接与交易结构能否企稳。中美元首会晤有助于缓和外部不确定性，但积极预期已有提前交易，行情持续性仍取决于合作落实及国内基本面、政策和流动性。与此同时，海外AI模型性能提升、推理成本下降，为应用扩张提供支撑，产业主线尚未发生根本变化。

产业趋势方面，近期AI最主要的变化，在于模型厂商正形成分层收费体系：顶级模型依托复杂推理和专业任务能力维持价格溢价，中端模型通过性能升级与适度降价争夺企业客户，轻量化模型则依靠低价、高频调用扩大市场份额。同时，厂商通过缓存折扣、峰谷定价，降低智能体运行成本。整体来看，模型性能与推理性价比同步改善，厂商加快构建分层定价体系，为企业级智能体的规模化部署创造条件。

投资建议：第一，AI 算力链上部分供需紧缺且存在技术迭代的环节，关注：光模块、电子布、MLCC、存储等；第二，油价下跌反而可能释放全球对能源的补库需求，石油、油运为代表的能化链将继续受益；第三，医药创新链上的创新药、AI4S 及科研服务平台、CXO，以及不断推进的脑机接口等。



一、8月经济运行图景：工业与服务业走势不同，房地产呈现三重分化

当前经济形势可以概括为八个字：总量承压、结构分化。8月经济数据释放出一个较为鲜明的信号：经济运行并非同步回升或回落，而是在不同部门、不同市场之间呈现出更强的结构性分化，表现为工业生产较好与服务业回落的分化以及房地产总体下行时的内部三重分化。

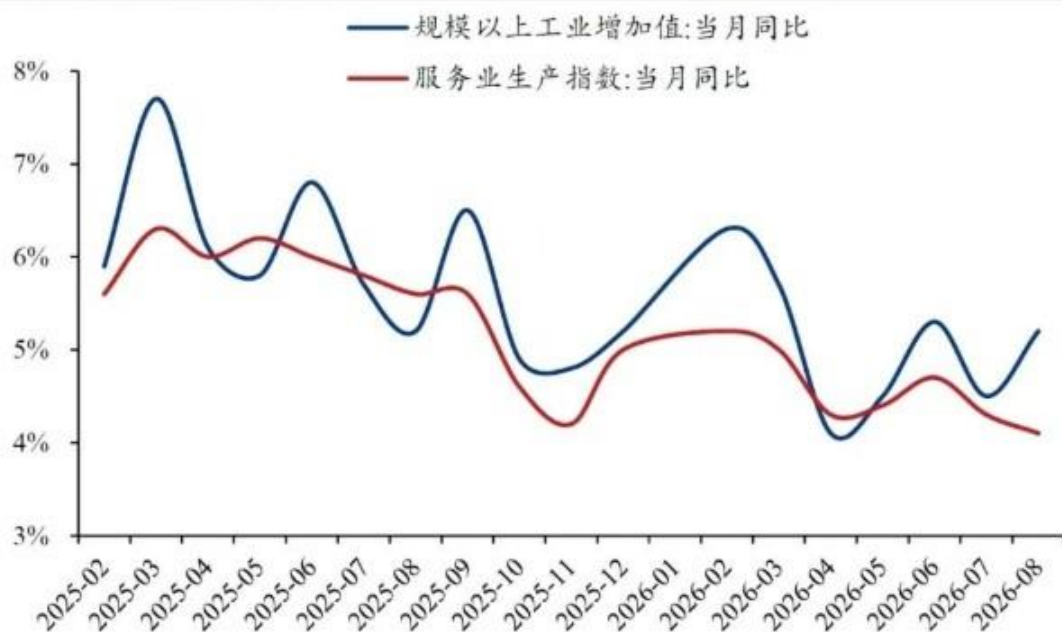
其一，工业生产改善，得益于出口较好、新兴制造保持较强韧性。其二，服务业和传统内需行业偏弱，源自消费、投资和房地产相关需求仍然偏弱。其三，房地产市场总体继续下行的背景下内部出现新变化和分化，一线城市与低能级城市、新房与二手房、改善型住房与普通住宅之间的表现进一步分化。经济增速换挡、动能转换的背景下，结构性分化正成为观察当前经济运行的一条重要主线。

1.1 外需与新动能支撑工业，内需偏弱制约服务业

8月，规模以上工业增加值同比增长 5.2%，较 7 月加快 0.7 个百分点；服务业生产指数同比增长 4.1%，较 7 月回落 0.2 个百分点。消费、投资需求偏弱，对传统工业和服务业形成制约；出口保持较快增长、新兴制造景气度较高，带动相关行业订单改善，叠加能源生产边际修复，共同支撑工业生产回升；服务业则受到国内需求放缓的明显拖累。



图表1：8月规上工业增加值同比回升，服务业生产指数同比回落



来源：wind

（一）消费和投资需求偏弱，传统工业与相关服务业同步承压

8月社会消费品零售总额同比增长0.4%，较7月回落0.2个百分点。其中，限额以上单位汽车类零售额同比下降18.5%，家具类和建筑装潢材料类分别下降7.9%和11.8%；家电类增长2.3%，通讯器材类增长27.3%。消费增长集中于通讯器材等少数品类，汽车及住房相关大宗消费仍然低迷。促消费政策效果边际减弱，房地产市场调整以及居民预期偏谨慎，共同制约耐用品消费。

投资端延续下行。1—8月固定资产投资同比下降7.2%，其中，制造业投资下降2.3%，基础设施投资下降4.0%，房地产开发投资下降19.9%。销售回款和融资来源收缩继续抑制房地产投资，企业盈利分化、外部环境不确定以及项目施工受天气影响，可能对制造业和基建项目推进形成一定影响。



需求走弱影响相关行业生产。8月非金属矿物制品业增加值下降4.1%，水泥、玻璃等地产和基建链产品继续承压。服务业方面，居民消费放缓影响零售、餐饮和生活服务，房地产调整压低中介、物业、评估、按揭和设计等活动，企业投资谨慎则减少租赁、招聘、咨询和市场推广需求。

（二）出口和新兴制造带动订单改善，能源生产边际修复，支撑工业生产回升

8月制造业订单有所改善。制造业PMI新订单指数由48.5%升至50.6%，新出口订单指数由49.6%升至50.1%，均进入扩张区间；规模以上工业增加值环比增长0.54%。订单回升带动制造业增加值同比增速由5.5%升至6.1%，成为工业总增速上行的主要来源。

