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

兴合基金投研周报

2026.10.26-10.30

兴合基金投研团队

一、本周行情回顾

行情方面，本周 A 股大幅调整，结构分化达到极致。上证指数收于 3599.02 点，周跌 2.48%；沪深 300 跌 2.92%；深证成指跌 7.20%，创业板指跌 10.08%，科创 50 跌 13.73%，中证 500、中证 1000 分别跌 8.05%、8.51%，北证 50 跌 10.07%。中小盘与硬科技是杀跌主力。港股相对抗跌，恒生指数涨 0.87%收 23294.42 点，恒生国企指数涨 1.37%，恒生科技跌 3.02%；美股道指跌 0.85%、标普 500 跌 0.57%、纳指跌 2.00%，其中 10 月 30 日单日纳指重挫 2.86%。

行业层面，申万一级行业仅 6 个上涨：银行+4.97%、石油石化+3.50%、食品饮料+3.29%、煤炭+2.97%、交通运输+2.44%、家用电器+0.34%；跌幅居前为通信-14.77%、电子-13.82%、计算机-10.85%、建筑材料-8.79%、机械设备-8.20%。红利、资源与消费防御特征鲜明，TMT 遭遇系统性杀估值。成交并未萎缩：本周日均成交额 1.60 万亿元，较上周 1.575 万亿元微增 1.52%，日均成交 1002 亿股。

海外来看：美联储 10 月 28 日以 10:2 维持利率 3.75%—4.00%，两位委员主张加息，市场对 12 月加息预期仍达 78.4%；美国三季度 GDP 环比折年 3.4%，9 月 PCE 同比升至 3.6%、核心 3.1%，压制全球估值。同时，霍尔木兹海峡袭船事件升级，布伦特原油升至 114.88 美元/桶、创 7 个月新高，推升油运与石油石化并加剧通胀担忧。

国内来看，政策密集，二十届五中全会 10 月 26—29 日召开，公报强调"用好用足宏观政策、深入挖掘内需潜力"、实现"十五五"良好开局；央行 10 月 30 日宣布政策利率"换锚"，11 月 2 日起每个工作日开展隔夜逆回购、利率 1.25%；8000 亿元新型政策性金融工具完成投放；但 10 月制造业 PMI 回落至 49.3%、非制造业 49.7%。

行业方面，AI 叙事明显受挫：谷歌财报后单日跌 12%，天孚通信、迈威尔科技业绩与收购 Lumentum 引发光模块利润率担忧，海外算力链调整直接传导至 A 股通信、电子；存储景气仍强，SK 海力士三季报超预期，三季度 DRAM 合约价环比涨 13%—18%；白酒三季报释放改善信号，成为周五少数亮点。

后市展望方面，市场处于"政策底已现、市场底待确认"的震荡筑底阶段，上证指数正在构筑阶段性底部，11 月上半月以弱势震荡和结构再平衡为主，下行空间有限。压制项尚未解除：12 月加息预期、油价高企与美国中期选举（11 月 3 日）不确定性并存；支撑项则在累积：五中全会定调内需、政策性金融工具落地、公募基金运作规则修订与主动 ETF 等制度供给推进，且三季报披露结束后进入业绩真空期，题材修复窗口打开。

债市方面，利率债收益率变动（10/23 至 10/30）：国债 1 年 1.1714%、下行 0.8bp，5 年 1.3532%、持平，10 年 1.6500%、上行 1.0bp，30 年 2.0826%、上行 1.5bp。
走势分三段：
①周一至周三：税期顺延至 26 至 28 日、27 日 9000 亿 MLF 到期且当月净回笼 2000 亿，央行连续顶格投放万亿隔夜逆回购，但资金边际收敛。
②周四：股债跷跷板效应下，债市达到情绪高点，10 年活跃券收 1.6110%（盘中最低 1.6060%），

30 年收 2.0525%，国债期货全线收涨。
③周五：跨月资金收紧，DR007 一度冲高 7bp 至 1.40%上方，资金情绪指数创新高，叠加信用风险传闻与交易拥挤，长端急跌，10 年单日反弹 2.7bp、30 年反弹 3.6bp，30 年国债期货主力跌 0.94%，创 3 月以来最大单日跌幅。
政策利率"换锚"落地：央行公告自 11 月 2 日起，每个工作日开展隔夜逆回购招标（固定利率、数量招标，利率 1.25%）；7 天逆回购改为固定数量、利率招标、多重价位中标，主要在税期、月末开展；其他工具加减点基准同步改挂隔夜利率。利率上行幅度收窄。

