

# 2026 Q4 Investment Outlook

高利率下的盈利兑现：AI 资本周期、能源约束与第四季度市场方向

As of 13 October 2026（市场价格截止 10 月 12 日最近完整收盘价；利率使用最近可得完整交易日数据）

## 核心结论

Q4 基准判断：继续偏多美股，但指数空间有限，超额收益主要来自结构性分化。S&P 500 基准区间为 7,760–8,265 点（相对当前约-1%至+6%）；这一回报主要依赖盈利继续上修，而不是 P/E 扩张。接近 3%的实际利率和较高期限溢价仍会限制整体估值，盈利质量和资本回报因此比市场 Beta 更重要。

AI 是本赛季最重要的相对机会来源。硬件产业盈利仍强，但市场已经开始检验 2028–2030 年的利润持续性，下一轮领先需要远期 EPS/FCF、供给纪律和资本回报继续兑现。与此同时，AI 正从基础设施建设（Build AI）向企业部署与实际使用（Deploy / Use AI）扩展；能够把 AI 转化为合同价值、生产环境使用、利润率和自由现金流的软件与应用平台，正在形成新的相对机会。

能源是 Q4 最重要的宏观开关。我们的基准判断仍是 WTI 回到 80–90 美元：海湾原油可获得性改善，使地缘与物流风险溢价具备回落基础，并有望同时缓和通胀和长端利率压力。11 月 3 日中期选举强化了这一时间窗口；若选举后地缘风险重新上升、WTI 重新站稳 105 美元，则会明显削弱当前基准判断。

资产方向因此很清楚：美股维持偏多但重选股；AI 硬件优先长期利润可验证的平台和真实物理瓶颈；高质量企业软件与应用平台的相对吸引力上升；原油维持偏空；长周期美债和高收益信用继续保持克制。

## 一、当前环境：年初判断走到了哪里

2026 年初，我们判断股票定价会从“市场愿意给多高估值”，逐步转向“哪些估值能够被盈利和现金流真正兑现”。进入第四季度，这一变化已经十分清楚：盈利仍在上修，但估值并没有同步扩张。当前市场的核心矛盾，是强劲盈利能否继续抵消高实际利率和高期限溢价带来的估值压力。

### 1.1 2026 美股上涨的本质：盈利上修抵消了估值压力

2026 年美股的上涨，本质上是一轮“盈利上修超过估值压缩”的行情。FactSet 数据显示，S&P 500 的 CY2026 EPS 预测从 2025 年末约 311 美元提高到 9 月底约 362 美元，增幅约 16%；同期指数明显上涨，而未来 12 个月 P/E 从约 22 倍回落至 19 倍。股价上涨发生在估值收缩期间，说明今年市场的主要推动力来自盈利预期改善。

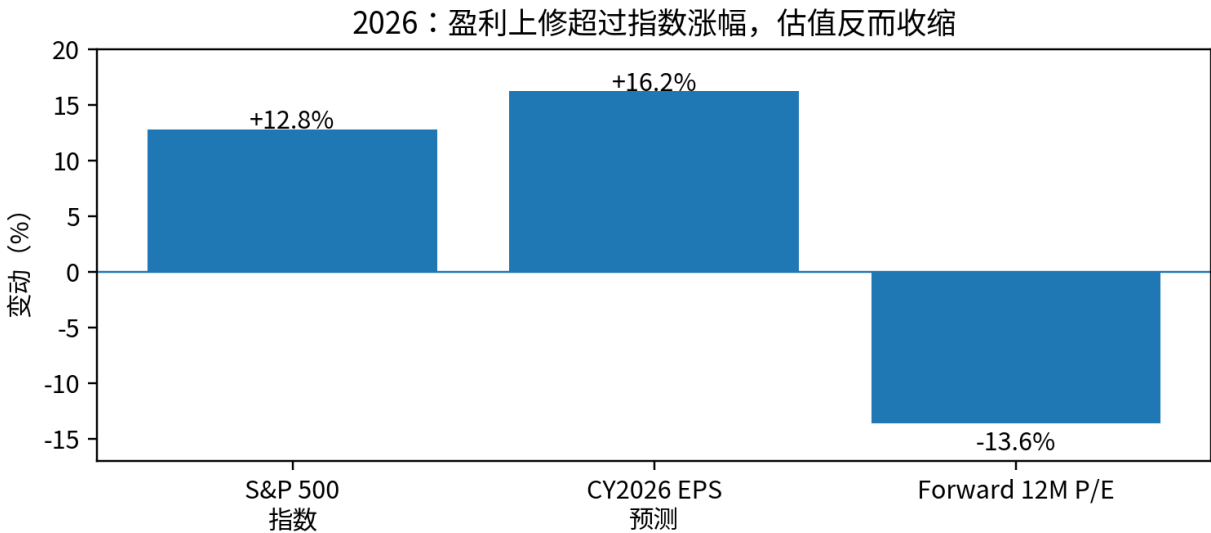


图 1 | 2026 年美股上涨主要由盈利上修驱动，估值反而收缩。来源：FactSet；S&P 500 历史收盘价，2026 年。

这也说明高利率并没有失去作用，它已经通过压低估值体现出来，只是盈利改善暂时更强。对 Q4 而言，最重要的不是利率绝对水平，而是盈利修正能否继续向上。只要固定财年 EPS 继续上修，即使 P/E 不提高，指数仍有上涨空间；一旦盈利修正停滞，高实际利率和期限溢价就会重新成为更直接的估值约束。

盈利上修本身也具有异常强度。FactSet 数据显示，过去 5 年和 10 年，Q3 期间分析师通常会把当季 EPS 预测分别下调约 2.2%和 2.5%；2026Q3 却反而上调 1.4%。这说明市场对同一盈利期的判断仍在改善，而不是单纯受预测窗口向后滚动影响。

当前约 18.6 倍 CY2027 EPS、约 19 倍未来 12 个月 P/E 并不极端，但在接近 3%的实际利率环境下也不便宜。基准情景更合理的假设，是固定财年 P/E 维持在 18.25-19.0 倍，指数上涨主要由盈利推动。只有当能源和期限溢价下降、实际利率回落而盈利不下修，同时盈利改善从少数领导行业向外扩散时，19.5-20.5 倍才有更充分依据；这属于乐观情景，而不是基准情景。