出口需求对相关制造行业的订单和生产形成直接支撑。按美元计价，8月出口金额同比增长25.0%，其中集成电路和自动数据处理设备及其零部件出口金额分别增长129.8%和76.5%。电子信息、设备等产品出口较快增长，一方面直接增加相关行业外需订单，另一方面通过零部件、原材料和配套设备采购向产业链上下游传导，从而带动制造业整体订单边际改善。

新兴制造自身也保持较高景气，并进一步强化订单支撑。8月高技术制造业和装备制造业增加值分别增长16.7%和12.1%；计算机、通信和其他电子设备制造业增长17.2%，电气机械和器材制造业增长9.9%，通用设备制造业增长9.8%。锂离子电池、工业机器人和3D打印设备产量分别增长57.2%、34.6%和29.9%。全球人工智能相关资本开支、国内数字化改造和新能源产业发展，持续增加对电子元器件、电气设备和智能装备的需求。



采矿业增加值同比降幅也明显收窄，由 7 月的 4.2%收窄至 8 月的 1.4%，减少了对工业总体增速的拖累。国际能源市场波动、国内能源保供以及夏季用能需求对煤炭、油气生产形成一定支撑。8 月煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业出厂价格同比分别上涨 26.6%和 10.5%，价格改善也有利于增强相关企业稳产动力。总体看，能源保供、季节性需求和价格因素可能共同推动采矿业生产边际改善。

（三）现代服务业保持较快增长，国内需求相关服务有所放缓

8 月信息传输、软件和信息技术服务业生产指数增长 9.6%，较 7 月加快 0.3 个百分点；租赁和商务服务业增长 9.0%，交通运输、仓储和邮政业增长 4.8%。人工智能应用、企业数字化转型以及工业和外贸活动，对信息、软件、物流和部分商务服务形成较强支撑。

但服务业整体增速由 7 月的 4.3%回落至 4.1%，表明现代服务业高增长尚未完全抵消其他行业的放缓。1—8 月服务零售额同比增长 4.9%，较前 7 个月的 5.0%略有回落；8 月餐饮收入增长 1.1%，服务业商务活动指数为 49.3。居民就业和收入预期仍偏谨慎，住户信贷扩张动力较弱，可选服务消费的恢复力度有限。

新房销售偏弱，会减少中介、评估、装修设计等交易相关服务需求；房地产开发投资收缩，则影响工程设计、咨询、租赁和市场推广等项目相关服务。民间投资下降也意味着企业扩产、开店和新项目减少，从而抑制部分商务服务需求。信息软件等现代服务业虽然保持较快增长，但目前尚不足以完全对冲国内需求相关行业放缓的影响。



总体来看，8月工业增速回升而服务业增速回落，反映内需偏弱背景下不同部门支撑力量存在明显差异。汽车、家具、建材消费以及房地产和民间投资下降，同时抑制传统工业和相关服务业；出口保持较快增长、新兴制造景气度较高，带动电子、装备等行业订单和生产改善，叠加采矿业修复，促进工业生产加快。工业还可以通过出口、企业采购、库存调整和既有产能利用缓冲短期内需波动，而多数服务产品更依赖居民和企业的当期消费。因此，当前工业回升更多体现结构性韧性，经济修复的均衡性仍有待提高。

1.2 制造业投资：7月油价反弹压制企业投资意愿

2026年1-7月固定资产投资累计同比增速为-6.7%，低于WIND一致预期的-6.1%，也低于1-6月累计同比增速的-5.7%。7月单月的固定资产投资同比增速从6月的-10.0%继续下行至-12.8%，下行出现边际加速。其中，相对于上月，制造业投资同比增速下行1.1个百分点至-4.4%，基建投资同比增速下行4.5个百分点至-14.7%，房地产投资同比增速回落2.7个百分点至-28.7%。不过由于房地产开发投资所占权重已经持续回落，因此房地产开发投资的跌幅并未对整体的固投构成较大的拖累。

二、地产仍处调整期：房价表现分化，行业发展模式加快转变

房地产仍是今年经济的主要拖累项。1—8月，全国新建商品房销售面积和销售额同比下降12.1%和13.0%，降幅较上年同期扩大7.4个和5.7个百分

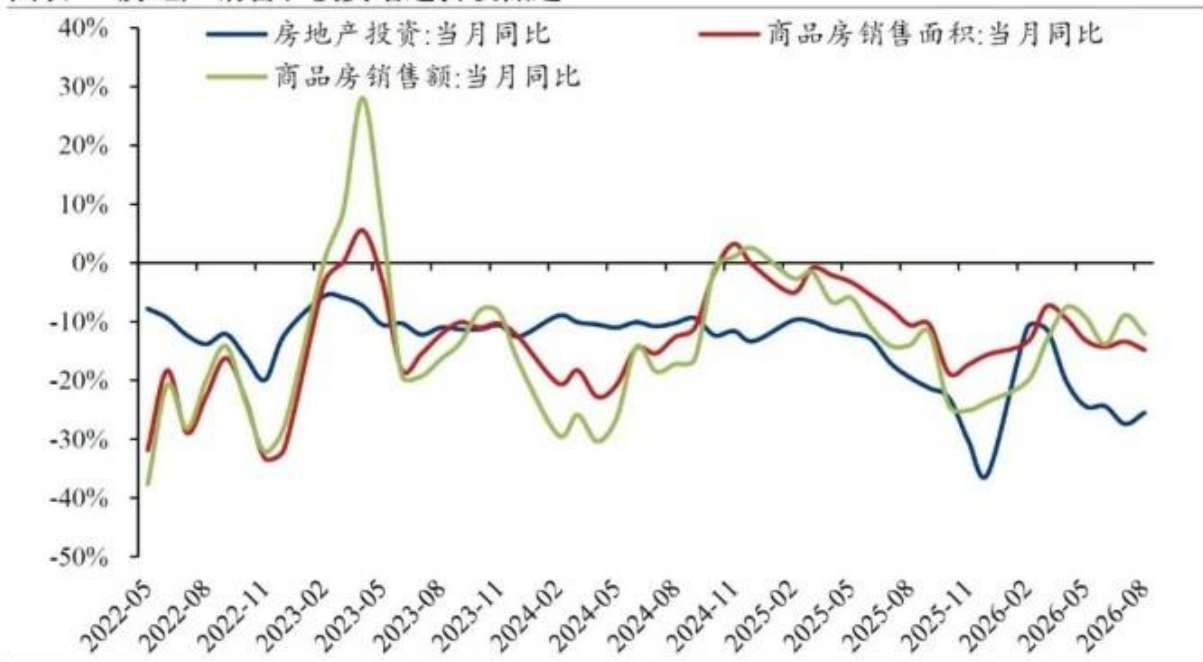


点；房地产投资同比下降 19.9%，降幅较上年同期扩大 7.0 个百分点。销售回落制约房企资金回笼，进而压低拿地、开工和投资意愿，房地产市场的负向循环尚未完全打破。

