2026年11月投资策略报告

-构建底部，等待上行时机

日期：2026年10月30日　　出具机构：股掌柜证券投资咨询有限公司

核心要点：

市场表现复盘：A股多项指标已接近历史底部特征，ETF放量托底后反弹概率较高。流动性层面，成交明显缩量，换手率与缩量水平已接近历史大底区间；ETF持续放量净流入，以沪深300为主的宽基ETF盘中脉冲式净买入，历史上稳市后市场反弹概率较高。政策上，7月以来国新、诚通相继增持，稳市机制制度化特征增强，中长期资金入市有望成为下一阶段重点。

基本面上，市场底往往领先基本面底，当前盈利与PPI仍处2025年以来的改善趋势；9月总需求增速回升至3.0%，但外需强于内需，PPI与CPI增速差扩大至4.1个百分点，基本面对A股仍呈正向驱动。杠杆方面，融资资金持续净流出，日韩市场杠杆明显去化，海外传导风险可控。

投资建议：考虑到ETF放量托底后历史上市场反弹概率较高，短期或以震荡筑底和结构性机会为主，建议维持均衡配置。**行业上关注量价齐升的物理AI产业链链、供给约束或价格趋势上涨的能源与资源安全，以及低估值边际改善的化学制药等。**

请务必阅读末页的免责声明

一、2026 年三季度经济情况：增长回升，内需修复仍待巩固

1.1 总览：外需支撑增强，内需修复仍显分化

三季度实际 GDP 同比增长 4.5%，较二季度加快 0.2pct；季调环比增长 1.2%，较二季度提高 0.3pct。前三季度 GDP 累计增长 4.6%。同期，名义 GDP 同比增长 6.0%，隐含 GDP 平减指数上涨约 1.5%。**季度看，外需支撑增强，生产端景气有所提升，内需整体承压；月度看，9 月部分内需指标出现企稳迹象，持续性仍待验证。**

除此之外，部分可选品消费表现出现改善，一是国际贵金属价格持续调整后，部分金银珠宝消费需求开始释放，5 月金银珠宝消费同比跌幅自上月的 21.30%大幅收窄至 8.9%；二是，烟酒、饮料、纺织品、化妆品消费同比增速相对靠前，主要受到五一假期出游带动。

服务消费方面，餐饮消费同比增速小幅回落，但依然强于商品消费。据国家统计局，2026 年 1-5 月服务零售额增长 5.4%，商品零售额增长 1.2%。根据文旅部数据，“五一”假期，全国国内出游 3.25 亿人次，同比增长 3.6%；国内出游总花费 1854.92 亿元，同比增长 2.9%。

请务必阅读末页的免责声明

图1：三季度名义和实际GDP增速均有提升



资料来源：Wind

一是外需增长扩面，生产端景气有所提升。三季度出口增速进一步加快，非 AI 相关商品贡献了出口加速的主要部分。出口扩张带动工业生产加快，高技术制造业和装备制造业继续提供主要支撑。

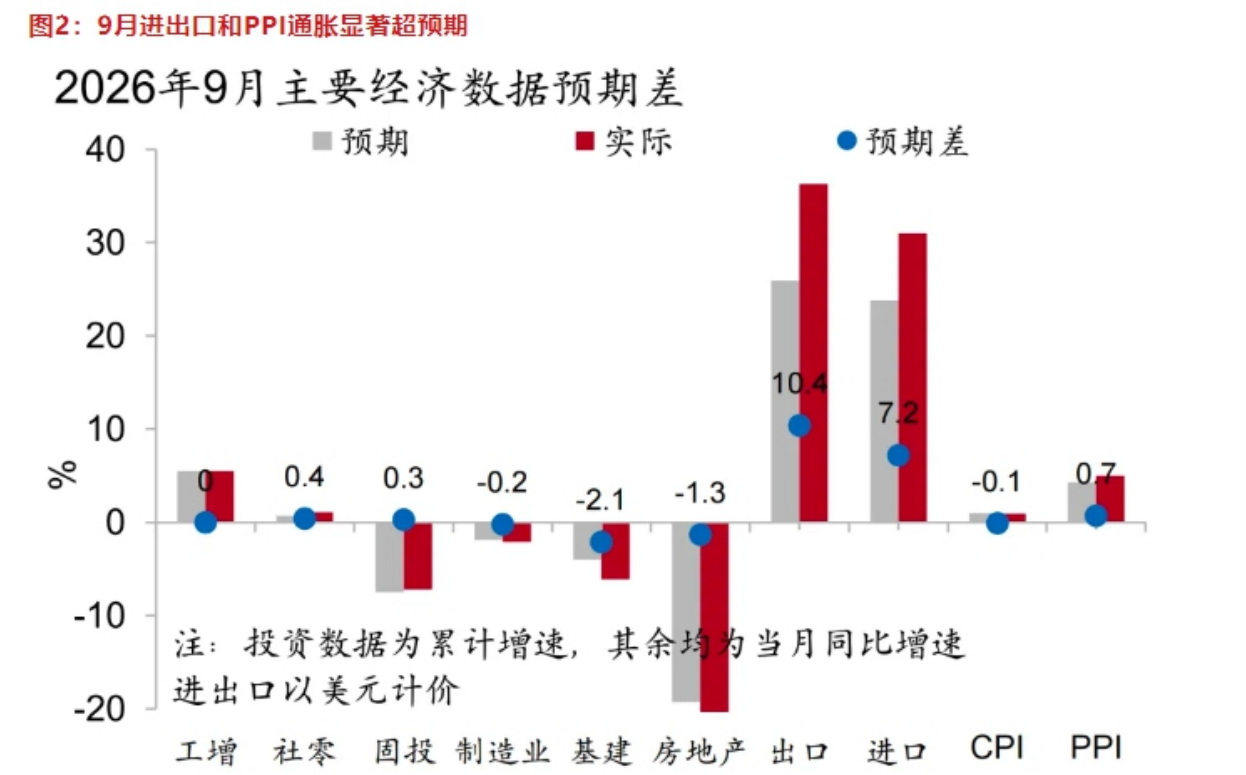
二是内需修复仍显分化。三季度社零增速较二季度有所回升，制造业和基建投资降幅收窄，但仍处负增长区间，房地产销售和投资调整进一步加深。私人部门支出意愿仍有待修复，前三季度居民收入增长 5.3%，消费支出仅增长 3.6%，收入向消费的转化偏弱。

三是 9 月内需出现边际企稳信号，恢复可持续性有待观察。9 月社零、固定资产投资及制造业和基建投资均较 8 月改善，固定资产投资季调环比为

请务必阅读末页的免责声明

3 月以来首次转正。但社零两年复合增速基本持平，投资环比仅一个月转正，节日错位和低基数放大了部分读数，房地产继续走弱。边际改善尚不足以改变三季度内需整体偏弱的格局。

