



兴合基金投研周报

2026.10.12-2025.10.16

兴合基金投研团队

一、本周行情回顾

行情方面，本周 A 股全线调整：上证指数周跌 2.56%，沪深 300 跌 3.40%，深证成指跌 6.64%，科创 50 跌 6.77%，创业板指跌 8.90%，北证 50 跌 8.42%。

行业极度分化，仅两个行业上涨。31 个申万一级行业中，食品饮料涨 1.89%、银行涨 1.52%，是仅有的两个上涨行业；通信跌 10.87%、电子跌 8.75%、电力设备跌 7.42%、有色金属跌 7.32%、基础化工跌 6.99% 领跌。AI 硬件链和新能源双杀、红利防御占优的极致结构：前期拥挤的算力、光模块、半导体被集中减仓，资金退向低估值、高股息与消费白马。

成交量方面，全市场本周成交 7.88 万亿元，日均 1.576 万亿元，环比前一周可比 5 个交易日（日均 1.640 万亿元）下降 3.89%。融资余额前 4 个交易日累计减少 556.6 亿元至 2.456 万亿元（-2.22%），融资偿还大于买入。缩量下跌叠加杠杆资金主动去化，说明本轮更像仓位与筹码的出清，而非增量资金系统性撤离。港股明显抗跌，恒指跌 0.10%、国企指数跌 0.24%，仅恒生科技跌 2.13%；美股道指涨 0.67%，标普 500 跌 1.95%，纳指跌 4.48%，全球资金同步撤离科技资产。

海外方面，道指周涨 0.67%，标普 500 跌 1.95%，纳指跌 4.48%；10 月 15 日韩国 KOSPI 单日暴跌 7.57% 并触发熔断，三星、SK 海力士领跌，全球科技资产同步再定价。

海外：通胀重来，加息预期反复。美国 9 月 CPI 同比 3.7%、核心 CPI 2.6%，双双高于预期；9 月 PPI 环比 1.3%，远超预期 0.6%。美联储 9 月已加息 25bp 至 3.75%-4.00%，10 月加息概率在 CPI 公布后一度从 22% 升至 50%，随后回落至 25% 左右；美元指数创 18 个月新高，10 年期美债收益率在 5.1% 附近，布伦特原油维持 100-105 美元。9 月非农仅增 2.9 万人，构成“弱就业+强通胀”组合。10 月 15 日韩国 KOSPI 单日暴跌 7.57% 触发熔断，日经同步大跌，高利率下 AI 资产估值重定价的冲击外溢至亚太。IMF 则将 2026 年全球增长预期上调 0.1 个百分点至 3.1%。

国内：数据不弱，政策偏暖。9 月出口同比增 36.3%、进口增 31%，月度进出口首破 5 万亿元；新增社融 3.55 万亿元、新增贷款 1.08 万亿元均超预期；CPI 同比 0.9%、PPI 同比 5.0% 创近四年新高。10 年期国债收益率下行至 1.65%，人民币升至 6.68。政策端，10 月 12 日财政部将新能源车出口退税率由 13% 下调至 9%（2027 年 4 月起执行），静态影响约为海外零售价的 1.6%-2%；10 月 16 日国常会部署深化“人工智能+”行动并通过价格法修正草案，中欧亦就电动车贸易达成 16 项共识。

产业方面，台积电三季度营收 467.2 亿美元、同比增 41.2%，四季度指引 523-543 亿美元、环比增约 14%，显著超一致预期，全年资本开支维持 600-640 亿美元，管理层称 AI 需求未见放缓；阿斯麦三季度净利 49.6 亿欧元亦超预期。存储端 DDR5 16Gb 现货价月环比涨 10.25%，四季度 DRAM、NAND 合约价预计分别涨 10%-15%、15%-20%。产业景气并未转弱，股价下跌更多反映拥挤交易出清与美元流动性收紧。



后市展望方面，市场处于震荡筑底、结构性行情为主，而非趋势性下跌。短期仍处在风险释放与仓位出清阶段，指数下行空间有限，反弹则需要外部做多力量或者以时间换空间。支撑在于基本面并未恶化——出口、社融超预期，AI 硬件景气获台积电指引验证，估值与拥挤度已明显压缩；制约在于融资余额仍在下降、成交持续缩量，资金负反馈尚未结束，且美元强势与 5% 以上的美债收益率对成长股估值形成持续压制。下周需要关注 10 月 19 日三季度 GDP、10 月 20 日 LPR、10 月 19-22 日金融街论坛的政策信号，以及 10 月 28 日 FOMC 和 11 月 3 日美国中期选举。