与此同时，房地产市场也出现一些新的变化。房价同比降幅逐步收窄，一线城市率先企稳，部分核心城市改善型住房表现相对较好，但多数城市房价仍在下降，市场修复主要体现为结构性改善。

更值得关注的是，8 月底商品住房销售和房地产融资制度出现重要调整。预售条件进一步提高，现房销售加快推进，购房资金监管进一步强化，预售住房个人按揭贷款发放时点后移，房地产开发融资也更加突出以具体项目为核心的风险管理和资金闭环。上述变化意味着房地产行业过去较为依赖预售回款、高周转和房企主体信用扩张的发展模式将逐步调整。

图表2：房地产销售和投资增速仍较低迷



来源：wind



（一）分城市能级看：一线城市率先出现企稳迹象，低能级城市调整压力仍大

8 月，一线城市新房和二手房价格环比均上涨 0.1%，二线城市分别下降 0.1%和 0.3%，三线城市分别下降 0.2%和 0.3%；同比看，一、二、三线城市新房价格分别下降 0.9%、2.7%和 4.1%，二手房价格分别下降 2.7%、4.9%和 5.6%。房价表现与城市能级高度相关，一线城市已经率先出现环比企稳，二线城市仍处于弱调整阶段，三线城市的价格压力最为明显。

这种差异主要来自住房需求基础和库存状况的不同。一线城市和部分强二线城市产业、就业和公共服务资源集中，人口吸引力相对较强，刚性和改善性需求具有一定支撑，核心区域住宅又具有稀缺性，因此价格能够率先企稳。部分三线城市则同时面临人口流入不足、住房存量较大和新增需求有限等问题，市场仍需通过降价消化库存。

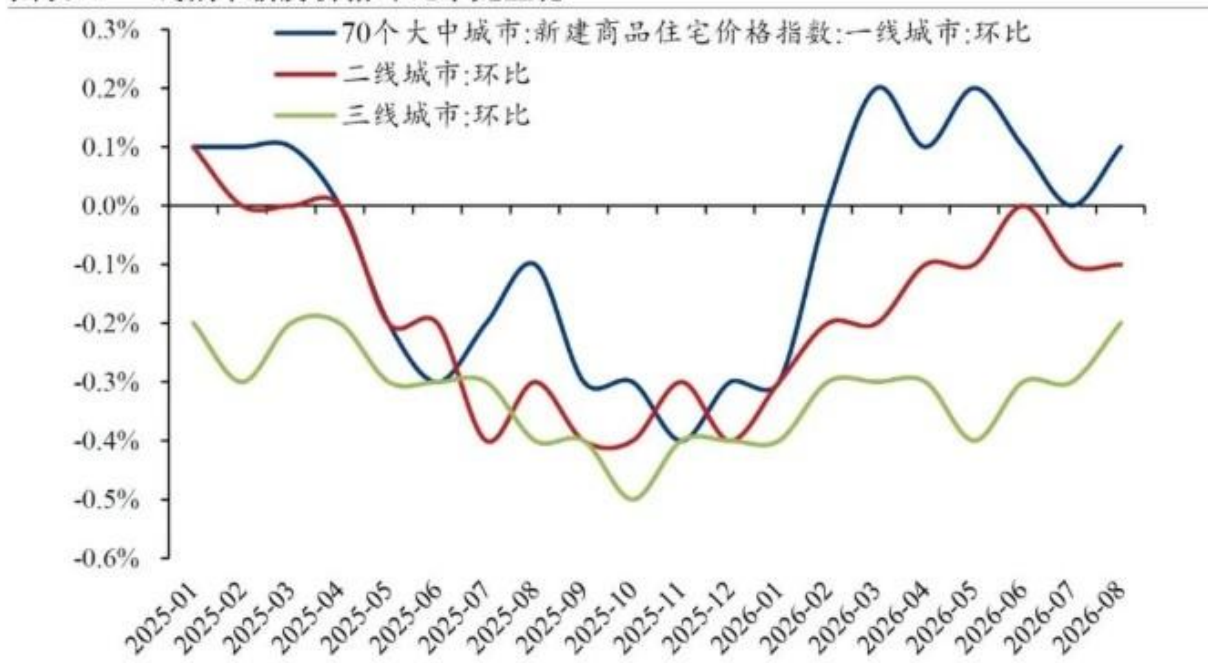
一线城市内部同样存在明显分化。8 月，上海、广州和深圳新房价格分别环比上涨 0.4%、0.1%和 0.2%，北京下降 0.2%；上海和深圳二手房价格分别上涨 0.3%和 0.1%，广州持平，北京下降 0.1%。

其中，上海表现相对较强，改善型住房形成明显支撑。上海 144 平方米以上新房价格环比上涨 0.9%、同比上涨 5.5%，三个面积段的二手房价格也全部环比上涨，显示改善型新房需求和二手房置换需求均较活跃。北京三个面积段的新房价格均环比下降，144 平方米以上二手房价格下降 0.5%，价格调整范围相对更广。总体看，上海的相对强势可能与优质改善项目集中成交以及置换链条较为顺畅有关；北京则可能受到在售项目结构和二手房议价压力



等因素影响。

图表3：一线城市新房价格环比率先企稳



图表4：一线城市二手房价格环比也好于二三线城市



来源：wind



三、美联储用鹰派加息重塑公信力

3.1 美联储重启加息，市场进一步交易“紧缩”

美联储 9 月会议加息 25 bp 至 3.75%—4.00%，符合市场预期，但美联储释放的信号较为鹰派，超出了市场预期。

首先，这次加息的决议是全票通过（12 比 0），没有任何官员反对。相较于 7 月会议上 9 比 3 的分化局面，当前的紧缩已成为美联储官员的一致共识。

其次，点阵图显示年末利率中值从 3.8%上调至 4.1%，暗示年内或还有 1 次加息。在 18 名提交预测的官员中（不含沃什），12 人预计再加息一次，4 人预计再加息两次，只有两人认为年内不需要再加息。这表明，多数官员倾向于继续紧缩。对于 2027 年，尽管点阵图显示利率中值维持在 4.1%不变，但仍有 8 名官员认为还需要再加息一次。