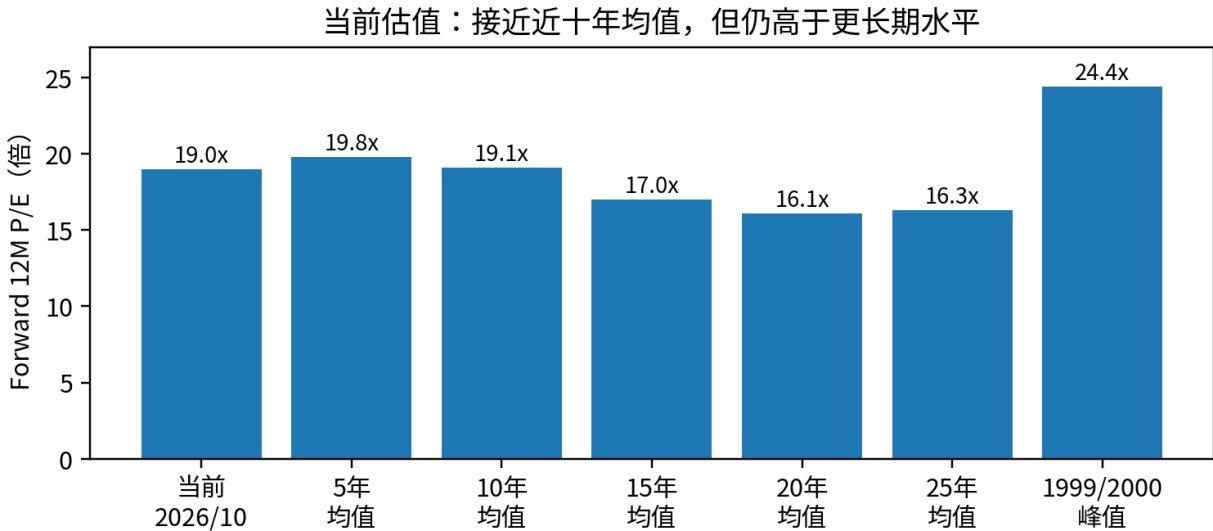


图 2 | 当前估值接近近 5-10 年均值，但仍高于更长期水平。来源：FactSet，2026 年 10 月。

1.2 高利率下的估值前景：以稳定为主，回升仍待条件改善

2026 年出现了一个重要组合：长端利率显著上升，股票却仍然上涨。10 年期美债收益率从年初约 4.19%升至约 5.2%，其中大部分来自实际利率上升，期限溢价也处于多年高位。这种利率结构一部分来自真实投资需求和更高资本回报预期，可以与强盈利并存；另一部分来自财政供给、久期风险和融资拥挤，会直接压低合理估值。

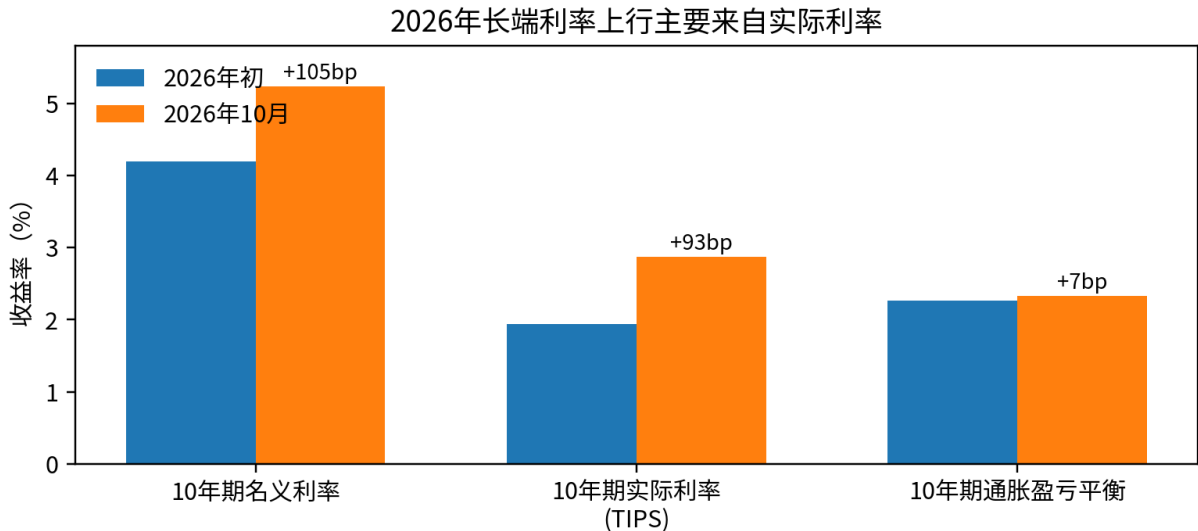


图 3 | 2026 年长端利率上行主要来自实际利率。来源：Federal Reserve H.15 / FRED，截至 2026 年 10 月 8 日。

估值能否重新上升，取决于利率变化的来源。如果长端利率下降主要来自能源压力和期限溢价缓和，而固定财年盈利继续上修，那么折现率下降与现金流改善会同向作用，市场有条件获得温和估值提升；如果利率下降来自增长和盈利转弱，更低折现率未必能够抵消现金流下修。