债市方面，本周债市由资金极宽、数据可控、监管扰动三条线主导：收益率曲线全线下行、超长端领涨，10 年与 30 年国债双双创年内新低。

海外：美联储由鹰转“不预判”：13 日多位官员偏鹰，16 日主席沃什拒绝预判利率路径、未重申通胀过高，10 月加息预期概率自逾 25% 降至 15%，美元走弱。美债先冲高后大幅回落，10 年期全周自 5.24% 回落至 5.079%、长端录得 14 个月最佳单日表现，中美利差压力边际缓和，但绝对水平仍高。油价维持高位，通过输入型通胀推升国内 PPI，是长端下行的主要外部约束；海外权益波动剧烈，韩国、日本股市重挫，科技股去杠杆。

国内：基本面。数据未构成实质利空。周三为数据日。9 月 CPI 同比 0.9%、核心 CPI 持平于 1.0%，PPI 同比升至 5.0% 创 2022 年 7 月来新高、已连续七个月上行，但属输入型与供给侧驱动、向 CPI 传导不畅，债市并未定价。金融数据方面，社融与 M2 增速仍在 7% 以上，前三季度社融同比少增，债券与股票融资占比首次明显超过贷款，信用扩张换挡——总量降速、结构优化，对债市偏友好。

资金面。量宽价稳，7 天逆回购全周小幅净回笼，但买断式逆回购加量续作，全口径仍为净投放，政策利率维持不变。资金价格逐日走低，DR001 降至 1.26% 附近。

消息面。周四午后部分券商与银行被点名要求加强债券投资风控，期货快速跳水；部分省份对中小银行的久期窗口指导若推广，将压制超长端配置需求、抬升曲线陡峭化风险。周五压力暂缓、长端重新走强，但久期与杠杆约束将限制超长端下行斜率。

可转债：中证转债全周跌 3.64%。估值实质压缩：百元平价拟合转股溢价率环比压缩逾 2 个百分点，150 元以上高价券占比环比降逾 3 个百分点，但绝对水平仍高、风险尚未出清。

ETF&REITs&FOF 方面，中证全指-5.04%，南华商品指数-2.07%，国债指数 0.18%，中证 REITs 全收 1.29%，中证转债-3.64%，中证全债 0.24%，上证指数-2.56%，深证成指-6.64%，创业板指-8.90%，科创综指-8.26%，北证 50 -8.42%，中证 A500 -4.43%，中证 2000 -6.40%，红利低波 1.07%，万得微盘股指数-4.37%，恒生指数-0.10%，恒生科技-2.13%，港股通-0.70%，日经 225 -5.37%，道琼斯工业平均 0.67%，纳斯达克指数-4.48%，标普 500 -1.95%，万得全基指数-2.78%，万得股基指数-4.75%，万得混基指数-4.51%，万得债基指数-0.11%，万得货基指数 0.02%。

策略表现：股债商等权 (ETF&LOF) -1.41%，宽基与跨境 (ETF) -3.54%，行业与主题 (ETF) -3.97%，固定收益 (ETF) 0.03%，红利现金流 (ETF) -2.54%，低价低换手 (ETF) -2.33%，高息高折价 (REITs) 1.52%，大小盘轮动 (ETF) -4.00%，PEG (双创) -7.22%，ROE 与 ROA (港



股通) -1.26%，双低月调仓(可转债) -1.43%，微盘月调仓(全 A) -7.06%，多资产周调仓(ETF) -0.60%。

ETF 周涨幅前五：标普消费 ETF 景顺 4.79%，中国国企 ETF 南方 2.87%，300 自由现金流 ETF 摩根 2.25%，道琼斯 ETF 鹏华 2.08%，军工龙头 ETF 富国 1.98%；周跌幅前五：中韩半导体 ETF 华泰柏瑞 -14.63%，通信 ETF 国泰 -11.82%，创业板成长 ETF 华夏 -11.59%，科创芯片设计 ETF 天弘 -10.98%，通信 ETF 富国 -10.85%；今年涨幅最大：科创半导体 ETF 华夏 66.64%；今年跌幅最大：港股通互联网 ETF 富国 -36.42%。REITs 周涨幅最大：建信中关村 REIT 9.61%；周跌幅最大：东方红隧道股份高速公路 REIT -2.34%；今年涨幅最大：中金山东高速 REIT 15.74%；今年跌幅最大：易方达广开产业园 REIT -37.87%。FOF 今年涨幅最大：易方达优势价值一年持有 A 26.54%；今年跌幅最大：国泰优选领航一年持有 -30.29%。