可转债全周表现：中证转债指数收 443.12、跌 3.01%，周五单日跌 2.10%、成交 707 亿；305 只中仅 30 只上涨，涨跌幅中位数-2.51%、均值-3.40%；价格中位数由 128.0 元降至 125.4 元，转股溢价率中位数由约 56%升至 62.9%。
价格越低越抗跌：110 元以下平均跌 0.8%，110 至 130 元跌 2.3%，130 至 150 元跌 3.5%，150 元以上跌 8.2%。
下跌原因：一是正股拖累，转股价值随之下移；二是溢价压缩，前期溢价率处历史高位，正股下跌时期权价值加速衰减；三是负债端扰动，固收+净值回撤引发被动赎回。周五利率债同步大跌，债底缓冲削弱。

ETF&REITs&FOF 方面，指数表现：中证全指-5.73%，南华商品指数-0.99%，国债指数 0.10%，中证 REITS 全收-1.26%，中证转债-3.01%，中证全债-0.04%，上证指数-2.48%，深证成指-7.20%，创业板指-10.08%，科创综指-11.53%，北证 50 -10.07%，中证 A500 -4.37%，中证 2000 -8.39%，红利低波 3.90%，万得微盘股指数-8.62%，恒生指数 0.87%，恒生科技-3.02%，港股通 0.26%，日经 225 0.95%，道琼斯工业平均-0.85%，纳斯达克指数-2.00%，标普 500 -0.57%，万得全基指数-3.03%，万得股基指数-5.24%，万得混基指数-4.73%，万得债基指数-0.33%，万得货基指数 0.02%。
策略表现：股债商等权（ETF&LOF）-0.73%，宽基与跨境（ETF）-3.60%，行业与主题（ETF）-2.88%，固定收益（ETF）-0.31%，红利现金流（ETF）-0.96%，低价低换手（ETF）-1.99%，高息高折价（REITs）-2.12%，大小盘轮动（ETF）-4.09%，PEG（双创）-7.63%，ROE 与 ROA（港股通）-0.14%，双低月调仓（可转债）-1.68%，微盘月调仓（全 A）-9.58%，多资产周调仓（ETF）-0.15%。
ETF 周涨幅前五：标普油气 ETF 富国 6.46%，能源 ETF 汇添富 5.94%，纳指生物科技 ETF 汇添富 5.32%，银行 ETF 富国 5.25%，银行 ETF 华宝 5.18%；周跌幅前五：巴西 ETF 易方达-22.73%，科创半导体 ETF 华夏-20.49%，半导体设备 ETF 国泰-17.96%，创业板算力 ETF 易方达-17.18%，创业板人工智能 ETF 华宝-16.14%；今年涨幅最大：标普油气 ETF 富国 63.50%；今年跌幅最大：港股通互联网 ETF 富国-40.93%。REITs 周涨幅最大：广发成都高投产业园 REIT1.52%；周跌幅最大：中金联东科创 REIT-9.36%；今年涨幅最大：中金山东高速 REIT14.01%；今年跌幅最大：易方达广开产园 REIT-44.57%。FOF 今年涨幅最大：易方达优势价值一年持有 A22.89%；**今年跌幅最大：**国泰优选领航一年持有-36.16%。
上周股市继续下跌，债市继续上涨，商品继续下跌，RIETs 继续下跌。国内方面：党的二十届五中全会在北京举行，审议通过关于持之以恒推进全面从严治党的重要决定；央行宣布调整公开市场操作机制，隔夜逆回购操作利率定为 1.25%，货币政策正式“换锚”，同时强调继续实施适度宽松的货币政策；证监会要求全力稳市场稳预期；经济数据方面，10 月制造业 PMI 回落至 49.3%，前三季度工业企业利润同比增长 15.5%；8000 亿元新型政策性金融工具完成投放，央行设立债市非银大额赎回互换便利。海外方面：美联储与欧洲央行均维持利率不变，但货币政策收紧压力有所上升；美国科技巨头财报表现分化，人工智能巨额资本开支