**Q4 的估值结论很明确：基准情景不依赖 P/E 扩张，明显的估值提升只属于乐观情景。未来若出现“能源与期限溢价下降、实际利率回落、盈利继续上修、盈利广度改善”这一组合，市场才有充分理由重新支付更高倍数。**

1.3 历史科技资本周期的启示：资产价格可以先于产业盈利转向

1999 年的重要启示，是资产价格、融资条件和产业盈利可以处在不同阶段。科技革命、盈利增长和资本开支都可能真实存在，而资产价格仍会更早开始重新评估未来利润。历史上，Nasdaq 在供应商订单和通信资本开支真正见顶之前先见顶，随后融资条件恶化，产业盈利和资本开支才更晚反转。

| 维度    | 1999                                         | 2026                                                       |
|-------|----------------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| 利率    | 10Y 约 4.65%→6.28% (+163bp)                   | 10Y 约 4.19%→5.24% (+105bp)；TIPS 约 +93bp                    |
| 股市    | S&P +20%；Nasdaq +86%                         | S&P 约+14%；Nasdaq 约+18%（至 10/9）                             |
| 估值/盈利 | S&P 预期盈利收益率约 4%（约 25x）；Nasdaq 历史盈利收益率降至 0.5% | S&P forward P/E 约 19x；CY2026/CY2027 固定财年 EPS 今年约上调 15%-16% |
| 市场分化  | >50% S&P 成分股全年下跌                             | >40% S&P 成分股年内下跌；成分股中位数约+4%                                |
| 资本周期  | 通信/IT 资本开支快速扩张，后期容量增长超过可变现需求                 | AI 资本开支宏观化；数据中心利用率仍高，但资本约束与项目分化上升                          |
| 关键区别  | 估值与投机宽度进入极端区间                                | 主要风险是盈利预期过高与资本回报，而非指数已复制 1999 极端估值                         |

这段历史对 2026 年第四季度最重要的启示，是资产价格可以在产业盈利仍然强劲时，提前重新评估未来增长、融资成本和资本回报。当前与 1999 年的关键区别在于，S&P 500 整体估值远未达到当年的极端水平，固定财年盈利仍在上修，企业资本开支也没有出现广泛收缩。因此，我们不认为近期科技股估值回落已经意味着本轮盈利周期见顶。更合理的判断是，市场正在从“只要盈利增长就愿意提高估值”，转向“盈利仍需继续兑现，但价格开始更严格地区分增长质量和持续时间”。这意味着 Q4 指数仍有盈利支撑，但广泛估值扩张的空间有限，市场内部的分化反而更可能进一步加深。

这种“资产价格先重新定价、产业盈利仍在兑现”的错位，在 AI 资本周期中表现得尤其明显，也是第二章需要进一步判断的核心问题。

二、Q4 核心展望：从资本周期到资产价格

2.1 三时钟框架：盈利仍强，融资开始分化，市场定价率先变化

理解当前 AI 资本周期，需要同时观察三条时间线：资产价格反映市场愿意为未来支付多少，融资条件决定新增资本能否继续进入，产业盈利则检验已经投入的资本是否真正转化为收入、利润、自由现金流和 ROIC。10 月以来最重要的新信息，是三者之间的错位进一步扩大，而 AI 需求本身并没有突然消失。

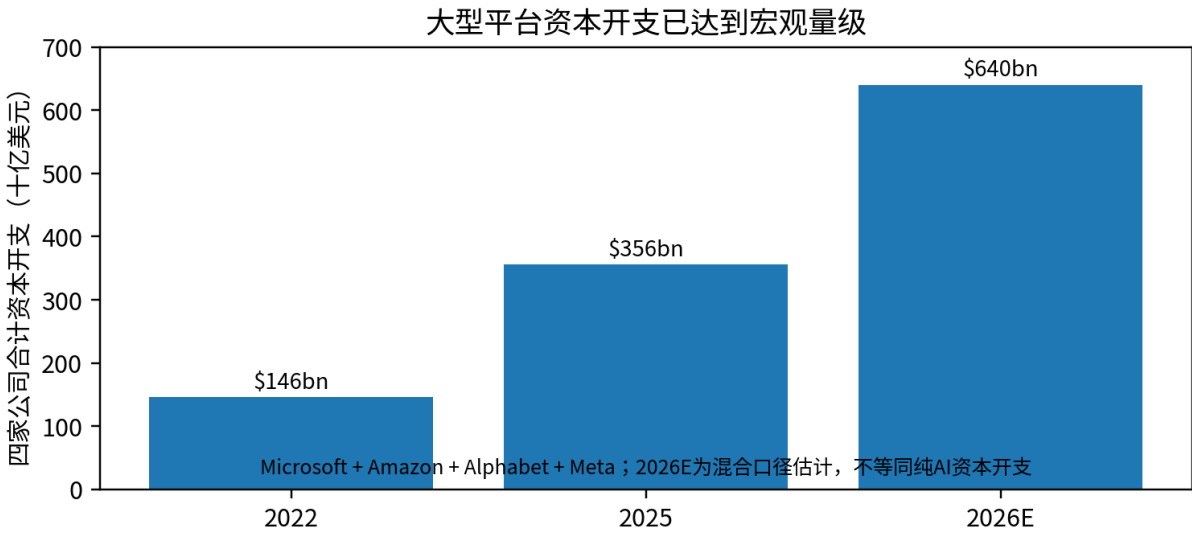


图 4 | 大型平台资本开支已经达到宏观量级。来源：公司披露、管理层指引及市场估计；2026E 为混合口径，不等同纯 AI 资本开支。

产业盈利仍然强。北美核心数据中心容量快速扩张，但空置率仍降至约 1.4%，超过 80% 的在建容量已经预租；Micron 等硬件公司的收入、盈利和客户承诺继续明显超预期。这些证据仍不支持广泛过剩已经形成。市场真正开始质疑的，是当前高利润能否延续到 2028-2030 年。