点阵图上修的基础是，官员们对增长和就业前景更为乐观，但认为通胀回落需要更长时间。官员们上调了今、明两年年末实际 GDP 增长预测，分别由 2.2%、2.3%上调至 2.3%、2.4%；同时下调了失业率预测，均由 4.3%下调至 4.1%。通胀方面，今年末整体及核心 PCE 通胀预测分别由 3.6%、3.3%上调至 3.7%、3.4%，明年则维持 2.3%、2.5%不变。这些调整与我们前瞻报告预测的“鹰派加息”基本一致。

在记者会上，沃什的表态也较为鹰派，他把通胀问题摆在了最突出的位置，并一直强调通胀才是当前的主要问题（inflation is the problem）。比如他



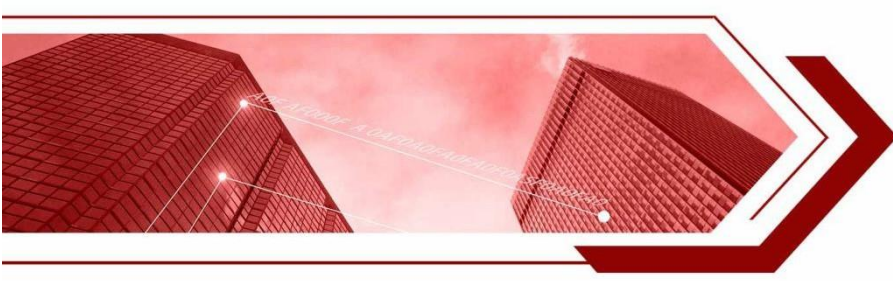
表示：“一个基本事实是通胀在过高的位置停留了太长时间”；“今年夏季的通胀数据，并未让我看到通胀趋势有实质性改善”；“无论从 6 个月还是 12 个月口径看，仍有太多分项的价格涨幅超过 3%”。

沃什想传递的信号非常清晰：当前美国经济强劲、劳动力市场稳定，主要问题就是通胀过高。美联储既有空间、也有责任应对通胀。往前看，只要通胀无法有效放缓——哪怕通胀的来源是油价这类供给冲击——美联储也需积极应对。

与此同时，沃什还做出了另一种暗示：加息有利于缓解普通民众的压力。沃什表示，经济上最弱势的群体往往缺乏金融资产、主要依靠工资维持生计，高通胀会直接侵蚀其购买力，因此他们最能从价格稳定中受益。实际上，对美国民众而言，过去五年通胀居高不下，早已不是一个纯粹的经济问题。在中期选举临近之际，控制通胀反而可能比刺激增长更符合当局的利益。

往前看，由于美国投资与制造业处于上行周期，加上点阵图的指引，不排除美联储进一步加息。但最终是否加息，仍取决于经济数据，尤其是油价的走势。退一步讲，即使加息，节奏也会更慢、斜率也更平坦，不会重演 2022 年那种陡峭的加息路径。此外，我们不认为美联储会以显著牺牲经济增长为代价而推进加息；相反，若继续加息，大概率是建立在经济与劳动力市场依然强劲的基础之上。

对市场而言，这次会议传递了较为明确的抗通胀信号，有利于修复美联储的政策公信力。一个直接体现是：两年期美债收益率上行，而 30 年期基本走平，收益率曲线进一步平坦化，美元大涨，黄金下跌。美股在沃什记者会



期间出现较大波动，但我们认为这更多受到了沃什表达方式略显生硬的影响。如果美联储政策信誉修复，市场此前因政策不确定性而要求的风险溢价也有望逐步回落，长期来看也有利于市场稳定。