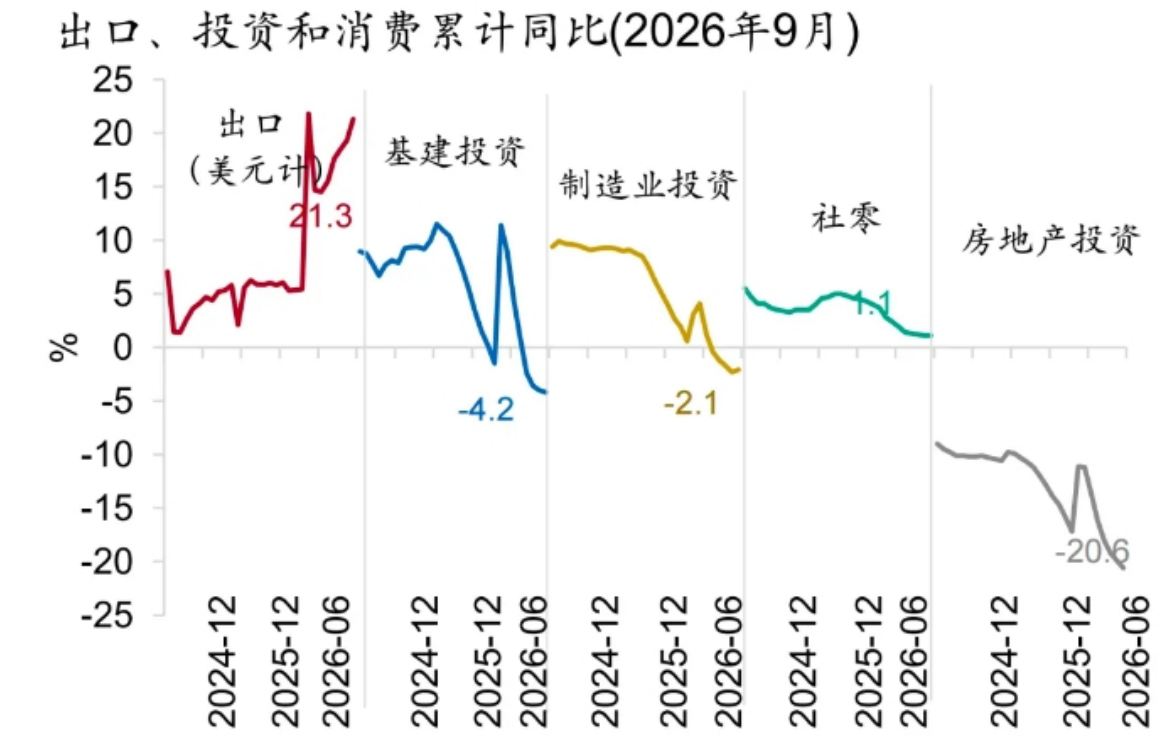
图2：9月进出口和PPI通胀显著超预期



资料来源：Wind

请务必阅读末页的免责声明

图3：出口增速抬升、投资降幅企稳



资料来源：Wind

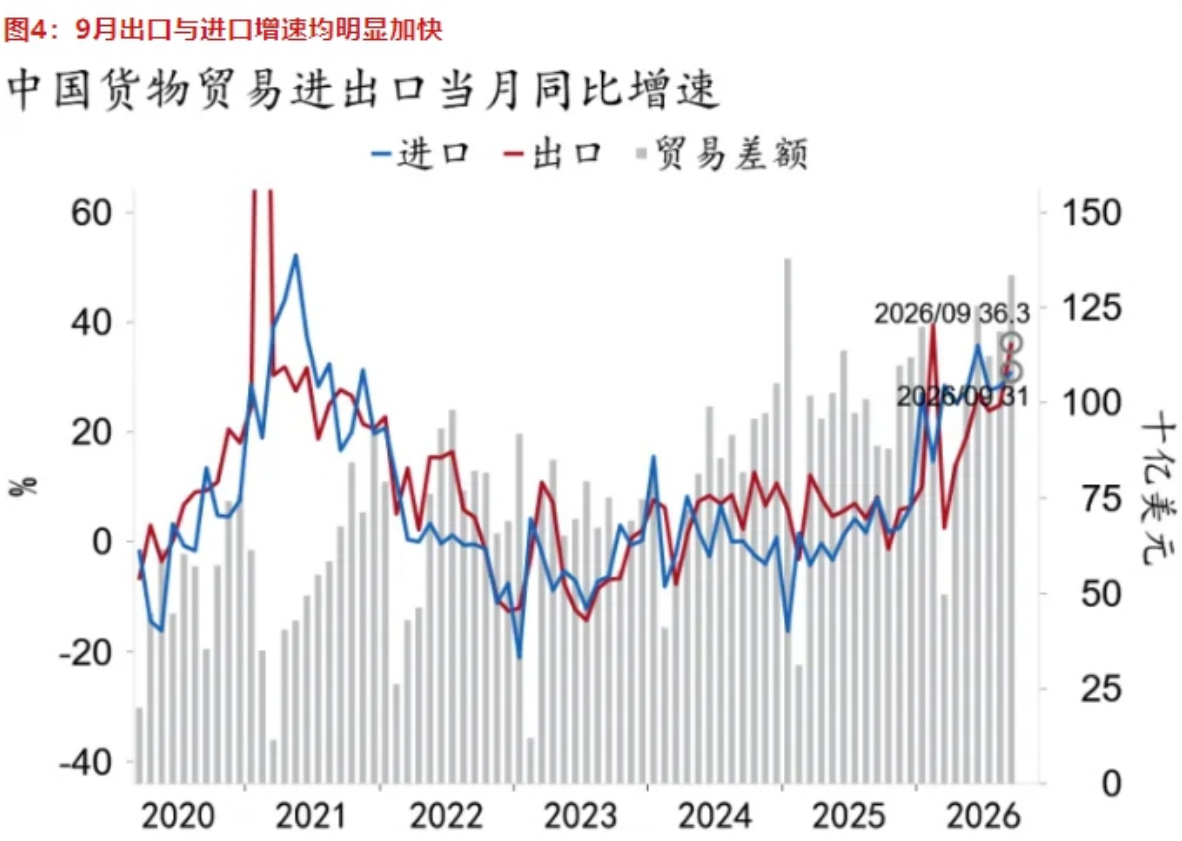
1.2 外需与生产：出口增长由 AI 向传统商品扩散，生产端景气回升

外需增长由 AI 相关商品向传统商品扩散，对经济增长的支撑进一步增强。三季度美元计价出口同比增长 28.4%，较二季度加快 8.4pct。集成电路和自动数据处理设备两类 AI 相关商品增长 104.3%，拉动整体出口 11.5pct；其余商品增长 19.0%，较二季度加快 6.4pct，贡献了出口加速幅度的约三分之二。汽车出口增长 54.9%，家电、服装、家具等传统消费品均实现两位数增长。9 月出口同比增长 36.3%，较 8 月加快 11.3pct，其中约 9.5pct 来自非 AI 相关商品；全球制造业景气回升提供基本面支撑，台风扰动消退及国庆节前集中发货放大了当月增幅。

请务必阅读末页的免责声明

进口维持高增长，但增量仍高度集中于 AI 产业链。三季度美元计进口增长 28.9%，与二季度基本持平，9 月增长 31.0%。AI 相关商品进口增长 100.6%，拉动整体进口 19.8pct，贡献约七成增量。三季度人民币计贸易顺差达 2.48 万亿元，同比扩大 4,272 亿元，其中 9 月贡献了当季增量的六成以上。除价格因素外，出口数量亦保持增长，初步估计出口数量增长好于进口，外需对实际经济增长形成支撑。

图4：9月出口与进口增速均明显加快



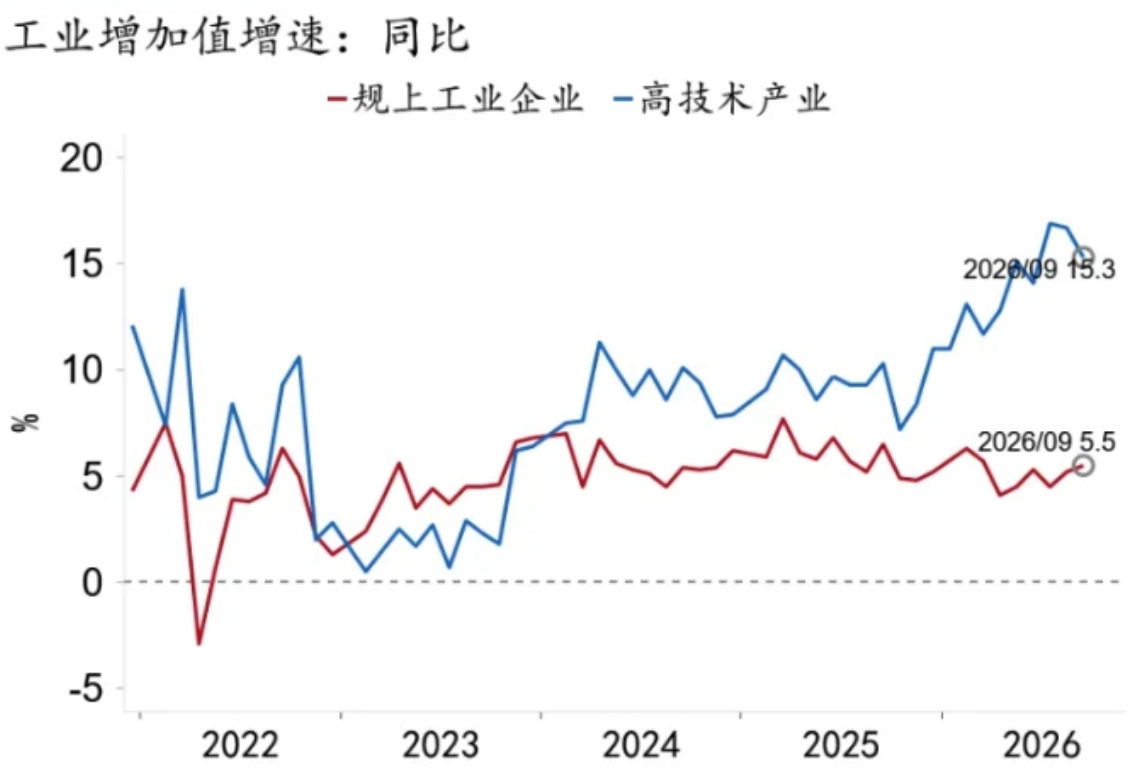
来源：wind

外需景气向工业生产传导，新动能继续主导供给端改善。三季度规上工业增加值月均增长 5.1%，较二季度加快 0.4pct。国家统计局初步测算，前三季度工业新动能对规上工业增加值增长的贡献率超过五成。集成电路、航空

请务必阅读末页的免责声明

航天等行业保持高景气，传统行业拖累有所减轻，三季度产能利用率回升至73.1%，但仍处相对低位。9 月规上工业增加值增长 5.5%，工业出口交货值增长 17.0%，服务业生产指数增长 4.8%，外需向生产的传导进一步显现。