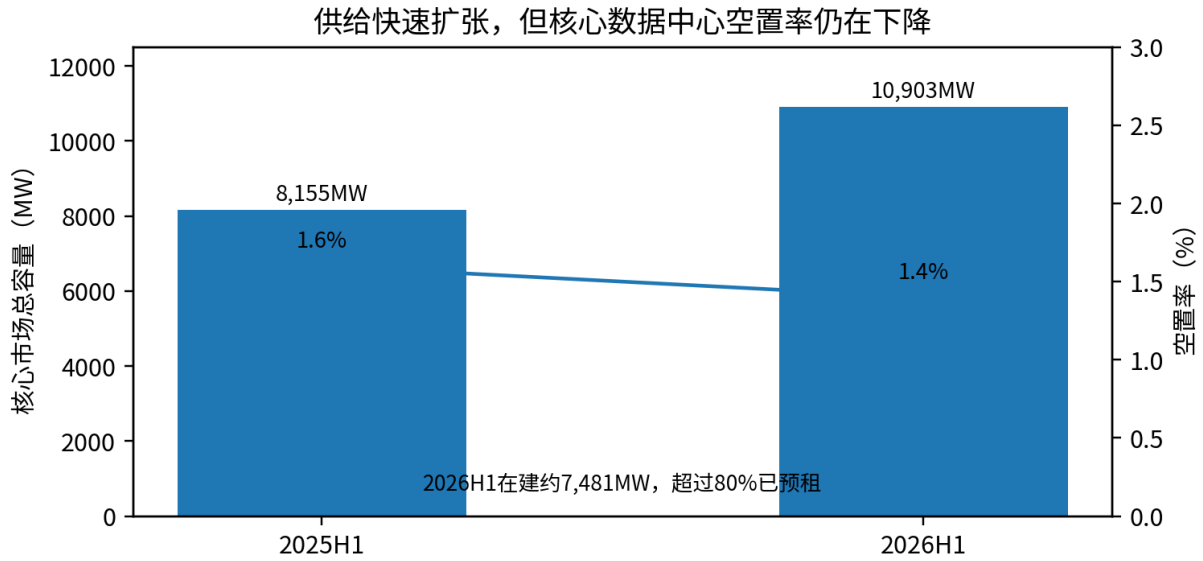


图 5 | 供给快速扩张的同时，核心数据中心空置率仍在下降。来源：CBRE North America Data Center Trends, 2025H1-2026H1。

融资条件则从普遍宽松转向明显分层。Firmus 撤回 IPO、CoreWeave 债券二级收益率显著上升，说明远期产能、杠杆和资产残值风险开始受到惩罚；与此同时，高质量发行人仍能获得大规模认购，广泛投资级信用利差也没有失控。资本并没有关闭，而是开始要求更清楚的质量、现金回报和信用支撑。

判断 AI 项目的资本负担，应依次观察经营现金流、资本开支、自由现金流和外部融资依赖。以 CoreWeave 为例，2026H1 经营现金流约 36.6 亿美元，购买 PP&E 现金支出约 141 亿美元，同时融资现金流入约 140 亿美元，显示其扩张高度依赖外部资本。相比之下，能够用经营现金流覆盖大部分投资的平台型公司，对资本市场的依赖明显更低。

当前三小时钟定位很清楚：产业盈利仍强，融资从普遍扩张转向质量分层，资产价格最先进入重新定价。基准判断仍是 AI 资本周期继续扩张，但市场会越来越严格地区分谁能把高需求转化为长期现金回报。

2.2 AI 硬件的价格—盈利背离：市场开始重新评估长期利润持续性

近期硬件股最重要的现象，是短期盈利、远期盈利预期和估值倍数开始明显分离。Micron 给出的下一季收入和盈利指引显著高于市场预期，长期客户承诺和剩余履约义务（RPO）继续增加，但财报后的股价反应有限，随后存储与更广泛半导体板块继续回落。好消息仍在兑现，只是市场不再自动把它转换成更高 P/E。

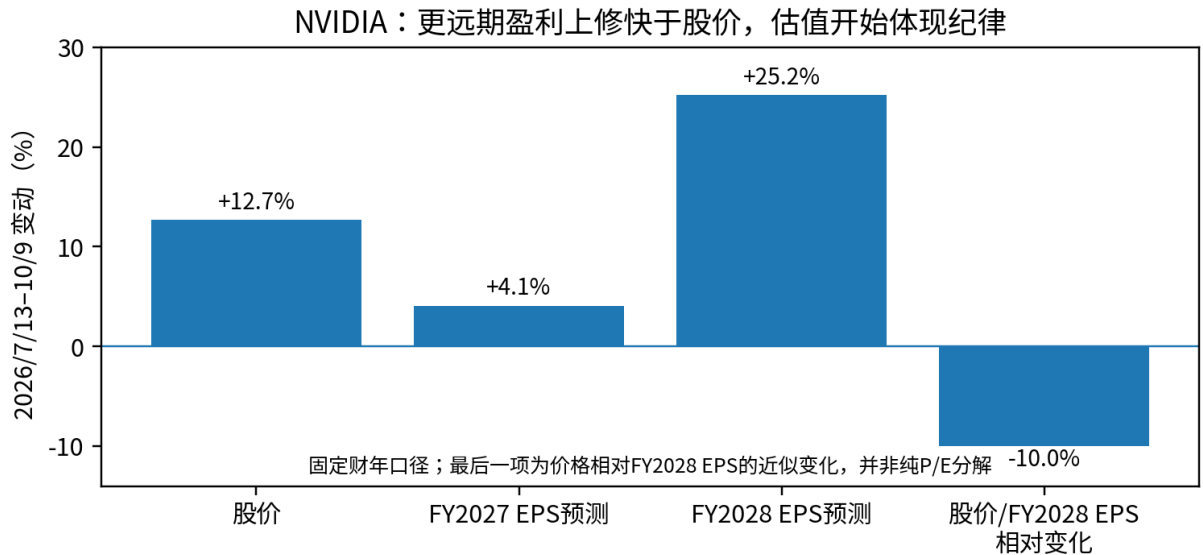


图 6 | NVIDIA 同一窗口内，更远期 FY2028 EPS 上修快于股价，价格相对远期盈利反而收缩。来源：Yahoo Finance 分析师预测与历史价格，2026 年 10 月；研究计算。

市场正在把定价时间拉得更长。下一季度业绩超预期只能证明近期利润仍强；FY2028-2030 固定财年 EPS 和 FCF 继续上修，才能证明高利润的持续时间正在延长；估值是否重新提升，还取决于供给扩张、竞争、技术替代和资本成本会不会侵蚀这些远期利润。三者必须分别验证。