及现金流压力引发市场担忧，科技股遭遇集中抛售；国际金银价格大幅下跌；美伊军事冲突风险再度升温，外交斡旋与军事威胁交织，全球金融市场波动加剧。

FOF 基金 2026 年三季报解析：截至 3Q2026，全市场共有 670 只公募 FOF，相比于上季度末增加 51 只，基金规模合计为 3036.79 亿元，相比于上季度末减少 76.05 亿元，减少 2.44%。3Q2026 偏债型、平衡型以及偏股型 FOF 基金区间收益率中位数分别为-0.93%、-7.28%以及-14.24%，均值分别为-1.44%、-7.23%以及-13.82%。从三季度末的持仓数据来看，FOF 基金的资产配置呈现出新的变化。债券 ETF 在 FOF 持仓中的存在感明显增强，多只短融、信用债、政金债及国债 ETF 跻身 FOF 持有数量最多的基金行列。与此同时，三季度 FOF 增持较多的基金也集中在债券型基金，反映出 FOF 对固定收益类资产的配置需求。值得注意的是，尽管债券类产品受到 FOF 青睐，但从持仓市值来看，黄金 ETF 仍然占据前列，沪深 300ETF、红利 ETF、半导体 ETF 等权益类产品仍保持较高配置规模。

Wind 数据显示，截至今年三季度末，公募基金总规模约为 38.28 万亿元，较二季度末降幅约 0.80%。其中，非货基金规模约 22.48 万亿元，较二季度末减少 4866.87 亿元，降幅约 2.12%。值得一提的是，截至三季度末，债券基金总规模超过 12.6 万亿元，创历史新高。相较于二季度末，债基规模单季度增加超 5000 亿元，获净申购超过 2800 亿份。此外，另类投资基金、公募 REITs 表现也较突出。截至三季度末，另类投资基金规模增至 3196.92 亿元，单季度规模增幅 13.78%；公募 REITs 规模增至 2333.08 亿元，增幅 8.45%。

二、行业动态跟踪

大健康行业方面，中信医药指数-2.13%，跑赢创业板指数，跑赢沪深 300 指数。

本周生命科学上游表现活跃，主要得益于 AIDD 行情带动，金斯瑞生物科技、百普赛斯等代表个股表现亮眼。线下药店板块涨幅明显，上涨 5.09%；医院板块上涨 2.59%，医药流通板块上涨 0.51%，

行业重要新闻及公告：

10 月 26 日，Anthropic 招股书披露，将生物学和医学列为 AI 可能产生重要价值的领域。

大制造行业方面，本周电力设备及新能源（中信一级）涨幅 - 5.29%，汽车（中信一级）涨幅 - 3.59%。主要受成长板块整体情绪走弱压制，板块估值进一步下修；电力设备板块方面，电网招标落地节奏慢于前期预期，储能订单兑现偏弱，光伏、锂电产能出清不及预期，海外贸易壁垒担忧升温，产业链价格持续走弱，盈利下修预期强化；汽车板块方面，终端零售持续偏弱，旺季尾声去库压力加大，车企促销力度加码挤压利润，海外贸易审查风险抬升，市场下调整车及零部件盈利预期。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。

国家能源局预计，“十五五”时期，全国算力用电量年均新增 1000 亿千瓦时以上，到 2030 年将达到 8000 亿千瓦时，占全社会用电量的 6%左右。

海博思创公司 Q3 业绩同环比延续较好增速/全年业绩具备支撑，对中期需求保持信心，公司经营 1、全年出货目标不变，Q2 末库存均有对应项目，预计 Q3 基本完成出货（预计 Q3 同环比延续较好增速）。2、1）国内滚动在手独储项目指标保持充裕；2）海外 26 年新签订单有望至 30GWh、欧美数倍增长；3）26 年底～27 年初运营达到 40-50GWh（看项目转商进度）。

【比亚迪】2026Q3 归母净利 100.2 亿元，同增 28.1%。【单车数据】按我们最新模型拆分 26Q3 汽车单车收入约 13.1 万元（剔除电子和电池外供收入），环比−1.9%；单车毛利约 2.51 万元，环比−8.4%；单车扣非归母净利润约 6,001 元，环比−12.1%。