图5：工业生产稳中加快



来源：wind

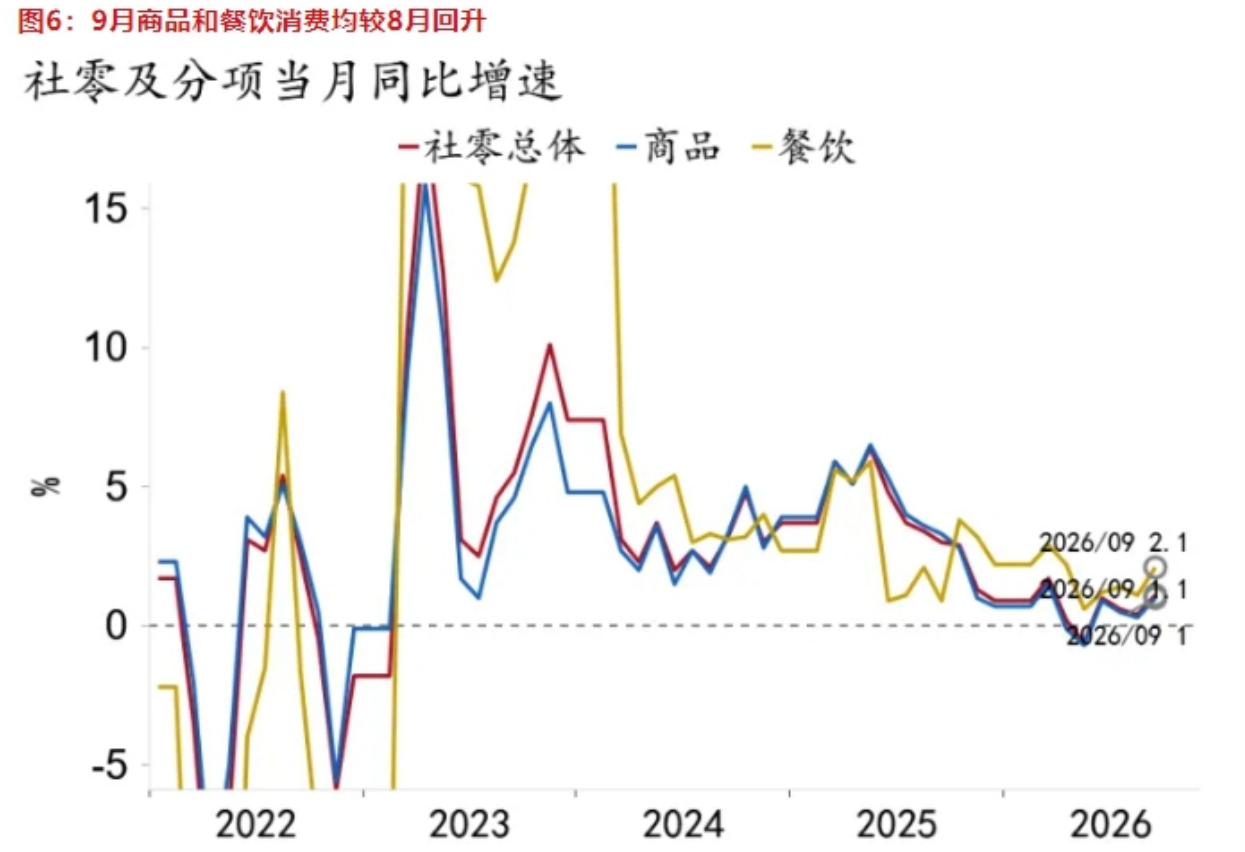
1.3 消费与投资：内需出现边际改善，但房地产调整仍在加深

消费增速小幅回升，服务消费保持韧性，但汽车仍是主要拖累。三季度社零同比增长 0.7%，较二季度加快 0.5pct，其中餐饮收入增长 1.5%。商品内部，通讯器材增长 26.6%，部分受到内存涨价推高终端售价影响；家电由二季度下降 12.7%转为增长 0.7%，政策退坡压力有所缓解。汽车下降 19.0%，降幅继续扩大，仍是商品消费的主要拖累。9 月社零增长 1.1%，较 8 月回升 0.7pct，但两年复合增速基本持平，低基数和节前需求前移可能放大了当月改

请务必阅读末页的免责声明

善，持续性仍待观察。

图6：9月商品和餐饮消费均较8月回升



来源：wind

投资持续收缩，制造业降幅季末收窄，基建仍受地方财政约束。前三季度固定资产投资累计下降 7.2%；9 月当月降幅较 8 月收窄约 3.8pct，季调环比增长 0.07%，为 3 月以来首次转正。三季度制造业投资下降约 4%，9 月降幅收窄至 0.9%；电子信息制造业投资保持较快增长，反映 AI 产业景气对国内资本开支的带动有所增强。三季度基建投资下降约 7.8%，9 月降幅有所收窄，但土地收入下降、地方化债压力和项目资金转化效率偏低仍制约实物工作量形成。

请务必阅读末页的免责声明

图7：主要基建类行业降幅继续走阔

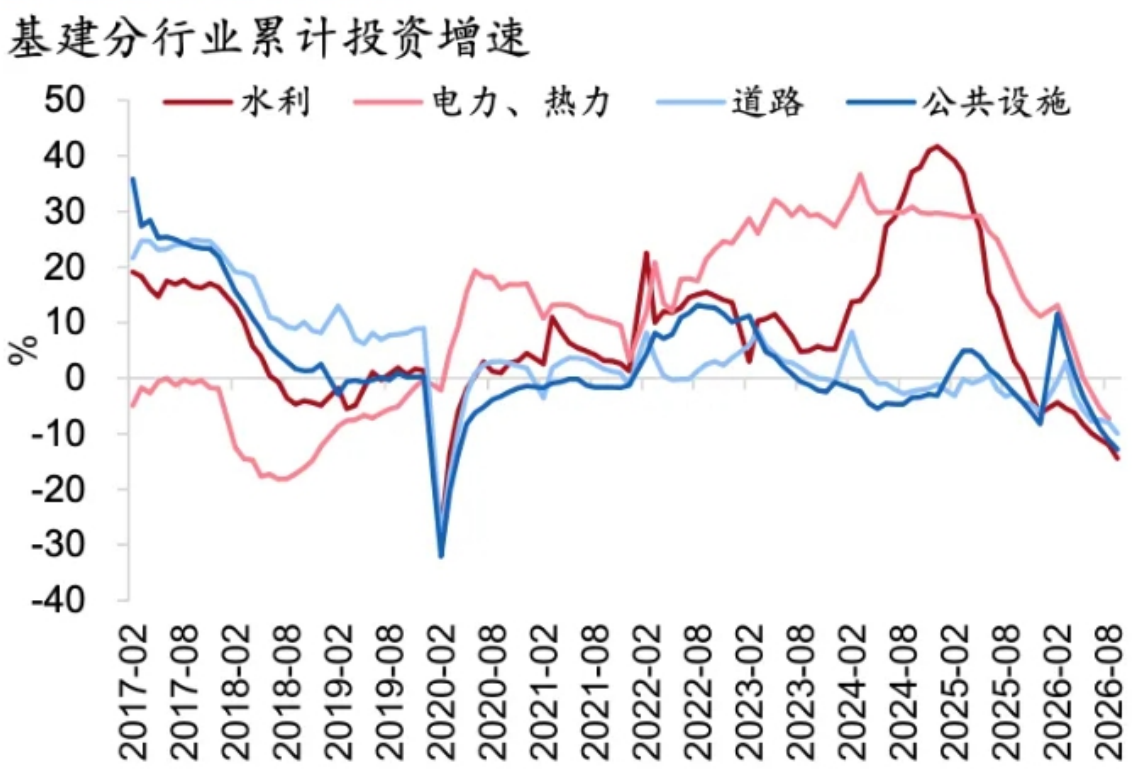
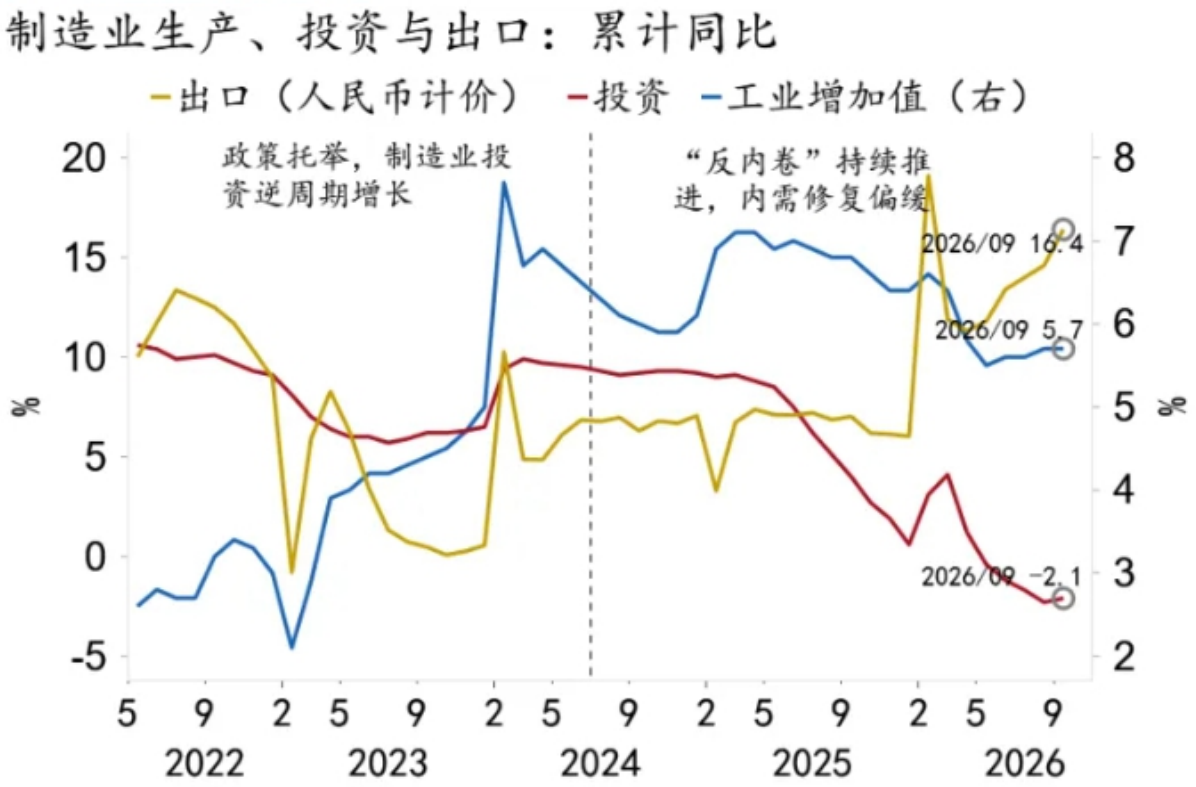