因此，硬件内部会继续明显分化。GPU 与 AI 全栈平台自身资本负担较低，关键是 2029 年后的竞争和系统价值能否维持；存储/HBM 当前现金流极强，但供给扩张和传统周期属性意味着低估值可能长期存在；服务器与系统集成经济租金取决于服务、客户关系和系统能力；光互连仍有真实瓶颈，但已经经历显著重估，下一阶段更依赖扩产后的定价和跨代持续性；电力、配电和冷却的供给弹性更低、技术折旧更慢，长期利润持续性相对更好，但估值也已经明显提高。Q4 更可能由少数能够证明远期利润持续性的硬件节点重新领先，而不是整个 AI 硬件链同时获得估值提升。

2.3 能源：Q4 最重要的宏观开关，不是单纯的商品观点

油价的重要性不仅在能源资产本身，还在于它决定高利率中有多少来自通胀和政策约束。当前 WTI 和 Brent 仍明显高于冲突前水平，但海湾原油与凝析油出口已经恢复至战前约 91%，沙特原油出口也接近正常。最极端的“原油不可获得”情景已经明显缓解，当前价格中仍包含较高的地缘与物流风险溢价。

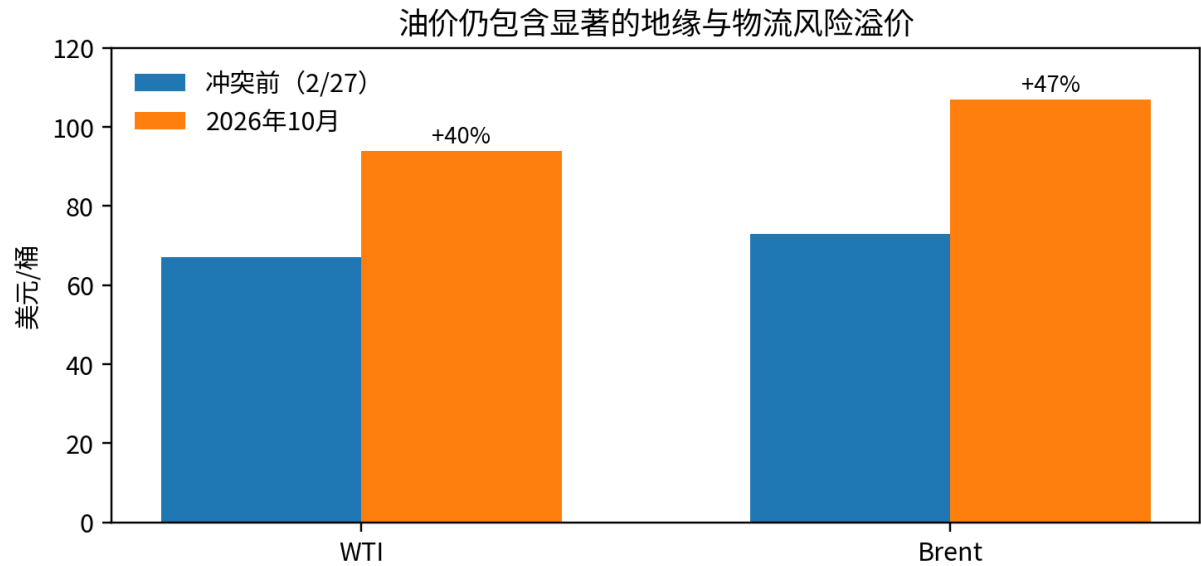


图 7 | 油价仍包含显著的地缘与物流风险溢价。来源：Reuters 市场价格及原油供给数据，2026 年 10 月 11-12 日。

虽然供给已有较大恢复，霍尔木兹原油流量仍只有战前约 74%；海湾成品油出口恢复更慢，美国馏分油库存偏低，航运成本也处于高位。因此油价下行的基础来自原油可获得性改善，而下行空间又被成品油、航运、保险和库存约束限制。

因此，基准情景把 WTI 放在 80-90 美元，而不是直接回到战前约 67 美元。若风险溢价按这一幅度回落，通胀压力和长端利率中的不利成分会同时减弱，而经济本身不需要先进入衰退；这比单纯依靠增长走弱换取降息，更有利于股票。

如果在供应恢复、政策降价和选举前政治激励都存在的情况下，WTI 仍长期停留在 95-100 美元以上，尤其重新站稳 105 美元并带动通胀预期上升，就说明物理和地缘约束比当前判断更强，悲观情景的概率也会明显上升。

2.4 中期选举：历史市场规律与 Q4 政策催化窗口

美国中期选举后的市场表现具有明显的历史规律。Schwab 统计显示，1974 年以来的 13 次中期选举中，S&P 500 在选举后 3 个月平均上涨 5.7%，其中 11 次取得正收益；选举后 6 个月平均上涨 12.4%，13 次全部为正。相比选举前的疲弱表现，这一差异表明，选举结束后的几个月通常是更有利于股票上涨的时期。