上周股市继续下跌，债市继续上涨，商品继续下跌，REITs 上涨。国内方面：政策层面，国务院要求深化“人工智能+”行动；多部门加强汽车产品研发测试和宣传监管，新能源汽车出口退税率下调。中欧汽车磋商取得阶段性共识。香港监管部门则加大对涉嫌操纵 IPO 认购行为的执法力度，资本市场监管持续趋严。宏观经济呈现外贸增长强劲、物价温和回升与金融结构持续调整的特征。前三季度我国货物贸易进出口总值同比增长 18.8%，创近五年同期最快增速，9 月进出口规模首次突破 5 万亿元。金融数据方面，前三季度人民币贷款增加 11.52 万亿元，社会融资结构中债券、股票融资占比升至 49.5%，直接融资的重要性进一步提升。海外方面：美国 9 月 CPI 同比上涨 3.7%，PPI 同比上涨 6.3%，均高于市场预期，能源价格上涨及供应链成本压力加大了通胀回落的不确定性。不过，美联储官员对后续政策行动存在分歧，部分官员主张谨慎观察经济数据，市场对进一步加息的预期则有所升温。地缘政治方面，美国与以色列围绕伊朗的军事行动释放强硬信号，增加了能源供应及全球市场的不确定性。

资产配置以下两点可能是比较重要的：首先，研究的课题应该聚焦在各类资产的未来收益预期，而不是资产价格的过去表现和模拟组合的历史回测表现；其次，要建立相对客观、可执行性较强的分析框架，依据框架做出投资决策。宏观层面主要从中长期的货币周期、经济结构变化趋势等维度，判断不同资产的配置价值。中观层面主要分析各类资产的产能周期、库存周期，以及供需格局里的矛盾或驱动因素。微观层面通常是指对配置工具的分析，比如配置工具的折溢价率、费率、流动性等，以及在实现配置观点的同时是否还能贡献一层超额收益。从资产配置的基本原理出发，挖掘越多的低相关的“回报流”，配置效果会越好。从“回报流”的视角，配置的维度就可以不局限在股票、债券、商品等资产类别上，还可以体现在策略层面的多元性上，比如价值投资、成长投资、小微盘股策略、量化高频、趋势、反转、预期差挖掘、可转债性价比切换，以及跨市场、跨币种配置等等。

二、行业动态跟踪

大健康行业方面，本周表现：中信医药指数 -5.22%，跑赢创业板指数，跑输沪深 300 指数。。表现好的有药房和中药，防御板块表现好，周五上午市场反弹时，创新药表现较好。11 月进入业绩真空期，具备较大逻辑空间的标的可能相对占优，在科技板块交易拥挤度较高的背景下，部分创新药有承载可能。

行业重要新闻及公告：

2026 年 10 月 16 日，商务部、科技部发布拟列入《中国禁止出口限制出口技术目录》的人工智能、生物医药、光伏技术范围（征求意见稿），其中生物医药领域包括【细胞和基因治



疗】、【小核酸药】、【病原微生物】相关 5 项技术；具体内容涉及禁止出口和限制出口两部分。安徽省发布 IVD 收费价格调整通知

IVD 收费调整幅度不大，对厂家试剂出厂价和整体业绩影响不大。对全国其他省份有一定的示范意义。对于国内化学发光龙头企业：

已经集采的项目，收费多以平移为主；未集采的部分项目，收费有所下降，但收入占比较低；建议关注迈瑞医疗、新产业、安图生物、亚辉龙等公司估值修复机会。

病毒核酸检测降幅相对较大，对相关试剂和 ICL 厂商出厂价的影响尚需观察，但高通量测序（NGS）等新型检测技术有了统一的收费标准，有助于加速入院和检测渗透率。

大制造行业方面，大制造行业方面，本周电力设备及新能源（中信一级）涨幅 - 5.91%，汽车（中信一级）涨幅 - 4.62%。板块大幅回调，一方面源于市场风险偏好进一步走弱，高估值成长板块承压加剧；电力设备板块内，海外储能订单落地不及预期，国内电网投资节奏偏缓，光伏、锂电产能释放节奏仍快于需求增长，行业库存持续累积，产业链产品价格加速下探，盈利下修预期强化。汽车板块方面，旺季零售数据不及前期乐观预期，终端去库压力仍存，新品密集上市进一步激化行业价格战，海外贸易壁垒与反倾销政策预期升温，整车及零部件盈利端持续受到挤压。整体维持结构性配置思路，建议持续跟踪产业链价格变化、国内终端零售兑现情况及海外贸易政策边际动向。

【亿纬锂能】预计 2026 年前三季度归母净利 50.68 亿—53.50 亿元，同比增 80%—90%；扣非净利 38.75 亿—42.62 亿元，同比增 100%—120%；营收同比增约 60%。

【赣锋锂业】2026 年前三季度营收 361.59 亿元，同比增 147.24%；归母净利 50.12 亿元，同比增 19540.50%；扣非净利 46.36 亿元，同比增 592.14%；Q3 归母净利 7.55 亿元，同比增 35.62%。

【德业股份】预计 2026 年前三季度归母净利 42.20 亿—43.20 亿元，同比增 79.81%—84.07%；扣非净利 39.50 亿—40.60 亿元，同比增 73.33%—78.16%。