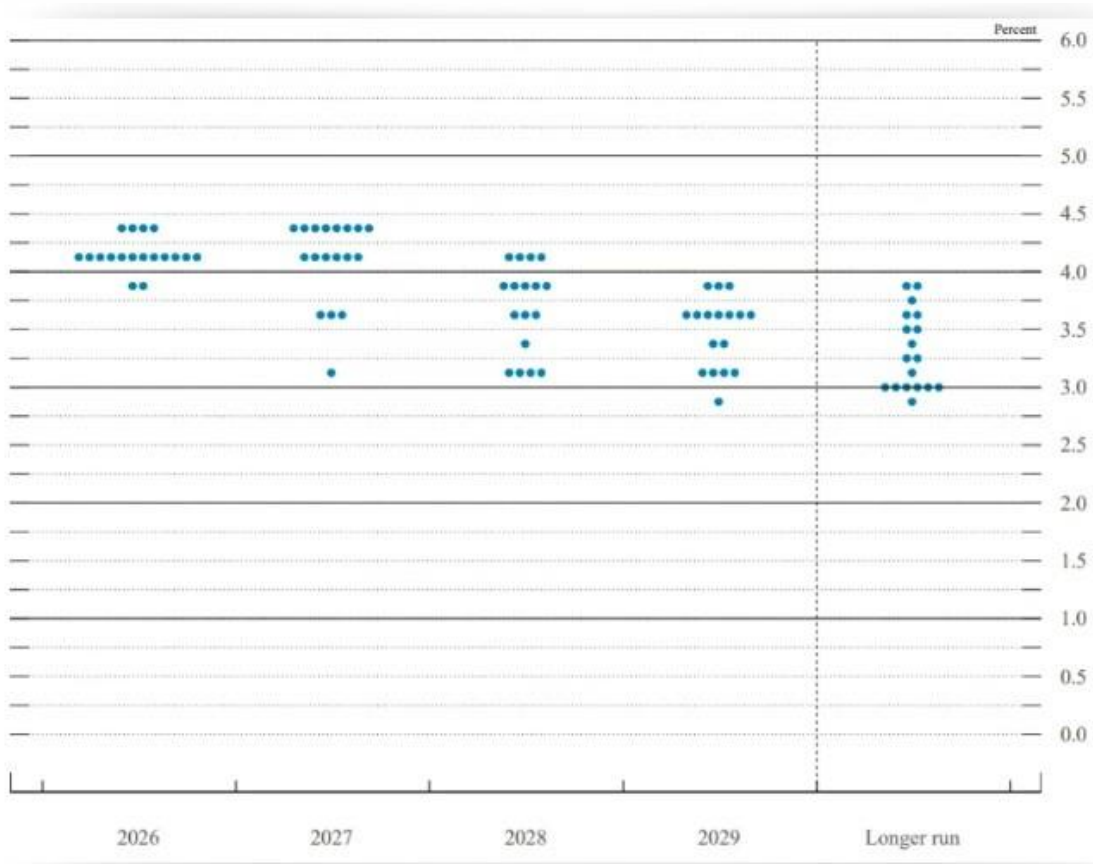
美联储对经济指标的预测（9 月）

	预测中值				
	2026E	2027E	2028E	2029E	长期
Q4 实际GDP增速（%）	2.3	2.4	2.2	2.1	2.0
6 月预测	2.2	2.3	2.2		2.0
Q4 失业率（%）	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2
6 月预测	4.3	4.3	4.2		4.2
Q4 PCE通胀（%）	3.7	2.3	2.1	2.0	2.0
6 月预测	3.6	2.3	2.0		2.0
Q4 核心PCE（%）	3.4	2.5	2.2	2.0	
6 月预测	3.3	2.5	2.1		
年底联邦基金利率（%）	4.1	4.1	3.9	3.6	3.2
6 月预测	3.8	3.6	3.4		3.1

来源：wind



美联储 9 月点阵图



来源：wind

3.2 美国 K 型分化下的加息逻辑

美联储将本次加息定义为“取消宽松”（remove accommodation），并重申原本的利率水平难以被定义为“限制性”。在缺少前瞻指引的背景下，我们需要思考美联储重启加息的真实考量，更有必要讨论美国政策利率的“合理”水平，以便进一步研判未来利率路径。

（一）本次加息背景：油价反弹、海外加息，美联储难以“按兵不动”

美联储重启加息，除了沃什不断强调的经济韧性和通胀偏高等因素，还有两大重要背景：一是地缘局势反复引发油价反弹，国际油价破百，高油价



延续性已超过 2022 年俄乌冲突；二是欧央行、日本央行等已率先加息，市场对美联储加息的预期升温，美债收益率提前上行。如果美联储继续“按兵不动”，市场可能担忧未来美联储“犯错”并以更大幅度加息来补救，更不利于债市及金融市场稳定。

（二）市场影响：美债收益率上行风险犹存，美股“AI 牛市”面临更大不确定性

美债方面，近期长债收益率上行因素中，美联储加息预期升温仅是部分原因，多因素已经导致长债收益率处于上行趋势。未来一段时间，市场可能对于美联储后续加息节奏保持猜测和担忧，这一不确定性可能抬升期限溢价，导致长端美债收益率高位运行。

美股方面，需要进一步关注高利率对“AI 牛市”的潜在冲击。近期美国 AI 安全和风险问题抬头，引发行业监管收紧和产业发展减速的担忧，AI 发展的乐观预期可能出现阶段性松动。在此背景下，美股“AI 牛市”能否持续免疫高利率的影响，存在更大不确定性。

四、9 月行情回顾

4.1 A 股市场主要指数跌多涨少，北证50表现较好

A股市场主要指数涨少跌多，市场结构分化。主要指数中，北证50表现相对较好，上涨1.09%；中小100、创业板指表现不佳，分别下跌2.65%、2.48%。本周日均成交额19135亿元，环比增长5.7%。



A股市场冲高回落，主要原因包括：（1）海外利率压力再度上升，美国长端国债收益率处于高位，9月24日10年期美债收益率升至5.2%以上、30年期升至5.4%以上，叠加美联储可能进一步加息预期，对全球成长资产估值形成压制；（2）市场期待中美高层沟通外交成果，重大外事结果尚未落地并存，风险偏好趋于谨慎；（3）国内流动性相对保持宽松，央行9月23日盘后宣布24日开展8000亿元MLF操作，较当月到期量净投放2000亿元，并加大国庆前后短期流动性呵护，但更多起到缓冲作用，未能完全抵消风险偏好的压制。

从行业上看，本周申万一级行业涨少跌多，房地产（2.28%）、煤炭（2.10%）、美容护理（1.75%）等表现相对较好；有色金属（-4.16%）、通信（-3.05%）、电力设备（-2.50%）等表现相对较弱。涨跌原因看，房地产（住建部明确房地产市场供求关系发生重大变化、进入存量时代两个转变，并提出构建房地产发展新模式，成为主要催化；叠加9月20日公积金新规正式施行以及板块整体处于相对低位）、**煤炭**（山西连续三个月减产、供给恢复偏慢，9月动力煤和炼焦煤价格维持高位，支撑板块景气预期）；**有色金属**（长端美债收益率维持高位、加息预期升温，贵金属承压并带动资源品风险偏好下降）、**通信**（前期AI互联方向涨幅较大，海外光通信板块走弱叠加高利率压力，资金出现集中兑现）。

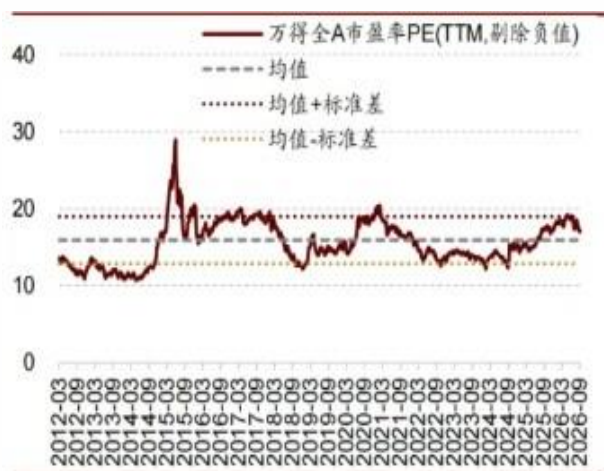
4.2 整体 A 股估值水平下行

本周整体 A 股估值水平下行。截至 9 月 24 日收盘，万得全 A 指数 PE（TTM）为 17.1，处于历史估值水平（10 年以来）的 63.2%分位数。创业板

