兴合基金管理有限公司
XINGHE FUND MANAGEMENT CO., LTD.

兴合基金投研周报

2026.10.19-2025.10.23

兴合基金投研团队

一、本周行情回顾

行情方面，本周市场先抑后扬。上证指数微跌 0.69%，收于 3690.48 点；创业板指下跌 3.18%，科创 50 指数微跌 0.97%；上证 50 指数微跌 0.39%，沪深 300 指数下跌 1.57%，中证 500 指数微涨 0.62%，中证 1000 指数微涨 0.79%，中证 2000 指数微跌 0.44%。成交额：全 A 周成交量 7.88 万亿，日均成交额约 1.57 万亿，与上周持平。行业层面，31 个申万一级行业仅 7 个上涨：计算机涨 5.21%、机械设备涨 3.01%、汽车涨 1.51%、医药生物涨 0.75%；煤炭、综合均跌 4.12%，房地产跌 3.61%、通信跌 3.60%、电力设备跌 3.54%。

资金承接上，周五宽基 ETF 净流入约 504 亿元，股票 ETF 连续 14 个交易日净流入、9 月末以来累计约 2600 亿元。两融单日降幅收敛至个位数，杠杆出清接近尾声。10 月 19 日证监会明确稳字当头并同意首批 18 只主动 ETF 注册。

国内：货币框架转型与财政再扩张信号并现。金融街论坛官宣研究把公开市场主要操作品种切换为隔夜、设立非银大额赎回流动性支持工具，随后连续九个交易日的隔夜逆回购落地，资金利率中枢下移。10 月 19 日公布三季度 GDP 同比 4.5%、前三季度 4.6%，9 月社零同比 1.1%（前值 0.4%）、规上工业增加值 5.5%均改善，但 1-9 月固定资产投资同比-7.2%、房地产开发投资-20.6%，内需修复与投资收缩并存。三季度经济增长依赖出口与政府主导投资，居民缩表未改；财政广义支出连续七个月收缩，购房贴息、专项债扩容与政策性信贷工具指向四季度刺激加码。

海外，美国 9 月 CPI 同比 3.7%、核心 CPI 同比 2.6%略超预期，10 年期美债收益率在 5.0%-5.15%高位，市场对 10 月 27-28 日议息定价按兵不动、12 月加息概率升至八成以上；中东局势推动布伦特原油涨 6.2%至 116.72 美元/桶。美国经济依然强劲，10 月密歇根大学消费者信心指数甚至有所提升，这使得美联储后续加息概率依然很高。

后市展望方面，指数层面已进入震荡筑底区间，超跌反弹已开启，节奏上波动仍大。截至 10 月 23 日，沪深 300 指数市盈率 TTM 为 12.8 倍，处于近 10 年 51.8%的历史分位；创业板指市盈率 TTM 为 31.4 倍，仅处于近 10 年 17.8%的历史分位。对于 AI 等产业趋势明确、盈利加速的成长赛道而言，性价比已经较为凸显。

债市方面，本周债市围绕政策利率"换锚"主线运行，10Y 国债活跃券收益率全周在 1.62%-1.631%窄幅震荡，30Y 国债收于 2.07%，较上周上行 1.6BP。央行自周一起连续开展隔夜逆回购操作，DR001 运行在 1.26%-1.29%低位区间；MLF 缩量续作 2000 亿元但叠加买断式逆回购后中期流动性仍净投放，并非收紧信号。一级市场投标热度较高，政策面除"换锚"外，还推进了非银流动性支持工具、贷款利率多元基准改革、银行间与交易所互联互通等多项制度落地。

可转债：中证转债指数全周涨 1.86%至 456.87 点，走势呈"先抑后扬"，周五单日反弹 1.88%带动全周跑赢正股，估值明显修复，转股溢价率均值升至 51.95%（分位值 93.36%），百元平价溢价率中位数升至 36.65%（+6.99pct），涨幅相当部分来自估值扩张。

ETF&REITs&FOF 方面，指数表现：中证全指-0.67%，南华商品指数-0.12%，国债指数 0.02%，中证 REITS 全收-0.11%，中证转债 1.86%，中证全债 0.12%，上证指数-0.69%，深证成指-1.09%，创业板指-3.18%，科创综指 1.42%，北证 50 3.67%，中证 A500 -1.01%，中证 2000 -0.44%，红利低波-2.13%，万得微盘股指数-2.45%，恒生指数-4.52%，恒生科技-5.76%，港股通-4.64%，日经 225 -4.03%，道琼斯工业平均 0.41%，纳斯达克指数-0.71%，标普 500 -0.47%，万得全基指数-0.66%，万得股基指数-0.75%，万得混基指数-1.36%，万得债基指数 0.07%，万得货基指数 0.02%。