图8：制造业企业投资意愿不足



请务必阅读末页的免责声明

来源：wind

房地产销售和投资调整加深，市场继续向存量交易转移。三季度商品房销售面积同比下降约 16.9%，较二季度降幅扩大约 4.2pct；开发投资下降约 26.4%，降幅进一步扩大。9 月销售面积和金额分别下降 22.6%和 21.8%，均创年内单月增速新低。相较之下，前三季度全国二手房交易网签面积增长 10.7%，新房与二手房市场分化。新增需求偏弱、房企资金紧张仍制约投资修复。

图9：房地产销售和投资调整加深



来源：wind

1.4 价格：涨价集中于少数行业，向终端传导仍不充分

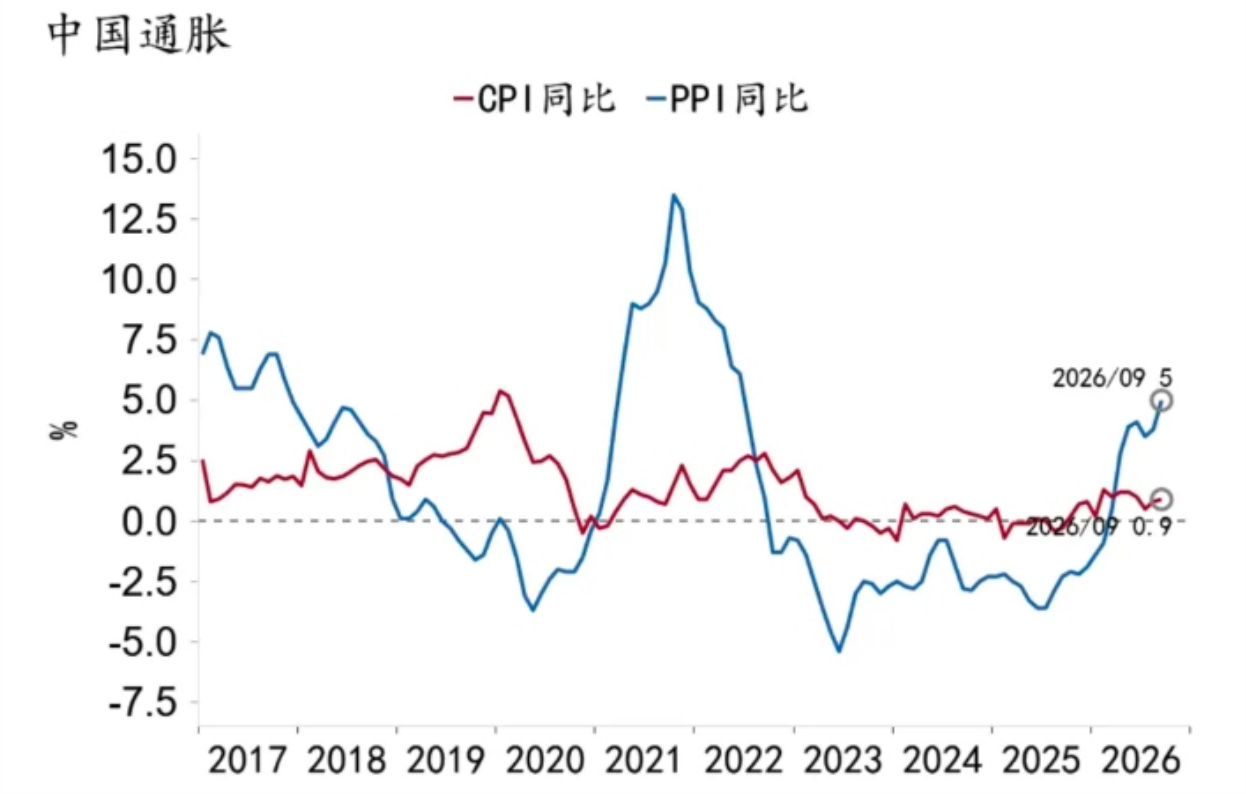
PPI 先抑后扬，涨价集中于少数行业。三季度 PPI 同比平均上涨 4.1%，

请务必阅读末页的免责声明

较二季度提高 0.5pct，是名义增长改善的主要支撑。油价先跌后涨，叠加季末煤炭供应偏紧、备冬需求，推动价格走强。9 月 PPI 涨幅扩大至 5.0%，能源、原材料及电气电子等 8 个行业合计拉动 PPI 同比约 5.4pct，其余行业净拖累约 0.4pct，传统需求支撑仍显不足。

CPI 中枢回落，上游涨价向终端传导仍不充分。三季度 CPI 同比平均上涨 0.7%，较二季度下降 0.4pct，核心 CPI 和服务价格涨幅温和；9 月 CPI 回升至 0.9%，油价回升带来一定支撑。上游价格回升尚未带动中下游企业盈利及居民收入同步改善，成本推动与需求偏弱的矛盾加深。

图10：PPI涨幅扩大，CPI温和回升



来源：wind

1.5 总结：政策投资有望接续，内需恢复仍待巩固

请务必阅读末页的免责声明

基准情形下，预计四季度实际 GDP 同比增长 4.6%左右，全年有望实现增长目标。出口受全球制造业景气改善和 AI 资本开支支撑，但增速可能从 9 月高位回落。消费有望温和修复，仍受居民就业和收入预期约束。政策性金融工具加快投放有望推动基建投资企稳，但形成实物工作量仍需时间。制造业投资以结构性修复为主，房地产调整仍将拖累内需。

二、温和暂停：美联储 2026 年 10 月议息会议点评

美联储 10 月决议如期按兵不动，沃什发言措辞较 9 月更温和

美联储 10 月 FOMC 如期维持联邦基金利率目标于 3.75%~4%区间，决议以 10 比 2 通过，反对票来自鹰派票委库克和哈马克。声明对经济扩张节奏的描述词从“稳健（solid）”改为更乐观的“强劲（strong）”，并新增“积累更多信息将有助于确定适当的政策立场”的表述。沃什表示金融环境已经收紧，但不愿也无法称之为紧缩，称通胀预期已朝着正确的方向发展，利率已在科技板块内外产生影响，并透露 FOMC 的主流判断是货币政策药方正开始见效，我们认为这些表述与他 9 月所说的“撤除一剂宽松”相比更加温和，表明美联储开始关注高利率的限制性。沃什亦预告明后两年的每年 8 次 FOMC 会议中，分别有一次和两次会议不进行利率投票，改为用于讨论宏大的货币政策战略（broad monetary policy strategy），这可能放大市场届时的波动程度。