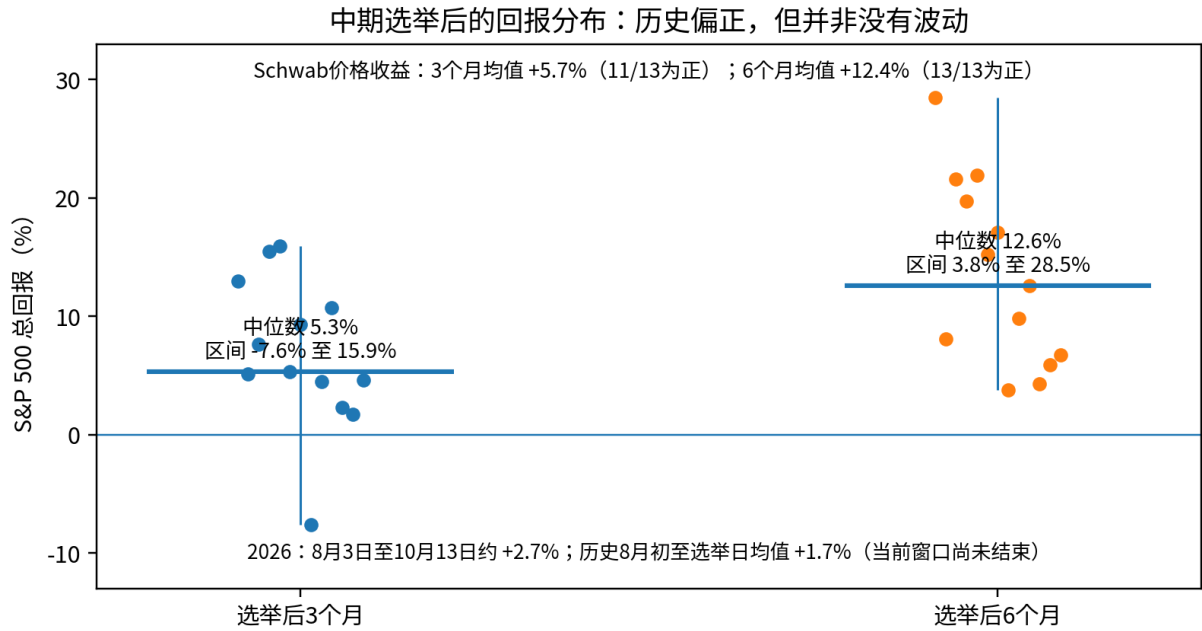


图 8 | 中期选举后的历史回报分布：方向偏正，但 3 个月窗口仍存在明显波动。来源：Charles Schwab Center for Financial Research；Robert Shiller 数据，1974–2022。

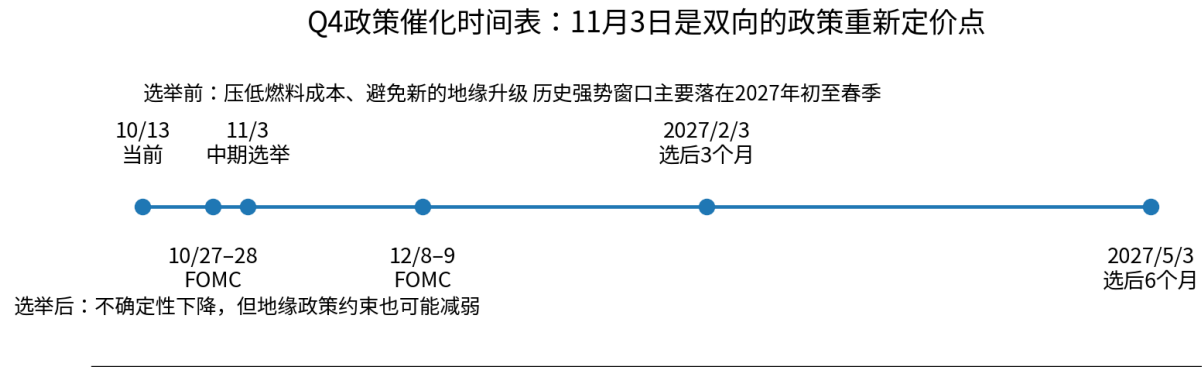


图 9 | Q4 政策催化时间表：11 月 3 日既是政策不确定性释放点，也是地缘风险重新定价点。来源：Federal Reserve FOMC 日程；Reuters，2026 年 10 月。

2026 年的特殊之处在于，中期选举同时影响着能源价格和地缘政策的时间安排。高燃料价格和生活成本提高了政府在选举前压低能源价格、避免冲突升级的政治激励。10 月初，美国明确表示不会在选举前再次攻击伊朗，并推动增加柴油供应，说明这些政治压力已经开始影响实际政策。

**我们认为，中期选举将增强 Q4 后半段至 2027 年初美股上涨的基础。** 选举前的能源降价压力有利于缓解通胀和长端利率约束；选举结束后，政策不确定性的消退则有望进一步改善市场风险偏好。如果企业盈利继续上修，这些因素将共同支持美股延续上涨。

最需要警惕的是选举后地缘政策重新趋于强硬，导致能源价格再度上升。不过，目前我们仍将能源风险溢价部分回落、选后市场环境改善作为更可能出现的路径。历史统计中的主要上涨窗口延续至 2027 年初和春季，因此其影响也不应局限于第四季度。

### 2.5 三种情景：基准、乐观与悲观路径

三种情景围绕四个关键问题展开：能源风险溢价能否正常化、S&P 500 固定财年盈利能否继续上修、AI 硬件的提前折价会不会向产业盈利传导，以及 11 月 3 日前后的政策时间结构会强化还是削弱前三条。基准情景假设盈利继续增长、P/E 大致稳定，选举前能源降价激励带来部分风险溢价收缩，选举后没有新的地缘升级抵消不确定性下降；乐观情景进一步要求利率压力缓和和盈利广度改善；悲观情景则包括能源持续高位、选举后地缘风险升级，或 AI 资本回报恶化并推动固定财年盈利下修。

| 情景            | 盈利 / 估值机制                                                         | S&P 500                 | 10Y             | WTI       | 信用 OAS                       |
|---------------|-------------------------------------------------------------------|-------------------------|-----------------|-----------|------------------------------|
| Base（55%-60%） | CY2027 EPS 425-435； P/E 18.25-19.0x；<br>能源部分正常化；选举后无新增地缘冲击；分化延续   | 7,760-8,265<br>-1%至+6%  | 4.9%-5.4%       | \$80-90   | IG 75-100bp； B<br>290-360bp  |
| Bull（15%-20%） | CY2027 EPS 435-445； P/E 19.5-20.5x；<br>能源与期限溢价明显回落；盈利扩散；选举后不确定性下降 | 8,480-9,120<br>+9%-17%  | 4.5%-4.9%       | \$70-80   | IG 65-85bp； B<br>230-300bp   |
| Bear（20%-25%） | CY2027 EPS 395-410； P/E 16.5-17.5x；<br>能源/地缘或融资恶化；资产价格折价向盈利传导     | 6,520-7,175<br>-16%至-8% | 5.6%-6.0%<br>初期 | \$105-120 | IG 110-140bp； B<br>450-600bp |