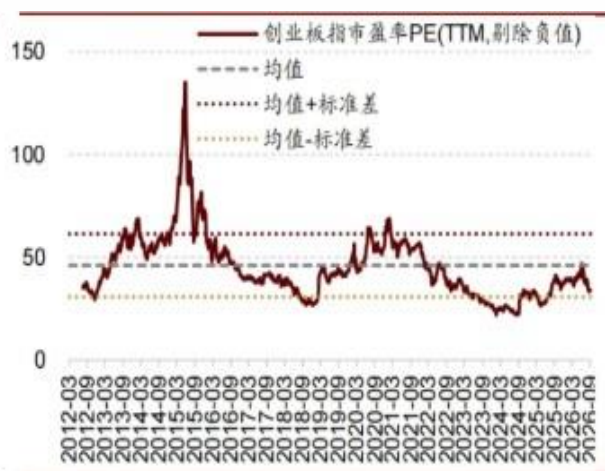


指 PE (TTM) 上行 0.4 至 33.9，处于历史估值水平的 20.5%分位数。代表大盘股的沪深 300 指数PE (TTM) 下行 0.1 至 12.7，处于历史估值水平的 62.5%分位数。代表中小盘股的中证 500 指数PE (TTM) 上行 0.7 至 27.0，处于历史估值水平的 50.7%分位数。

万得全 A 指数 PE(TTM)



本周创业板指 PE(TTM)



沪深 300 指数 PE(TTM)



中证 500 指数 PE(TTM)



来源: wind

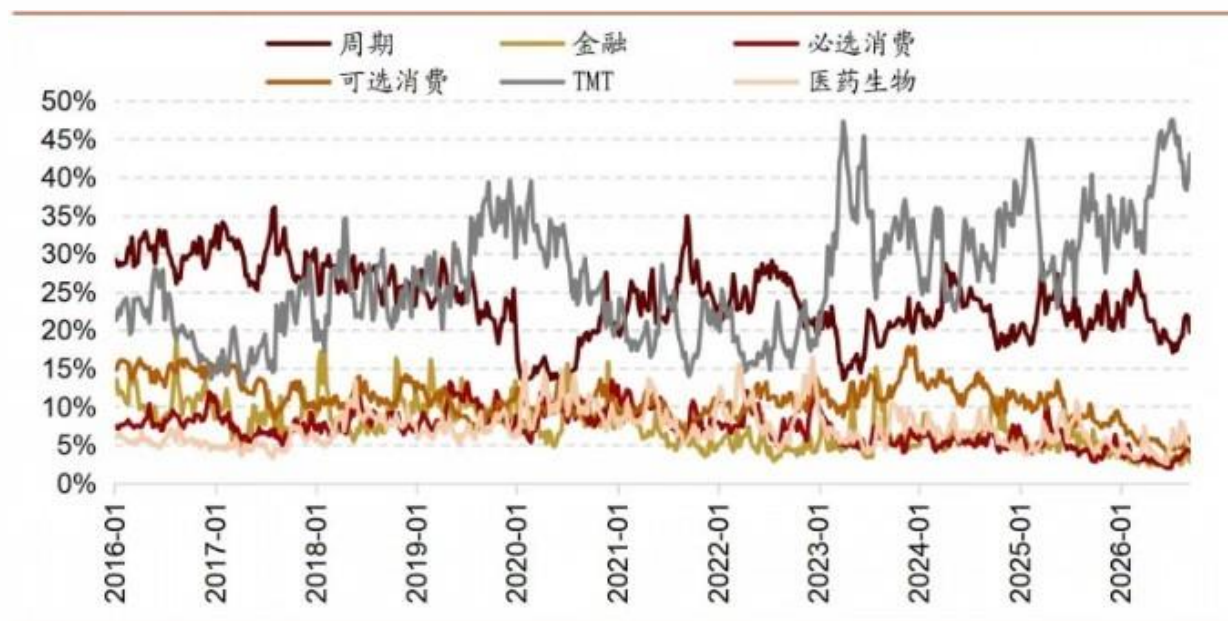
4.3 TMT 成交额占全市场比重回升至 43%后又出现下降

随着海外货币政策预期逐步明朗、外部扰动边际缓和，资金重新向 AI 硬件、半导体、电子和通信等方向集中。科技板块成交额占全市场比重回升



至 43%，前期筹码消化后，科技交易活跃度正在恢复。从内部结构看，资金并未平均流入整个科技板块，而是优先选择景气度较高、产业催化较强的细分领域。市场在重新确认科技方向的主线地位，但自临近中秋节和国庆节时市场行情出现突变，科技板块出现大幅度下跌，预估TMT板块交易拥挤度出现一定程度回落。

科技板块拥挤度边际上行



来源：Wind

五、10月行业配置：聚焦AI算力链、石油和油运为代表的能化链、医药创新链三大方向

国内方面，8月经济数据呈现“生产端边际回升、总量需求偏弱、新旧动能分化加剧”的特征。生产端，8月规模以上工业增加值同比增长 5.2%，较上月回升 0.7 个百分点，主要受出口强势和AI 产业周期拉动；需求端依旧偏弱，8月社零同比增幅收窄至 0.4%，1-8月固定资产投资累计下降 7.2%，



PPI 与 CPI 剪刀差维持 3.0 个百分点高位，上游涨价向终端传导不畅。结构上，8 月电子行业对全部规模以上工业增长的贡献率达 35.4%，集成电路制造等领域增速超过 30%，而地产链、传统消费继续承压，经济的新旧动能分化进一步强化。对 A 股而言，总量数据偏弱已被充分定价，市场对经济数据的反应趋于钝化，定价重心重回产业趋势和结构景气，相对更有利于成长风格。

海外方面，美联储如期加息但表态偏鹰，负面冲击的靴子落地。9 月 17 日，美联储宣布加息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间上调至 3.75%-4.00%，为本轮自 2023 年 7 月开启的宽松周期中的首次加息。由于近期就业强劲、通胀顽固，市场此前已将加息作为基准情形，相较加息动作本身，本次会议的鹰派表态更超预期：点阵图中位数隐含年内共有两次加息，16 位官员认为年内应再次加息；沃什首次在讲话中提及经济韧性对通胀的推升，并答记者问称劳动力市场偏强、通胀风险偏上行，会后全球风险资产普跌，市场预期 10 月与明年 1 月仍各有一次加息。但从对市场的影响看，我们仍倾向于将其定性为负面冲击的靴子落地：过去几周 A 股主要围绕海外宏观“折返跑”，鹰派加息落地后，短期内缺乏足够重要的宏观变量可供博弈，市场对宏观逐步脱敏、回归产业定价，或是可能性较大的路径；且美国 K 型分化下，传统经济与 AI 企业发债融资对利率均较为敏感，经济基本面并不支持美联储连续加息，后续更决定性的变量在于油价走势。宏观压制解除后，市场定价有望重回产业趋势与业绩兑现。