请务必阅读末页的免责声明

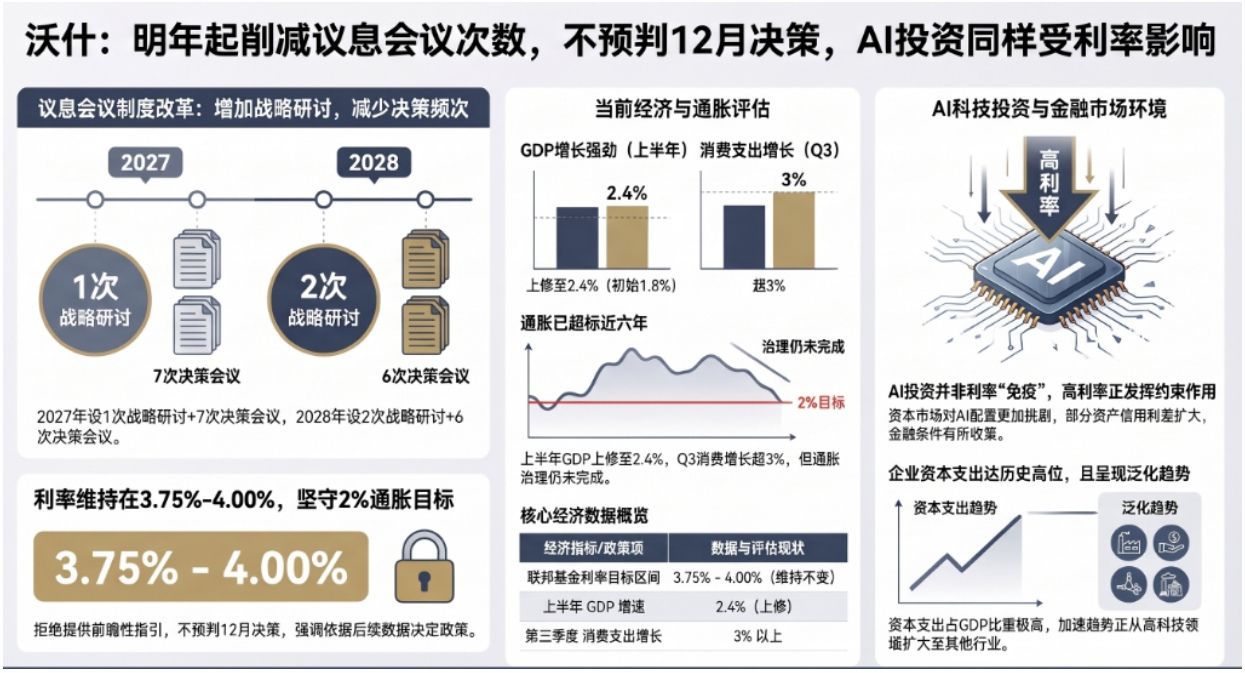
预计美联储今年 12 月再加息 25bps

CME FedWatch 显示市场在决议公布前预期美联储本月按兵不动的概率大约九成，两张鹰派反对票的数量也符合主流预期，沃什对美国经济的乐观表态也没有太多新意。油价上涨对美债利率的影响力有所减弱，决议公布后的两年美债收益率稍有回落，但十年美债收益率大致不变，表明市场对能源冲击影响持久化的担忧仍未缓解。基于多数票委在本月噤声期前的指引，我们仍预计美联储今年 12 月再加息 25bps。我们认为在多数官员认同美国经济不算过热的背景下，沃什的温和表态意味着本轮加息周期的终点利率可能不会离现在太远，目前市场定价再加息三次的预期有些偏多。

美元流动性的进一步改善需要新的催化剂

随着美国中期选举日期临近，中东局势的变化也在增多，但无论是美伊斡旋新提案、以色列大选、还是潜在的“一场短暂而猛烈的军事行动”，这些变量都还不足以给冲突双方带来清晰且长效的退出路径。在局势明朗前，油价可能还将保持高位，美国通胀率未来数月仍会偏热。这意味着美元流动性虽然可能已经过最紧的时点，但短期仍然难以有意义地宽松，长债利率进一步下行的空间尚未明确，金价有企稳迹象、反弹有赖于新的催化因素，美元指数可能偏强震荡。美股正迎来财报季，科技大厂的投资回报兑现程度和财务稳健程度是尤其值得关注的信息。

请务必阅读末页的免责声明



三、行情回顾与思考

3.1 10 月行情回顾

10 月 30 日收盘，申万一级行业呈现极端的两极分化。

申万一级行业当日涨跌幅（2026 年 10 月 30 日收盘）

涨幅居前	当日涨跌幅	跌幅居前	当日涨跌幅
酒店餐饮	+4.30%	通信设备	-7.36%
白酒 II	+3.77%	数字媒体	-7.16%
航运港口	+2.91%	影视院线	-6.57%
白色家电	+2.42%	电视广播 II	-6.52%
饮料乳品	+2.07%	元件	-6.21%

来源：wind

请务必阅读末页的免责声明

分化不是随机的。上涨的五个行业全部具备"低估值、高分红、内需稳定"的共同特征；下跌的五个行业则集中在"高估值、长久期、对外需与融资成本敏感"的科技成长方向。这不是行业景气度的比较，而是贴现率变化下的资产久期排序。

值得注意的是，当日仅 19 个申万一级行业收涨，且涨幅普遍在 2%以内；跌幅超过 3%的行业则多达 44 个。所谓"二八分化"在收盘口径下更接近"一九"——防御方向吸走了本已萎缩的流动性。

资金流向给出了同样的答案。

净流出居前	近 20 日（亿元）	净流入居前	近 20 日（亿元）
半导体	-811.4	白酒Ⅱ	+54.9
通信设备	-715.7	国有大型银行Ⅱ	+4.5
元件	-449.6	医疗服务	+0.4
证券Ⅱ	-177.7	—	—
软件开发	-124.8	—	—
电力	-107.3	—	—

来源：wind

3.2 这轮下跌在交易什么

3.2.1 分母端：美联储鹰派暂停与 12 月加息定价

这是本轮调整的主因，需要拆开看三个层次。

第一层是利率路径。美联储 9 月已加息一次（为三年多来首次），10 月

请务必阅读末页的免责声明

按兵不动，但两张反对票全部指向"应该继续加息"。美联储主席沃什在会后明确表示，通胀"仍然居高不下，且已连续近六年高于 2%的目标"，并认为当前金融条件"已收紧，但尚未确认足够紧"。

第二层是通胀数据。美国 9 月 PCE 同比 3.6%（8 月为 3.4%）、核心 PCE 同比 3.1%（8 月为 3.0%），环比分别上升 0.5%和 0.3%，均较 8 月加速。能源价格受中东地缘冲突推升是直接原因，但核心项加速说明价格压力并非纯能源驱动。

第三层是市场定价。CME FedWatch 显示 12 月 9 日加息 25 个基点的概率已达 85.7%；美国银行在 10 月会议后修正预测，预计 2026 年 12 月与 2027 年 3 月各加息 25 个基点，联邦基金利率区间升至 4.25%—4.50%，并维持至 2027 年底。

传导链条：加息预期强化 → 美债收益率上行 → 全球风险资产贴现率抬升 → 高久期成长股估值压缩 → A 股创业板、科创板同步承压。

需要补充的是，沃什还专门驳斥了"AI 投资回报预期太高因而对利率不敏感"的市场叙事，表示自己对此"持怀疑态度"。这句话的含义是：AI 板块对融资成本的敏感性，可能被市场系统性低估了。

3.2.2 分子端：三季报双位数增长，杀的是估值不是业绩

全部 A 股 2026 年三季报营业收入合计同比增长 7.56%，归母净利润合计同比增长 11.15%（报告期截至 2026 年 9 月 30 日）。在 GDP 前三季度同比增长 4.60%、三季度当季 4.50%的背景下，上市公司盈利增速跑赢宏观，说明企业端的盈利质量并不差。

请务必阅读末页的免责声明

这构成本轮下跌最重要的证伪条件：如果下跌源于基本面恶化，那么盈利增速应该同步下行；但实际情况是盈利上行、估值下行。因此，一旦流动性预期转向，被压缩的估值具备修复弹性。

同时也要看到盈利的结构性问题。据湘财证券研究所，工业企业利润在2026 年前 8 个月总体较强，但 8 月当月同比增速已下滑至个位数，9 月当月同比虽有所反弹，仍无法阻止前三季度累计增速继续下滑。上游资源品与中游制造的利润分配正在发生变化，这对 11 月的行业选择有直接指向——盈利改善来自下游消费与金融，而非上游周期。

3.2.3 交易结构：拥挤度出清尚未结束，月末出现倒退

10 月之前，科技成长方向经历了上半年的一轮快速上涨。科技板块在2026 年上半年一度快速上涨，但 7 月后持续回落，目前已基本跌回年初水平，处于"估值相对合适与资金供给减弱的低迷状态"。

从资金数据看，半导体、通信设备、元件三个行业近 20 日主力净流出合计约 1977 亿元，但同期股价仍在下跌，说明卖出方尚未出清完毕。判断出清完成的经验标志有三个：成交额萎缩至峰值的六成以下、龙头股停止创新低、行业内部出现明显分化（而非齐跌）。