策略表现：股债商等权（ETF&LOF）-0.78%，宽基与跨境（ETF）-1.90%，行业与主题（ETF）0.32%，固定收益（ETF）0.15%，红利现金流（ETF）-1.56%，低价低换手（ETF）-0.58%，高息高折价（REITs）-1.55%，大小盘轮动（ETF）-0.24%，PEG（双创）1.01%，ROE 与 ROA（港股通）-1.76%，双低月调仓（可转债）0.14%，微盘月调仓（全 A）-2.25%，多资产周调仓（ETF）-0.16%。

ETF 周涨幅前五：机器人 ETF 易方达 8.87%，标普油气 ETF 富国 6.60%，机器人 ETF 华夏 4.54%，科创 AIETF 博时 3.95%，工业软件 ETF 博时 3.46%；周跌幅前五：科创半导体 ETF 华夏-12.56%，半导体设备 ETF 国泰-10.74%，半导体设备 ETF 招商-9.83%，纳指科技 ETF 景顺-9.50%，创业板成长 ETF 华夏-9.34%；今年涨幅最大：标普油气 ETF 富国 53.58%；今年跌幅最大：港股通互联网 ETF 富国-39.50%。REITs 周涨幅最大：中金重庆两江 REIT4.45%；周跌幅最大：工银蒙能清洁能源 REIT-4.92%；今年涨幅最大：中金山东高速 REIT14.13%；今年跌幅最大：易方达广开产园 REIT-39.42%。FOF 今年涨幅最大：易方达优势价值一年持有 A23.33%；今年跌幅最大：国泰优选领航一年持有-32.56%。

上周股市继续下跌，债市继续上涨，商品继续下跌，REITs 下跌。国内方面：证监会就私募投资母基金管理规定征求意见，拟明确母基金认定、分类、投资比例及穿透管理要求；两办发布科技创新与产业创新深度融合意见，提出在集成电路、工业母机、先进材料等领域推动关键核心技术攻关；DeepSeek 拟在新一轮融资中筹资约 1000 亿元，腾讯、宁德时代或为主要出资方；新央企国家数据集团正式成立，数字人民币基础设施体系同步发布。海外方面：中东局势升温，美国与以色列被指计划再次打击伊朗，伊朗已向中东地区国家发出最后通牒；美股科技股整体承压，Meta 等巨头加速融资；日本央行暗示已准备好加息；法国评级展望维持负面。

FOF 投资起点的五种核心投资思维:归零思维要放在第一位，面对同一个价格，持有者和未持有者常常作出不同判断，背后可能只是买入成本、过去的盈亏，或证明自己没有看错的需要。归零要经历清空、观照和重建：辨认这些干扰，对机会与风险保持开放，再依据事实重做选择。能否修正自己，决定了新信息能否真正进入投资判断。逆向思维则要求在参与之前，先研究投资可能怎样失败。需求未兑现、竞争侵蚀利润、买价过高，都会带来损失，却需要不同的应对。提前找到最脆弱的一环，才能有针对性地安排仓位和退出条件。在组合层面，还要追问几项持仓是否会因同一个原因同时受损，并为判断失误后的调整留出空间。周期思维提醒投资者先说清时间尺度。长期产业方向、中期盈利变化与短期资金情绪，可能给出不同的答案；人口、技术等底层条件改变后，过去的高点也未必能重现。产业思维进一步追问，技术进步创造的价值最终由谁获得。政策思维重在研究传导机制。政策改变了什么约束，企业和居民的行为是否随之变化，价格又反映了多少？沿着这些问题跟踪，才能把政策方向转化为具体判断。对于基金经理的评价的"理性、专注、能力与估值"四维框架：理性指在业绩

压力下思维与动作是否变形；专注源于热爱而非短期恐惧；能力包括对政策、产业和企业的专业判断，以及洞察事物本质的认知能力；市场估值则关注市场认可所带来的管理规模，以及这一规模与策略容量是否匹配。组合构建原则是不追求"全能型完美经理"，而是选择关键维度足够优秀的人，通过不同能力与风险特征的互补，力求改善组合的风险收益表现。

二、行业动态跟踪

大健康行业方面，中信医药指数 0.86%，跑赢创业板指数，跑赢沪深 300 指数。
医药指数宽幅震荡，有超额，部分业绩超预期标的表现较好，部分二线创新药表现较好。从医药结构来看，整体风格以防御为主，亦有寻求“进攻”迹象。部分器械由于筹码结构较好，呈现继防御性的药店、中药后的超额行情。临近业绩期结束，大部分业绩预期已体现较为充分，少量超预期标的反馈较好。

行业重要新闻及公告：
美国财政部于当地时间 10 月 22 日发布《全面对外投资国家安全法案》（COINS）实施细则征求意见稿，拟将生物技术纳入对外投资监管范围，意见征询截至 12 月 7 日，目前尚未生效。拟议规则主要针对美国资本对中国企业的股权投资、具有特定权利的债务融资、合资及绿地投资等交易。