口径说明：情景区间使用固定财年 CY2027 EPS 与显式固定财年 P/E。Base / Bull / Bear 用于比较风险收益，并非目标价承诺；概率为研究判断的相对权重，不是统计模型输出。

对应的市场结构也不同：基准情景是指数大致横盘至温和上涨、内部继续强分化；乐观情景才对应盈利扩散、估值温和抬升和中小盘补涨；悲观情景则意味着资产价格的提前折价开始向盈利、融资和真实资本开支传导。

### 三、资产展望：方向、赔率与相对吸引力

在资产方向的研判上，AI 基础设施建设（Build AI）仍贡献最大的当前盈利，但硬件内部进入更严格的长期盈利筛选；企业部署与实际使用（Deploy / Use AI）则开始出现新的商业化证据。Q4 的重点因此不是简单做板块轮动，而是比较不同资产还能留下多少利润、价格已经反映了多少好消息，以及下行风险是否得到足够补偿。

| 资产             | 当前锚点                | 当前定价                              | 投资含义                    |
|----------------|---------------------|-----------------------------------|-------------------------|
| S&P 500        | 7,807.24（10/12）     | CY2027 EPS 约 419；固定财年 P/E 约 18.6x | 盈利推动、分化延续；基准情景不依赖估值扩张   |
| 10Y UST        | 约 5.2%              | 10Y TIPS 接近 3%；期限溢价高              | 估值回升需要能源/期限溢价缓和且盈利不下修   |
| 投资级信用          | OAS 低 80bp 附近       | AI 大额发行人较相近评级同业更宽                 | 以票息为主；额外利差反映供给与资本回报不确定性 |
| Single-B 高收益信用 | OAS 约 315bp；收益率约 8% | 绝对收益率高，但利差并不宽                     | 对再融资和增长风险补偿有限           |
| WTI            | \$93.55（10/12）      | 仍含显著地缘/物流溢价                       | 偏空风险溢价，同时是 Q4 通胀/利率关键开关 |
| Gold           | 价格高位；实际利率接近 3%      | 宏观对冲价值与较高持有成本并存                   | 长期配置逻辑保留，Q4 增量赔率一般      |

#### 3.1 美股：继续偏多，但指数回报主要来自盈利

以 10 月 12 日 S&P 500 的 7,807 点为锚，基准情景为 7,760-8,265 点（-1%至+6%）。指数只有温和正赔率；在高实际利率环境下，收益仍主要依赖盈利上修，而不是估值提升。

乐观情景对应 8,480-9,120 点，需要盈利与估值同时改善；悲观情景对应 6,520-7,175 点，反映盈利下修与估值压缩同时发生。详细假设见 2.5 情景表。

**投资判断：美股维持偏多，但重心是选股而不是指数 Beta。优先盈利仍在上修、资本负担可控、长期利润尚未被充分定价的公司；低估值或年内落后本身不是补涨理由。**

#### 3.2 AI 相对机会：硬件筛选更严格，软件与应用开始出现新机会

AI 硬件的总需求仍强，但 Q4 不再适合把整个产业链作为统一板块交易。各环节的差异主要来自供给弹性、资本负担和利润持续时间；下一轮领先者需要证明 FY2028-2030 盈利与 FCF 能够继续兑现。

软件和应用层的变化方向不同。ServiceNow 已经把 AI 转化为超过 10 亿美元的年度合同价值，Snowflake 的 AI 工作负载开始推动产品收入和全年指引加速，Salesforce 也出现可量化的 Agentforce 年度经常性收入（ARR）和生产环境使用。真正值得关注的是那些掌握企业业务上下文、工作流、业务写入与执行权限、授权和审计能力的平台，因为这些能力决定 AI 能否进入真实生产流程，并最终转化为收入、利润率和自由现金流。

表 1 | 企业软件商业化验证：AI 已经开始进入合同、收入与生产环境

| 公司         | 当前商业化证据                                                  | 说明了什么                  | 下一步关键验证                |
|------------|----------------------------------------------------------|------------------------|------------------------|
| ServiceNow | 订阅收入 +24.5%；cRPO +21%；AI 年度合同价值 >10 亿美元                  | AI 已进入合同价值和生产 workflow | 能否继续推动跨部门扩张、利润率和 FCF   |
| Snowflake  | 产品收入 +37%；FY2027 产品收入指引 58.4 亿→60.7 亿美元                  | AI 工作负载已经转化为真实用量与收入    | 增长持续时间、利润率与更高层数据控制权    |
| Salesforce | Agentforce ARR >15 亿美元；Agentforce + Data 360 ARR ≈39 亿美元 | 生产级 Agent 使用已形成可量化收入基础 | AI 增量能否带来集团收入和 FCF 再加速 |

来源：ServiceNow Q2 2026；Snowflake Q2 2026；Salesforce FY2027 Q2。三家公司披露指标口径不同，本表用于验证 AI 商业化路径，不作横向规模比较。

表 2 | AI 产业链的长期回报分化：Q4 更重视利润持续性，而不是统一板块 Beta

| 产业环节         | 当前状态                           | 决定长期回报的问题                    | Q4 判断                          |
|--------------|--------------------------------|------------------------------|--------------------------------|
| GPU / AI 平台  | 近期需求与盈利仍强，供应商自身资本负担较低          | 2029 年后竞争、ASIC 替代、全栈价值能否维持   | 选择性偏多；远期 EPS/FCF 继续上修才支持估值提升   |
| 存储 / HBM     | HBM / DRAM 盈利极强，客户承诺增加         | 供给扩张、竞争和 ASP 正常化后的低谷盈利       | 盈利可继续强，但低估值可能长期存在              |
| 服务器 / 系统集成   | AI 服务器需求真实，利润率差异较大             | 服务、客户关系和系统能力能否提高经济租金         | 继续分化；服务与系统能力优于纯组装              |
| 光互连 / 高速网络   | 需求与利润已兑现，瓶颈仍真实                 | 扩产后定价、跨代持续性与第二供应源            | 偏多但不追整体估值；需要远期盈利继续上修           |
| 电力 / 配电 / 冷却 | 物理瓶颈仍真实，供给弹性较低                 | 在手订单兑现、单位 MW 价值量、扩产后 ROIC    | 基本面最耐久之一；主要靠盈利兑现而非再次大幅估值提升     |
| 企业软件 / 应用平台  | Deploy / Use AI 开始出现合同、使用和收入验证 | workflow、业务执行权限能否转化为利润率和 FCF | 相对吸引力上升；优先业务执行平台，不代表 SaaS 整体重估 |