3.3 回购增持密集披露彰显市场信心

市场波动调整之际，上市公司密集披露回购增持公告，提振市场信心。

1）近期上市公司回购增持公告密集披露。近期 A 股市场波动加大，上市公司股价出现大范围回撤。根据 Wind 数据，10 月以来（截至 10 月 27 日）股价下跌的沪深 A 股上市公司数量高达 4,416 只，其中有 2,402 只股票跌幅

请务必阅读末页的免责声明

超过 10%。随着股价的下行，上市公司披露回购增持公告的数量逐渐增多。10 月以来，新增近 118 家沪深 A 股上市公司披露回购预案公告，公告回购金额超 160 亿元；近 131 家披露增持公告，增持金额估算超 60 亿元。结构上，电子、有色金属、机械、通信和基础化工等行业的沪深 A 股上市公司公告回购金额靠前，均超过 10 亿元；细分行业中，工业金属、通信设备、元器件、消费电子、专用机械、半导体等行业回购规模靠前。**今年以来，全市场 A 股（包括北交所）上市公司累计公告回购金额接近 2,500 亿元，已创历年新高。**

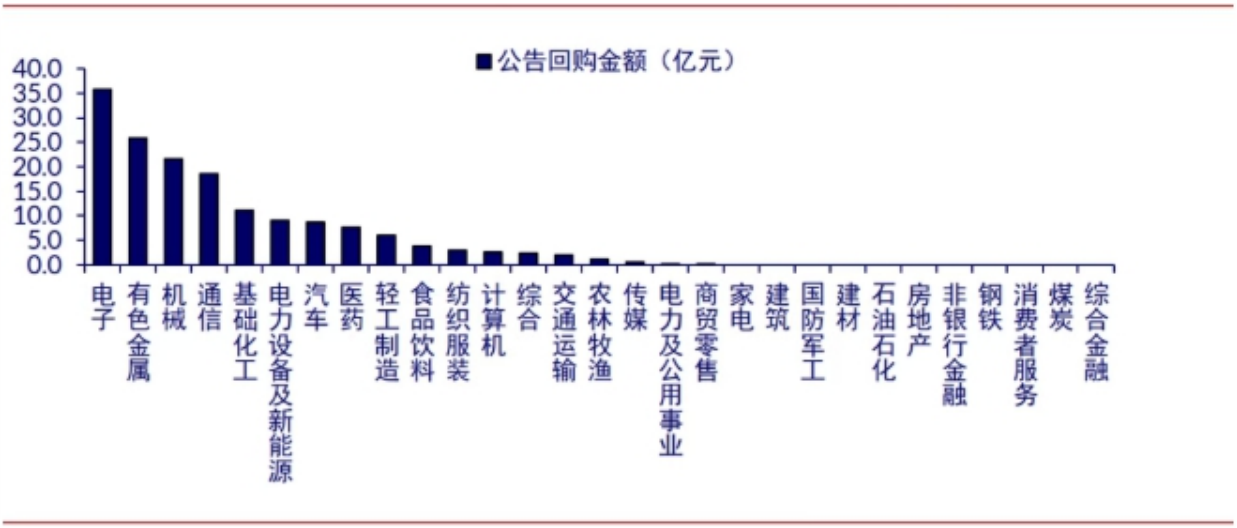
2）历史来看，回购增持与市场走势有较强的相关性。一般来讲，在市场出现大幅调整的阶段，上市公司进行回购、增持的意愿也显著提升。对上市公司来说，在股价低位进行回购增持的资金成本较低；对资本市场来说，在市场情绪低迷的环境中，大量上市公司进行回购增持也能够显著提振市场信心，同时能够对股价形成有效支撑。可以看到，在 2018 年下半年、2022 年上半年、2024 年年初以及今年 7 月，上市公司公告回购金额均大幅增加，此后市场也逐步企稳回升。此外，市场在底部增持的现象也比较明显。

3）近期回购增持公告的增加，传递了对上市公司和资本市场前景的信心。根据 Wind 数据，从回购目的来看，10 月以来，回购股份用于实施股权激励或员工持股计划的比重最高，公告回购金额占比约 66%；其次则是市值管理或维护公司价值及股东权益，金额占比约 29%。这两种股份回购目的均表现出积极信号——前者有望通过激励推动上市公司业绩上行，后者则一般通过注销股份直接增厚股东权益。因此，近期的回购增持公告更多传递出对公司未来经营的信心和资本市场企稳的信号。

请务必阅读末页的免责声明

展望后续，我们认为短期市场在上市公司密集回购增持的支撑下或逐步企稳。中长期来看，随着资本市场的持续改革，未来上市公司将更加重视分红、回购、增持等提升股东回报的行为，吸引中长期资金持续入市，为 A 股长期向上奠定坚实的基础。

10 月以来，电子、有色金属、机械、通信等行业公告回购金额较多



来源：wind

3.3 2026Q3 基金持仓全景扫描：高位拥挤下的结构性再平衡

三季度外围扰动又起，地缘冲突重燃推升油价，海外通胀与美债利率中枢上移，叠加杠杆资金快速去化，权益资产尤其是科技板块出现明显调整。

整体来看，2026Q3 主动偏股基金进行配置再平衡，减少科技配置，增加对低位和防御板块的配置，不过科技板块的持仓仍处较高水平。增配的一端，是资金向低持仓板块与红利方向回流，呈现出从集中配置走向适度均衡的特征。主动基金三季度明显增配医药生物，单季占比提升 3.90%，其中医疗服务与化学制药分别贡献 2.52%和 0.71%的提升，主动增配主要集中于医疗服

请务必阅读末页的免责声明

务；银行和煤炭占比分别提升 1.06%和 0.61%，分红回报与防御属性或是资金调整组合的重要考量。减配的一端，则是前期持仓拥挤度消化，科技硬件与新能源链条减仓最明显。电子与电力设备占比分别下降 6.88%、1.38%，半导体与电池分别下降 5.31%、0.99%；与此同时，食品饮料（+0.70%）、家用电器（+0.50%）及汽车（+0.88%）均有所回补，白酒、白色家电与汽车零部件成为主要增配环节。再平衡尚未改变科技主导的持仓结构：TMT 占比仍超过五成，电子、通信均处近十年 98%分位，而医药和消费仍处历史低位。