美伊冲突延续“非战非和”僵局，地缘扰动对风险偏好的压制边际钝化。9 月 11 日沙特东西输油管道遇袭后预防性停运，全球石油供应减少 4%以上；



原定 9 月 14 日举行的霍尔木兹海峡通航会议推迟，布伦特原油一度突破 109 美元/桶；特朗普表示正考虑是否重启对伊朗的大规模打击，但同时批准伊朗总统出席联合国大会的签证，施压与谈判并行，短期冲突仍以僵持为主。对 A 股而言，油价上行更多体现为资源品板块的结构性行情。

综合来看，当前正处于变盘节点，推荐积极布局。核心催化在于一方面美联储加息落地、利空出尽；另一方面，新一轮元首互动已经展开；同时随着外交信号增加以及沙特寻求通过其他渠道增加原油供应，油价从高位有所回落，压制市场的宏观因素正在逐步解除，市场定价有望重回产业趋势与业绩兑现。综合考虑内外因素，配置上建议关注宏观压制落地后的变盘节点，重点关注 AI 算力链、石油和油运为代表的能化链、医药创新链三大方向。

4.1 行业配置主线一：AI 算力链：光模块、电子布、MLCC、存储等

华为 AI 战略的核心是算力，加速十万亿规模的大模型训练和推理。9 月 17 日，华为全联接大会 2026 在上海启幕，会上华为副董事长、轮值董事长汪涛发表主题演讲，华为 AI 战略的核心是算力，坚持硬件变现，聚焦做好 AI 基础设施，打造智能世界的硅基黑土地，华为坚持围绕“超节点+集群”，通过系统架构创新构建竞争力，打造中国坚实算力底座，构建开源开放的算力生态，为世界构建新的选择。

华为推出全球首个 NPO 光引擎 Hi-ONE，正式发布了基于“灵衢+Hi-ONE”打造的昇腾 960 超节点。Hi-ONE 是业界首个量产的 NPO 产品，是行业目前最大传输能力的 NPO 产品，总容量达到 7.2T，也是唯一实现内置光源的 NPO 产品。作为全球首个采用 NPO 光引擎的超节点，昇腾 960 超节



点采用领先的正交架构和全液冷设计，基于灵衢实现内存统一编址，可扩展至 4096 卡规模，实现 8EFLOPS FP8、16EFLOPS FP4。昇腾 960 超节点用 5500 个 Hi-ONE，替代原本需要的 4 万 8 千颗 800G 光模块，功耗降低超 550 千瓦，系统无故障运行时间提升一倍，系统可用度达到 99.8%，加速前沿模型的训练与推理创新。

海量 **Agent** 并发与交互，鲲鹏超节点全新升级。华为将超节点架构引入通算系统，全新升级鲲鹏超节点，基于灵衢全光组网，最大支持 4096 节点，形成 256TB 统一内存池，可实现 **Agent** 更高密的沙箱、更快的沙箱启动速度和更好的 **Agent** 向量检索性能。同时，发布了基于灵衢 UnifiedBus 总线、支持“一跳直连”的 L3.5 层 PB 级 KV 缓存解决方案 OceanStor M900 集群。多个昇腾 960 超节点，采用灵衢网络或 RoCE 连接在一起，构建更大规模的超节点集群，通过二层 CLOS 四平面组网，最大集群规模可达到 51.2 万卡，再结合多轨道拓扑技术，最大可支持 100 万卡昇腾超节点集群。

华为超节点依托灵衢互联与 NPO 技术，将算力竞争由单卡转向系统级，当前已进入规模化商用阶段，带动光模块、电子布、MLCC、存储等产业链增量。建议关注供应链核心标的，把握国产算力集群放量机遇。



华为发布业界首个采用NPO技术的昇腾 960 超节点



来源：华为官网

4.2 行业配置主线二：石油、油运为代表的能化链

9 月以来，美伊冲突的影响持续升级，曼德海峡运力亦受到冲击，全球石油供需平衡持续恶化，国际油价再破百美元大关，成品油市场的短缺更为突出。鉴于冲突影响扩散、俄乌局势恶化、且此前库存消耗和延迟需求等“缓冲”被持续消耗，成品油和其他关键物资（包括农产品）所受冲击可能更大。

本文更新相关数据和分析。

我们初步结论是，石油供需平衡恶化的趋势可能进一步升级、且短期难以逆转——除了近期中东及俄罗斯等原油开采和运输基础设施进一步受损等因素外，此前对平抑全球油价（意外）做出较大贡献的“中国缓冲”可能也难以维持此前的体量。中国进口量意外大幅缩减对平抑全球油价作用显著，4-8 月中国原油进口同比下降约 320 万桶/天（降幅约三成），其中库存消耗和新



能源替代合计解释了进口降幅一半以上。新能源替代具有较强的持续性，而库存消耗只能提供阶段性缓冲。近期中国原油期货与海外价差已逆转、8 月原油进口边际反弹等都指向库存缓冲明显“变薄”。