大制造行业方面，本周电力设备及新能源（中信一级）涨幅 -3.46%，汽车（中信一级）涨幅 1.60%。电力设备板块延续偏弱表现，光伏、锂电产能过剩格局尚未缓解，产业链价格仍承压，储能项目落地节奏不及预期，电网订单兑现偏慢，板块盈利修复预期反复；汽车板块方面，前期悲观的旺季预期有所修复，部分车企销量数据向好，高端新品上市带动板块情绪回暖，叠加出口政策边际缓和，整车及零部件迎来估值修复。整体维持结构性配置思路，建议持续跟踪产品价格走势、终端需求兑现及海外贸易政策边际变化。

宜春市生态环境局发布《枧下窝锂矿采矿项目环评拟批准公示》。
中国科学技术协会名誉主席万钢在 2026 世界智能网联汽车大会开幕式上表示，2026 年上半年我国具备 L2 级辅助驾驶功能的乘用车新车渗透率已突破 70%，预计 2030 年将达到 95%以上。预期到 2030 年，L3 级自动驾驶渗透率将超过 35%。

字节跳动 Seed 团队本月更新了一批面向机器人业务的招聘岗位，范围从算法、仿真延伸到了数据采集与机器人本体硬件。

国家发展改革委最新表示，将会同有关部门，以更大力度、更实举措有效扩大内需。
海伦哲发布 2026 年三季报，2026 前三季度公司实现收入 17.84 亿元，同比增长 38%；归母净利 2.00 亿元，同比增长 13%；其中，2026Q3 实现收入 6.07 亿元，同比增长 25%，环比下降 8%；归母净利 0.73 亿元，同比下降 22%，环比下降 14%。

特斯拉 Q3 关于 Optimus 的论述总结,弗里蒙特周产 2w 产线已落地，核心看爬坡节奏：预计至少需要一年，可达到 2 万台/周（年化 100 万台+产能）。部分设计仍在迭代。规划 27 年底正式对外销售 Optimus：明年年底前，也将向特斯拉以外的公司提供 Optimus，解决 AI、机电设计、可靠性以及机器人的使用寿命这些问题。
特斯拉本次业绩会对智驾传递来看：AI5 芯片 2027 年 4 月先上机器人 Optimus，推测后续上 FSD 也指日可待，这款芯片对 FSD 能力更上一个台阶非常重要。

车辆载体：Cybercab 预计 2026 年底前交付车队客户，且扩展更多城市实现 7*24 小时运营，年产能 12.5 万台+
B 端场景：Robotaxi 首次给出明确收入节奏：预计 2027Q2 开始体现，2027Q3/Q4 成为重要贡献
C 端场景：北美新车 FSD 选装率超 75%，环比提升约 20pct；全球 FSD 付费客户约 170 万，订阅首次占比过半
平高 26Q3 营收 27.78 亿元，同比增长 1.39%；归母净利润 4.14 亿元，同比增长 30.50%。西电 26Q3 营业收入 65.8 亿元，同比+16.0%；归母净利润 4.7 亿元，同比+36.9%。两者均超出市场预期。

人形机器人是唯一有明确产业催化的进攻方向——宇树科技发布新款人形机器人“H2-X 功夫传奇·守护”，官方称续航约 8 小时、可徒手抬车、4 米高空平稳落地，2026 世界物理 AI 大会暨宇树合作伙伴生态大会召开。

三、兴合观点

公募基金投资部梁辰星（权益）观点：
资金端关注题材股、微盘股强度，如果这一风格不变，短期科技股或难有贝塔。此外主题型投资和短期有景气度的低筹码板块或存在机会，物理 AI、AI 漫剧、端侧、数据要素，可加大交易关注，争取绝对收益。

公募基金投资部蒋婷婷（权益）观点：
目前对市场的压制因素依然主要来自外部。大类资产和贵金属受此压制。周末增量有两条，五中全会明日开幕、会期至 10 月 29 日，公开议程为全面从严治党议题；11 月上旬关税威胁生效日、中期选举与管制到期三线节点集中，中美磋商进展是下周最大外部变量。
结构上关注：1）高景气行业。AI 硬件相关行业如半导体、元件、通信设备等 2026 年万得一致预测净利润同比增速较高。此外可以关注生物制品、化学纤维、航海装备等领域盈利预期也较好。2）中大市值科技股（AI 硬件产业链）估值已回落至相对合理区间，而产业趋势与长期成长逻辑并未被破坏。筹码结构经过充分消化后，一旦市场企稳反弹，有望成为弹性最为突出的抓手。3）寻求安全边际。从盈利能力与估值的匹配关系看，上游周期和中游制造细分领域行业仍有机会。其中上游周期包括工业金属、煤炭开采、航运港口等细分行业；中游制造包括化学制品、汽车零部件、炼化及贸易、电网设备等细分行业。

公募基金投资部魏婧（固收）观点：
债市高位，周五长端在股市反弹下略有调整。

公募基金投资部祁晓菲（固收）观点：
下周关注跨月资金扰动及风险偏好变化带来的波动。

专户基金投资部孙祺（权益）观点：
目前三季报发布情况看，较为稳定，但总体已经有走弱迹象。当前国内政策稳，而海外不确定性高，特别是美伊战争升级，防风险仍是主要考虑的。

【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。