行业配置：电子通信配比仍有 50%，超配 30pct

2026 年三季度增配较多的行业主要有：医药生物、银行、有色金属、国防军工、汽车、家用电器；

2026 年三季度减配较多的行业主要有：电子、通信、建筑材料、电力设备；

从配置或超配比例分位数来看，拥挤度较高的行业有：通信、电子、煤炭、机械设备；

从重仓持股市值占行业流通市值比例来看，拥挤度较高的行业有：通信、电子、医药生物。

主动权益基金行业配置情况配置

请务必阅读末页的免责声明

板块	行业	配置比例				超配比例				加仓靠前个股			减仓靠前个股		
		26Q2	26Q3	季环比	分位数	26Q2	26Q3	季环比	分位数	1	2	3	1	2	3
周期	石油石化	0.5%	0.9%	0.4%	53%	-2.0%	-2.4%	-0.4%	77%	荣盛石化	恒逸石化	中国海油	恒力石化	中国石油	潜能恒信
	煤炭	0.4%	0.9%	0.6%	74%	-1.1%	-0.9%	0.2%	89%	兖矿能源	中国神华	陕西煤业	恒源煤电	山西焦煤	冀中能源
	有色金属	3.6%	4.0%	0.4%	79%	-0.8%	-0.2%	0.6%	56%	紫金矿业	金诚信	山金国际	博迁新材	中钨高新	厦门钨业
	钢铁	0.1%	0.1%	0.0%	15%	-0.6%	-0.7%	-0.1%	77%	新钢股份	方大特钢	中信特钢	大中矿业	久立特材	南钢股份
	基础化工	2.2%	2.3%	0.1%	21%	-2.0%	-1.8%	0.2%	14%	振华股份	卫星化学	藏格矿业	联瑞新材	多氟多	昊华科技
	建筑材料	1.8%	0.8%	-1.0%	29%	0.6%	-0.2%	-0.7%	58%	中材科技	海螺水泥	华新建材	中国巨石	宏和科技	国际复材
	建筑装饰	0.2%	0.2%	0.1%	3%	-1.4%	-1.3%	0.1%	64%	亚翔集成	江河集团	德才股份	鸿路钢构	中国化学	太极实业
	轻工制造	0.3%	0.4%	0.1%	24%	-0.5%	-0.4%	0.1%	15%	顾家家居	众鑫股份	欧派家居	英科再生	裕同科技	民士达
制造	电力设备	7.4%	6.0%	-1.3%	62%	-0.2%	-0.4%	-0.2%	2%	新宙邦	中国动力	科士达	宁德时代	阳光电源	鹏辉能源
	国防军工	1.5%	2.0%	0.4%	48%	-1.0%	-0.5%	0.6%	24%	松发股份	中国船舶	航天电器	国博电子	华丰科技	中航光电
	机械设备	6.1%	5.7%	-0.5%	86%	0.4%	0.5%	0.1%	77%	联讯仪器	三一重工	杰普特	杰瑞股份	大族激光	中控技术
	汽车	1.9%	2.8%	0.9%	29%	-1.1%	-0.5%	0.7%	33%	比亚迪	宇通客车	赛轮轮胎	银轮股份	美湖股份	浙江荣泰
消费医药	商贸零售	0.1%	0.2%	0.1%	2%	-0.6%	-0.6%	0.0%	27%	小商品城	若羽臣	华凯易佰	壹网壹创	中国中免	江苏国泰
	社会服务	0.1%	0.2%	0.0%	2%	-0.3%	-0.3%	0.0%	6%	学大教育	峨眉山A	九华旅游	华测检测	行动教育	同庆楼
	美容护理	0.0%	0.0%	0.0%	0%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	0%	锦波生物	延江股份	倍加洁	珀莱雅	百亚股份	上海家化
	家用电器	1.1%	1.6%	0.5%	5%	-0.5%	-0.1%	0.4%	12%	美的集团	格力电器	石头科技	三花智控	禾盛新材	海尔智家
	纺织服饰	0.1%	0.2%	0.1%	12%	-0.4%	-0.4%	0.0%	42%	比音勒芬	天创股份	歌力思	锦泓集团	水星家纺	伟星股份
	农林牧渔	0.4%	0.8%	0.4%	6%	-0.3%	-0.2%	0.2%	29%	牧原股份	温氏股份	天康生物	海大集团	海南橡胶	苏垦农发
	食品饮料	1.5%	2.2%	0.7%	2%	-1.7%	-1.5%	0.3%	2%	贵州茅台	伊利股份	今世缘	双汇发展	五粮液	安井食品
	医药生物	5.5%	9.5%	4.0%	14%	0.6%	3.6%	3.0%	17%	药明康德	康龙化成	惠泰医疗	恒瑞医药	荣昌生物	百利天恒
TMT	电子	43.3%	36.5%	-6.8%	98%	22.9%	20.5%	-2.4%	98%	长鑫科技	景旺电子	沪电股份	兆易创新	海光信息	寒武纪
	计算机	1.2%	1.5%	0.4%	3%	-2.4%	-2.1%	0.4%	6%	海康威视	网宿科技	紫光股份	宏景科技	广立微	同花顺
	传媒	0.3%	0.4%	0.2%	12%	-1.0%	-0.9%	0.0%	3%	世纪华通	芒果超媒	昆仑万维	巨人网络	吉比特	三七互娱
	通信	16.9%	15.2%	-1.7%	98%	11.3%	10.5%	-0.8%	98%	天孚通信	仕佳光子	太辰光	中际旭创	永鼎股份	亨通光电
金融地产	银行	1.1%	2.2%	1.1%	12%	-7.7%	-8.9%	-1.3%	35%	工商银行	招商银行	江苏银行	兴业银行	常熟银行	民生银行
	非银金融	0.9%	0.8%	-0.1%	5%	-4.2%	-4.6%	-0.4%	36%	兴业证券	中国太保	江苏金租	中国平安	华泰证券	中信证券
	房地产	0.2%	0.5%	0.3%	5%	-0.6%	-0.5%	0.1%	48%	保利发展	招商蛇口	滨江集团	西藏城投	空港股份	南京高科
公用事业	公用事业	0.2%	0.6%	0.4%	17%	-2.9%	-3.0%	-0.1%	2%	长江电力	中国核电	国电电力	陕西能源	九丰能源	新奥股份
	交通运输	0.7%	1.0%	0.3%	11%	-1.7%	-1.9%	-0.2%	48%	招商轮船	圆通速递	建发股份	顺丰控股	京沪高铁	中国东航
	环保	0.1%	0.1%	0.0%	11%	-0.6%	-0.6%	0.0%	9%	紫金龙净	中山公用	永兴股份	瀚蓝环境	伟明环保	盈峰环境

来源：wind

个股情况：持股市值和资金流入靠前的个股仍然集中在通信、半导体

2026 年 3 季度主动权益基金 A 股持仓前 50 个股及其持股市值、资金流入、涨跌幅

代码	名称	行业	2026Q3 持股市值(亿元)	2026Q3 净买入(亿元)	2026Q3 涨跌幅	代码	名称	行业	2026Q3 持股市值(亿元)	2026Q3 净买入(亿元)	2026Q3 涨跌幅
300308.SZ	中际旭创	通信	948.4	-114.4	-36.3%	688120.SH	华海清科	电子	119.7	-34.2	-29.4%
300502.SZ	新易盛	通信	861.3	-3.3	-35.9%	300548.SZ	长芯博创	通信	110.9	20.5	-20.8%
603259.SH	药明康德	医药生物	441.9	109.2	34.8%	300661.SZ	圣邦股份	电子	109.1	23.2	-23.2%
688825.SH	长鑫科技	电子	411.0	411.4	11.8%	600276.SH	恒瑞医药	医药生物	102.3	-14.9	-9.3%
688498.SH	源杰科技	电子	360.9	-30.4	-14.4%	688041.SH	海光信息	电子	102.1	-115.1	-38.8%
002384.SZ	东山精密	电子	349.5	-94.7	-36.2%	688313.SH	仕佳光子	通信	89.3	37.5	-16.3%
300750.SZ	宁德时代	电力设备	318.6	-101.9	-25.7%	300759.SZ	康龙化成	医药生物	88.2	31.5	56.5%
688256.SH	寒武纪	电子	308.8	-106.0	-36.8%	300567.SZ	精测电子	机械设备	83.6	-7.0	-42.1%
002463.SZ	沪电股份	电子	268.3	34.5	-24.1%	688981.SH	中芯国际	电子	83.4	-77.0	-29.5%
002371.SZ	北方华创	电子	266.7	-83.9	-30.3%	002821.SZ	凯莱英	医药生物	83.3	8.0	16.4%
300394.SZ	天孚通信	通信	238.3	96.2	-13.7%	688200.SH	华峰测控	电子	83.2	-14.2	-28.8%
300408.SZ	三环集团	电子	217.8	-15.9	-29.7%	300347.SZ	泰格医药	医药生物	80.3	10.5	22.0%
601899.SH	紫金矿业	有色金属	205.6	72.4	20.0%	688002.SH	睿创微纳	电子	78.3	3.7	12.6%
600183.SH	生益科技	电子	203.1	-26.2	-25.1%	002142.SZ	宁波银行	银行	77.5	8.7	22.7%
601138.SH	工业富联	电子	202.2	24.7	-18.4%	002422.SZ	科伦药业	医药生物	77.1	-2.0	6.0%
688012.SH	中微公司	电子	199.6	-63.8	-32.0%	603986.SH	兆易创新	电子	76.6	-158.4	-56.6%
002916.SZ	深南电路	电子	199.3	29.6	-18.5%	603268.SH	松发股份	国防军工	75.8	33.6	53.4%
002475.SZ	立讯精密	电子	196.9	-37.4	-29.6%	002653.SZ	海思科	医药生物	75.6	-0.5	-5.5%
688361.SH	中科飞测	电子	181.3	-38.1	-18.8%	002353.SZ	杰瑞股份	机械设备	72.0	-45.0	-27.6%
688072.SH	拓荆科技	电子	176.4	9.2	-23.1%	688008.SH	澜起科技	电子	66.9	2.7	-34.6%
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	169.6	6.6	6.2%	300570.SZ	太辰光	通信	66.5	33.6	-13.5%
000333.SZ	美的集团	家用电器	144.8	18.5	6.1%	002938.SZ	鹏鼎控股	电子	66.2	28.3	-24.5%
688808.SH	联讯仪器	机械设备	140.5	78.6	-1.4%	603083.SH	剑桥科技	通信	66.1	13.8	-19.4%
300604.SZ	长川科技	电子	135.2	-37.2	-29.8%	301377.SZ	鼎泰高科	机械设备	62.7	1.6	-37.9%
688037.SH	芯源微	电子	133.8	15.7	-25.4%	600036.SH	招商银行	银行	61.7	10.2	19.4%

来源：wind

请务必阅读末页的免责声明

四、11 月行业配置：物理 AI 产业链、供给约束或价格趋势上涨的能源与资源安全，以及低估值边际改善的化学制药

4.1 三种情景与触发条件

情景	概率	上证指数区间	触发条件	结构含义
基准：震荡筑底	55%	3550—3720	12 月加息预期维持 85%附近，无新增利空	指数机会有限，红利与消费占优，科技分化
乐观：二次修复	25%	3750—3850	11 月 6 日非农、11 月 10 日 CPI 明显走弱，12 月加息概率回落至 60%以下	成长股超跌反弹，弹性集中在半导体、AI 算力
悲观：破位下探	20%	3450—3550	CPI 超预期、加息概率升至 95%以上，或地缘冲突升级推升油价	全面防御，仅红利与现金类资产有效