【德业股份】2026Q3 归母净利 15.5 亿元，同增 88.5%。

【东方电气】2026Q3 归母净利 11.3 亿元，同增 6.5%。
【天赐材料】2026Q3 归母净利 10.4 亿元，同增 581.7%。
【麦格米特】2026Q3 归母净利 2.1 亿元，同增 438.0%。
【宏发股份】2026Q3 归母净利 6.5 亿元，同增 29.4%。
【潍柴动力】潍柴动力 2026 年三季度经营业绩创历史新高，前三季度数据中心发电产品销量 2700 余台，同比增长近 200%，仅三季度单季销售量达到约 1300 台。
【卡特彼勒】交付周期进一步拉长，燃气轮机、燃气内燃机主用电源订单已排至 2029 年-2030 年，柴油备用电源订单部分排至 2028 年。

东方电缆 2026 年三季报分析：海洋业务 Q3 确收放量，未来确收仍具显著支撑，26Q1-Q3 实现营业收入 101.00 亿元，同比+34.70%；归母净利润 10.44 亿元，同比+14.18%。单季度看，26Q3 实现营业收入 43.01 亿元，同比+40.27%；归母净利润 4.79 亿元，同比+8.56%。
谷歌昨晚公布业绩后股价大跌接近 10 个点，主要是一方面主业搜索业务市场担心受 AI 冲击，另一方面，虽然云业务大幅增长，但仍然投入和回报不匹配，现金流很差，显示市场仍然非常担心谷歌 AI 商业化回报可能会比较慢。
【国电南瑞】2026 前三季度归母净利 49.1 亿元，同增 1.2%；Q3 归母净利 18.4 亿元，同降 3.4%。
【三花智控】2026 前三季度归母净利 30.7 亿元，同降 5.4%；Q3 归母净利 10.2 亿元，同降 9.6%。
【湖南裕能】2026 前三季度归母净利 42.6 亿元，同增 560.1%；Q3 归母净利 13.5 亿元，同增 296.8%。
【杉杉股份】2026 前三季度归母净利 12.5 亿元，同增 341.0%；Q3 归母净利 4.3 亿元，同增 461.4%。
【科华数据】2026 前三季度归母净利 4.8 亿元，同增 40.2%；Q3 归母净利 0.9 亿元，同降 14.0%。
【嘉元科技】2026 前三季度归母净利 5.6 亿元，同增 1275.2%；Q3 归母净利 1.8 亿元，同增 4264.2%。
26Q3 海螺交出了过去 20 年单季最差盈利表现，主要原因两方面，a）26 年以来行业协同尤其无序、出现了大量的无序竞争（预计不会是常态）；b）广东环保督察对量的额外影响。历史至暗时刻，但综合水泥行业特点，预计往后展望亦不会更差。

三、兴合观点

公募基金投资部梁辰星（权益）观点：
长期基本面无变化，受外部不确定因素影响，资金谨慎，回流不积极。

公募基金投资部蒋婷婷（权益）观点：
结构上，可关注"红利打底、消费修复、科技待出清"的哑铃型配置。其一，银行、石油石化、煤炭、交运等红利与资源品仍是资金避风港，但本周涨幅已大，需警惕交易拥挤与油价回落的反向风险。其二，食品饮料、医药生物及服务消费受益于三季报改善和"加强消费基础设施建设"政策，或是攻守兼备的修复方向。其三，通信、电子、计算机的调整尚未结束，需等待海外算力财报与股价企稳，但 AI 与存储的中期景气未被破坏，可逢低分批布局国产算力与存储链。主题上关注"十五五"相关的内需提振、城市更新（地下管网改造约 77 万公里）与能源安全。

公募基金投资部魏婧（固收）观点：
因赎回的流动性问题以及华发债信用影响，周五债市显著调整。

公募基金投资部祁晓菲（固收）观点：
11 月政府债发行仍有放量压力；A 股是否能企稳反弹，股债跷跷板如何演绎有待继续观察。

专户基金投资部孙祺（权益）观点：
下周企稳的关键变量在海外而非国内资金面，继续密切关注美国中期选举和美伊战争进展、AI 大厂经营特别是现金流情况。

【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。