全球库存水平自 7 月下旬以来再度回落、且下行斜率更为陡峭



资料来源：华泰研究公众号

原油运价连续新高，成品油运价亦高企

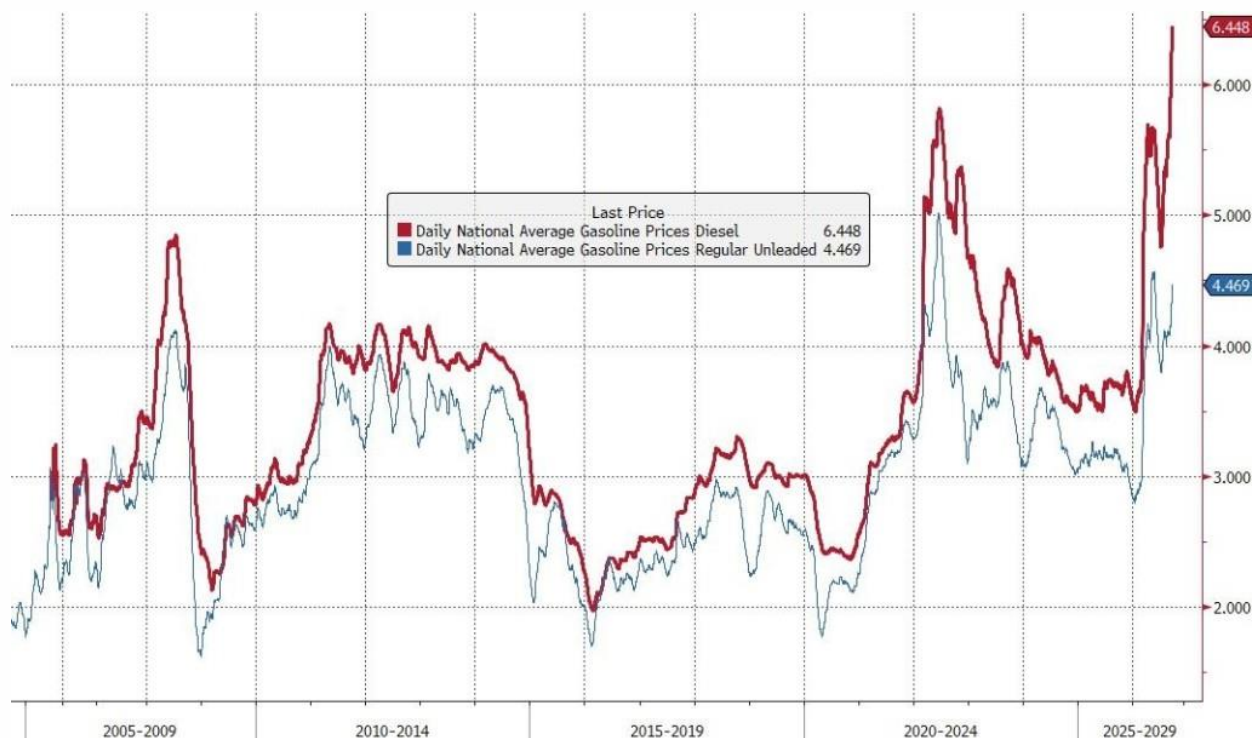
全球超级油轮市场正经历前所未有的供需紧张，运费飙升正令部分远洋原油贸易失去经济可行性，并深刻改变全球能源流向格局。

俄乌与中东两场战争同步冲击全球炼油体系，使得 8 月份全球柴油利润率达到历史新高，美国柴油平均价格涨至 6.45 美元，创历史新高。



美国全国汽油、柴油零售价（美元/加仑）

红线：柴油价 蓝线：普通无铅汽油价



来源：华尔街见闻公众号

全球最大大宗商品交易商之一 Trafigura（托克）集团首席经济学家 Saad Rahim 在彭博大宗商品投资者论坛上直言：将原油运往世界各地的成本从未如此之高。

交易商的担忧在于，高企的运费正令部分炼油商将长途进口原油加工成燃料的利润空间趋近于零，即便市场对柴油和汽油的需求依然强劲。高运费正迫使全球炼油商放弃远途货源、转而抢购近端供应。运力紧张已从超大型油轮蔓延至中小型船舶，全面推高各级别运费。

与此同时，油轮船东坐享暴利，全球最大油轮类股估值本周飙升至创纪录的近 700 亿美元。



4.3 行业配置主线三：医药产业链上的创新药、AI4S 及科研服务平台、CXO，以及不断推进的脑机接口

9 月 18 日，工信部、国家发改委等十部门联合印发《医药工业发展“十五五”规划》，重点围绕产业规模效益、创新发展、企业培育和集群发展等方面提出了“十五五”时期医药工业发展预期性指标。其中提到，规模以上医药工业企业营业收入超过 3.5 万亿元，创新药产业规模增速年均达到 20% 以上，全球年销售额超 10 亿美元的品种数量达到 5 个以上。

规划提到，支持医药工业企业瞄准医药前沿科技，开发一批新靶点、新机制、新药物类型的首创新药（FIC）和同类最优药物（BIC）。加快研发应用一批前沿性、引领性高端医疗器械。聚焦肿瘤、自身免疫性疾病、代谢性疾病、心血管系统疾病、神经系统疾病等重点领域，加大创新药械研发、生产、应用推广力度，加速形成一批拉动产业规模扩容的重磅产品。

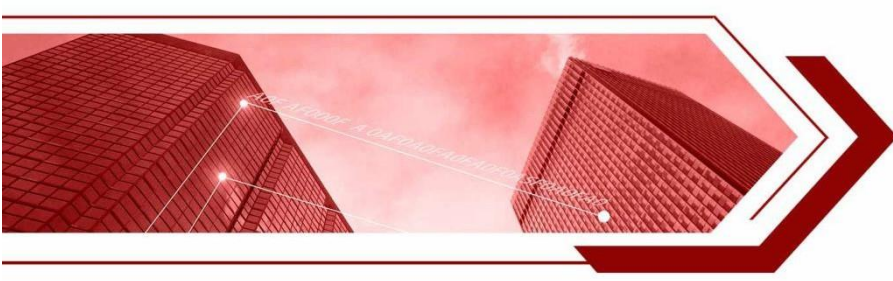
此外，国家医保局 15 日印发《关于试行高水平新技术新产品医疗服务价格项目预立项制度的通知》，明确探索建立医疗服务价格项目预立项制度，即在医疗领域新技术获准进入临床研究（生物医学新技术临床转化申请被卫生健康部门受理）、新产品获准进入药监部门创新医疗器械特别审查程序之日起，至正式获批临床应用前，可依申请开展价格预立项工作。

这意味着医保部门提前介入为医疗机构提供价格政策指引，助力新技术新产品正式获批后快速纳入医疗服务收费范围。这一制度的实施，将基本实现获批应用与价格立项无缝衔接，稳定收益预期，促进全民健康数智化发展，保障人民群众获得更加优质、更有效率的诊疗服务。



【免责声明】

本报告仅供股掌柜证券投资咨询有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告或推荐交易。本报告的信息来源于已公开的市场交易资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“股掌柜证券咨询”，且不得对本



报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。报告所引用信息和数据均来源于公开资料，股掌柜证券咨询力求报告内容和引用资料及数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与股掌柜证券投资咨询有限公司无关。本报告版权归股掌柜证券咨询所有，为非公开资料，仅供股掌柜证券投资咨询有限公司客户使用。未经股掌柜证券咨询书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。股掌柜证券咨询保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。