来源：wind

10 月 30 日收盘 3599.02 点，位于基准区间中部偏下，距下沿 3550 点约 1.4%。三个情景的共同点是：无论哪种情形，红利资产的相对收益都比较确定，区别只在于乐观情景下成长股的弹性更大。

请务必阅读末页的免责声明

4.2 11 月关键观察指标

按重要性排序，11 月需要盯住六个变量。

美国中期选举（11 月 3 号）：决定美股波动率与美元方向；若共和党失去两院、成为“跛脚总统”，关税与对华政策的可预测性反而可能上升，结果延宕数日会增加风险

美国 10 月 CPI（11 月 10 日）：核心 CPI 同比是否突破 3.3%。这是 12 月加息与否的最直接依据。

美国 10 月非农（11 月 6 日）：新增就业若低于 10 万人，加息预期会明显降温。

A 股成交额的结构：10 月 30 日已回升至 1.67 万亿元。比绝对水平更重要的是方向——若下周放量而指数止跌，说明承接资金进场；若放量下跌延续，则指向悲观情景。

创业板指与科创 50 能否止跌：10 月 23 日的低点（创业板 2494.22 点、科创 50 1257.29 点）已在 10 月 30 日被双双跌破（创业板最低 2413.63 点、科创 50 最低 1159.57 点）。参照系需上移至 10 月 30 日的低点，有效跌破则确认下跌延续。

防御板块的持续性：若白酒、银行开始补跌，通常意味着市场进入最后一跌；若持续强势，则说明资金在做中期再配置。10 月 30 日白酒II上涨 3.77%、酒店餐饮上涨 4.30%、中证红利指数上涨 0.82%，防御端尚未松动。

请务必阅读末页的免责声明

4.2 三条主线

4.2.1 AI 下游应用行业：布局物理 AI 领域

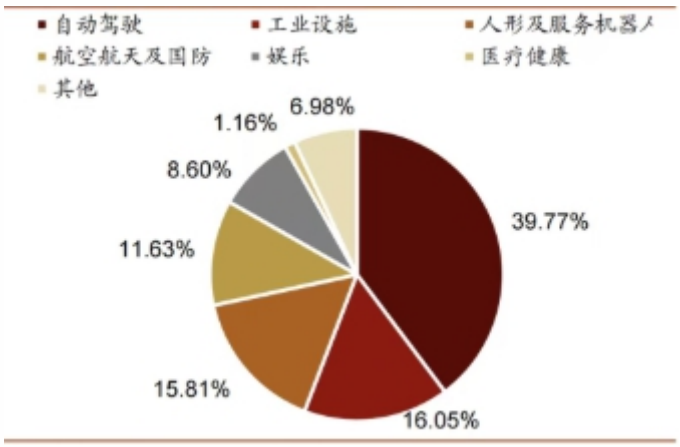
10 月份英伟达 GTC 进一步强化物理 AI 布局，重点围绕机器人、智能驾驶和工业应用三大方向展开。通过升级基础模型、仿真训练工具及软硬件平台，英伟达持续降低物理 AI 开发与部署门槛，并深化与产业链龙头合作，推动物理 AI 在实际场景中加快商业化落地。

物理 AI 可能成为未来 AI 应用商业化的重要增长方向，进一步打开人工智能的市场空间。当前，Coding 等相对成熟的 AI 应用增速已然达到临界点，模型厂商需要寻找新的商业化场景。而相比主要服务于办公场景的软件 AI，物理 AI 能够将模型的感知和决策能力应用于现实世界，覆盖制造、物流、交通等多重领域，使 AI 参与更多实际生产活动。全球物理 AI 市场预计保持高速增长。

根据 Acumen 预测，2025-2035 年市场规模将由 50.21 亿美元增长至 827.91 亿美元，2026-2035 年复合增速约 32.8%。应用方面，Strategy&预计 2030 年自动驾驶占比 39.77%，工业设施及人形与服务机器人分别占 16.05%、15.81%，三者合计超过 70%。整体来看，汽车与工业场景有望率先实现规模化商业应用，人形机器人则具备较大的长期增长潜力，并将持续带动 AI 上游算力及机器人软件需求。

请务必阅读末页的免责声明

自动驾驶将成为最大应用方向



4.2.2 供给约束或价格趋势上涨的能源与资源安全

供给端：三重刚性同时兑现，供给弹性被实质削弱

地缘断裂：布伦特原油已升至 113.02 美元/桶（年内涨幅约 85%，同比约+81%），WTI 103.67 美元。这说明它并非需求驱动的牛市：IEA 甚至将 2026 年全球石油需求下修 160 万桶/日，而供给下修 430 万桶/日，三季度缺口达 180 万桶/日，为 2021Q4 以来最深。美国 SPR 降至 2.826 亿桶，是 1982 年 10 月以来最低；全球闲置库存覆盖仅 41 天。价格由库存耗尽和运输效率损失决定，而不是由需求决定。

物理枯竭：LME 铜 14,258 美元/吨（2026-10-30，9 月峰值 14,875 美元）。2026 年全球铜矿增量被下修至仅约 12 万吨，可能出现 2017 年以来首次年度下滑；智利上半年产量同比-6.7%；更关键的是 2026 年铜精矿长协加工费史上首次为 0，现货 TC 约-240 美元/吨：冶炼厂每加工一吨精矿要倒贴约 1,500 美元。加工费为负持续二十多个月，是“矿真的不够”最有力的证据，比任何价格都更能说明问题。

请务必阅读末页的免责声明

行政约束：环渤海 5500 大卡动力煤 1,018 元/吨，年初至今 +47.75%（聚源，2026-10-29）。8 月全国原煤产量同比-7.7%，山西单月-30.9%；内蒙可核增产能已基本用尽，新矿从手续到投产最快 3 年；印尼把煤炭出口收归国企统管，从“减量”升级为“卡货源”。

需求端：AI 把“周期需求”变成了“趋势需求”

铜的需求侧出现了此前不存在的一个边际增量：AIDC 用铜 2026 年约 74 万吨，2028 年 130 万吨（另有一说 2026 年约 100 万吨，2028 年 250–300 万吨）；单台 AI 训练服务器用铜量是普通服务器 3–6 倍；“十五五”电网投资有望超 4.1 万亿元。铀的逻辑更硬：2026 年全球反应堆需求约 7.15 万吨 U，矿山产量仅 5.87–6.7 万吨，缺口约 1.13 万吨靠二次供应填补，而二次供应占需求比例将从 13%回落至 6%。

这才是资源安全主题的核心：需求从“跟着 GDP 波动”变成“跟着资本开支和电气化率单向抬升”，供给却还在以个位数增长。需求曲线变了斜率，供给曲线没有变，价格的中枢就只能上移。

4.2.3 低估值边际改善的化学制药

化学制药正从“集采影响估值逻辑”切换为“创新转型 + 原料药修复”的双引擎。政策压制从“持续下杀”变成“可预期”，利润端已先于收入端出现拐点；市场仍按仿制药给一批存量资产定价，这部分资产才是“低估值 + 边际改善”的真正落点。

政策：最大的估值压制变量在松动（这是边际改善的起点）

第 12 批国家集采（2026-07-31 开标）65 个品种全部中选、采购规模约

请务必阅读末页的免责声明

600 亿元，为历届最大；关键不是规模，而是规则出现转折：按厂牌报量、首次引入“双锚点”防止低价内卷、参比制剂“不带量复活”通道，最终 10 款原研药中选（前十批仅 0→2→10）。政策目标从“唯低价”转向“质价平衡”，这直接意味着：龙头存量份额的确定性上升，价格预期的可预测性上升。叠加 2026 年 1 月起医保“双目录”执行（基本目录新增 114 种、其中 1 类新药 50 种；首版商保创新药目录 19 种）与国办发〔2026〕9 号首发定价机制，创新药的价格与准入确定性被系统性抬高。

业绩：利润端拐点已经出现，不是预期

板块 TTM 归母净利 437.7 亿元、同比 +15.9%，TTM 毛利率 48.7%、同比 +2.2pct——在收入几乎零增长的背景下利润两位数增长，说明改善来自产品结构与费用，而非规模。微观层面同步验证：恒瑞前三季归母净利 +20.4%，创新药占药品销售比重升至 64.6%，仿制药收入 -16.4%（公司三季报，2026-10-30）；华海净利 +178.6%（含仲裁胜诉、关税退回等一次性因素，扣非 +160%）；普洛 CDMO 收入 +21.4%、原料药毛利率 +3.2pct。“仿制药失血、创新与 API 补血”的结构转换已经跑通。

催化剂（未来一个季度）

① AI4S：三季报后市场开始向 2027 年盈利切换，低估值标的的业绩上修弹性最大；② 四季度医保谈判结果落地，创新药放量路径再确认；③ 第 13 批集采品种池与降幅——若延续“反内卷”，是对逻辑的二次确认；④ 创新药出海延续高增（2026 年 1－8 月对外授权总额超 1200 亿美元、同比 +36%，）。

请务必阅读末页的免责声明

【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。