【德福科技】预计 2026 年前三季度归母净利 4.40 亿—4.80 亿元，同比增 560.72%—620.78%；扣非净利 4.00 亿—4.40 亿元，同比增 1478.59%—1635.45%。

【佛塑科技】预计 2026 年前三季度归母净利 12.00 亿—14.00 亿元，同比增 367.70%—445.65%。

【雷赛智能】预计 2026 年前三季度营收 18.86 亿—19.51 亿元，同比增 45%—50%；归母净利 2.72 亿—3.04 亿元，同比增 70%—90%；其中 Q3 归母净利 0.91 亿—1.07 亿元，同比增 120%—160%。

【嘉元科技】预计 2026 年前三季度营收 125.00 亿—132.00 亿元，同比增 91.13%—101.83%。

【石大胜华】预计 2026 年前三季度归母净利 5.40 亿—5.80 亿元，同比扭亏为盈；扣非净利 5.45 亿—5.85 亿元，同比扭亏为盈。主业景气度拐点向上，26Q3 业绩同比持续高增。公司 26Q3 实现营收 10.25 亿元（yoy+21.78%），实现归母净利润 0.98 亿元（yoy+96.34%），实现扣非归母净利润 0.91 亿元（yoy+161.13%），26Q3 利润延续上半年高增趋势，业绩处于市场预期中上限。

大摩：美国 AI 供电缺口或达 77GW 有望催生 2400 亿美元市场。摩根士丹利预计，2026 年至 2029 年，美国数据中心新增电力需求将达到 160 吉瓦，考虑现有电网容量及已采购的发电设备后，仍将面临约 77GW 的供电缺口。这一趋势有望催生庞大的设备市场。大摩预测，截至 2029 年，美国分布式供电设备的潜在市场规模将达到约 120GW，对应约 2400 亿美元的设备市场机会，其中约 77GW 来自数据中心尚待填补的供电缺口，约 40GW 来自工商业



领域的新增需求。

美国 AI 算力租赁现货价格是长协的两倍。AI 算力短期现货租赁价格高达每吉瓦 400 亿至 500 亿美元/年，而长期合同价格仅为 200 亿美元/年。

税务总局出台关于调整部分产品出口退税政策的公告，工程机械未列入出口退税调整名单。

百川盈孚数据显示，10 月 12 日，氯化亚砷涨 4.25%，近一月累计涨幅近 19%。

新能源汽车的增值税出口退税率由 13%下调至 9%。

三、兴合观点

公募基金投资部梁辰星（权益）观点：以长期主义视角看，科技在这位置继续持有。短期只能观测情绪指标了。担忧的是还剩美股没有释放风险。

其他板块也出现类似的情况，很多老登股快可以看 pb 了，只能等市场纠偏。

公募基金投资部蒋婷婷（权益）观点：结构上继续关注“哑铃型”配置。一端是防御资产：银行、食品饮料、煤炭、公用事业。白酒处于周期底部，龙头股息率超 4%，在增长预期下修与利率下行环境中具备相对收益，但这是相对收益而非绝对弹性。另一端是等待出清的科技成长，应优选业绩确定性最高的环节——存储、先进封装、半导体设备材料，受益于涨价与国产扩产双周期；事件驱动的机会可关注“人工智能+”应用落地、军工（订单预期与 10 月 16 日领涨）、汽车出口链（退税冲击可控、中欧摩擦缓和）。

公募基金投资部魏婧（固收）观点：债市高位震荡，收益率下行。权益市场调整，资金面总体保持平稳偏宽。

公募基金投资部祁晓菲（固收）观点：存单利率与银行负债压力同步缓解。市场对政策利率“换锚”的猜测升温，但 10 月中长期流动性到期量为年内最大，短期降准降息概率下降。双高券与 AI 硬件、贵金属链是杀跌主力，小盘题材券逆势活跃；周五指数逆正股收涨，源于债底抬升与中低价券反弹。

专户基金投资部孙祺（权益）观点：本周全球关注美国经济数据和中东战事。美国 CPI 超预期，但美联储几位理事讲话平息一定程度市场的对十月加息的担忧。胡塞武装与沙特的攻击持续，特别是袭击了沙特首都机场，国际油价持续新高，压制市场情绪。本周 A 股有几次 ETF 放量护盘，短期跌幅较大，市场有望技术性反弹。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。基金管理人承诺以恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金管理人提醒投资者在做出投资决策前应全面了解基金的产品特性并充分考虑自身的风险承受能力，理性判断市场，投资者自行承担基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险。投资有风险，选择须谨慎。敬请投资者于投资前认真阅读基金的基金合同、最新招募说明书、基金产品资料概要及其他法律文件。

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。若本材料转载或引用第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表兴合基金的立场。