相对风险收益上，我们仍偏好能够证明长期利润持续性的硬件平台和真实物理瓶颈，同时提高对高质量企业软件与应用平台的关注。业务执行平台（System of Action）的商业化证据目前最直接；数据上下文平台的增长已经加速，但部分预期差也在收窄；成熟 CRM / ERP 平台则需要证明 AI 能够带来新增合同价值和现金流。基准情景仍是软硬件内部进一步分化。

3.3 信用与长债：票息仍有价值，但价格重估空间有限

广泛投资级信用 OAS 仍在低 80bp 附近，整体信用市场没有定价广泛衰退。AI 相关大额发行人的债券利差更宽，但投资者主要担心未来发行供给、组合集中度和资本回报可见性，而不是短期违约风险。因此，这部分额外利差更适合作为 AI 融资供给和 ROIC 不确定性的信号，不能把不同评级、久期和发行人质量之间的平均差异全部解释成“AI 信用风险”。

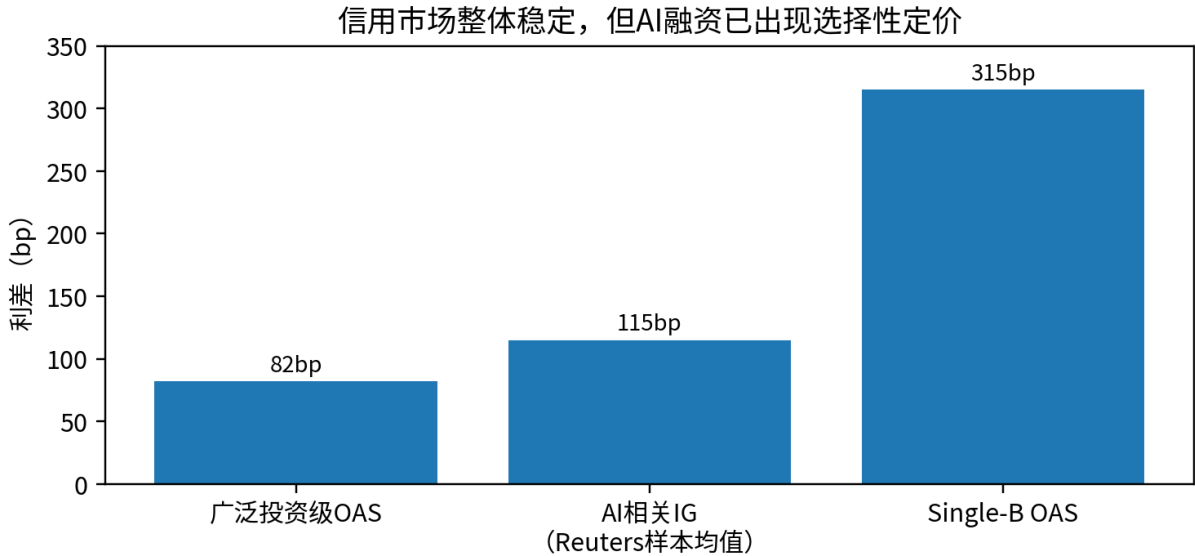


图 10 | 信用市场整体稳定，但 AI 融资已经出现选择性定价。来源：FRED / ICE BofA，截至 2026 年 10 月 8 日；Reuters AI 相关债券样本，2026 年 9 月 22 日。

投资级信用仍有持有收益价值，但主要赚的是票息，而不是利差继续大幅收窄。高收益信用的绝对收益率较高，真正用于补偿增长和再融资风险的利差却并不宽。AI 项目的融资分层也说明，高质量资产仍能获得资金，边缘项目则需要支付更高成本，甚至无法完成融资。

长久期美债同样缺少足够清晰的价格重估催化剂。只有当能源压力下降、期限溢价缓和且盈利不受损，或者增长明显转弱，久期资产的风险收益才会明显改善。

3.4 原油：偏空不仅是商品观点，也是 Q4 宏观判断的一部分

WTI 约 94 美元，而基准情景为 80-90 美元，对应约 4%-15%的正常化空间。偏空判断建立在原油可获得性改善后，当前价格中的极端地缘和物流溢价难以全部维持。油价回落还会缓和通胀和长端利率压力，因此它同时是美股基准情景的重要支撑变量。

如果 WTI 持续站上 105 美元，意味着成品油、航运或地缘约束足以压过供应恢复和政策干预，原有风险溢价压缩逻辑就需要重新评估。

3.5 黄金、美元与中小盘：都需要更明确的催化剂

黄金的长期配置逻辑仍在，但接近 3%的实际利率提高了持有成本，因此 Q4 更适合作为防御性配置，而不是最强增量方向。美元仍受高实际利率和避险需求支撑，但能源与政策压力缓和会限制进一步上行。中小盘最依赖融资环境，只有当长端利率下降、信用条件改善、盈利上修开始扩散时，才真正具备补涨基础。

四、风险、验证与观点调整条件

季度展望不应随着每日价格波动改变，但领先信号仍然重要。当前需要确认的，是美股盈利能否继续支撑高估值、AI 硬件的提前折价会不会向产业盈利传导、软件商业化能否形成新的轻资本利润池，以及能源与融资条件是否开始破坏上述判断。

4.1 继续承担风险，还是转向防守：四个关键验证

下面四组证据足以覆盖当前判断的主要脆弱点。单日股价波动只构成预警；只有盈利、融资和资本回报出现持续且相互印证的变化，才足以改变季度观点。

| 关键变量      | 当前判断                              | 继续支持当前判断                                      | 足以改变判断的证据                                          |
|-----------|-----------------------------------|-----------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| 美股盈利 / 估值 | CY2027 EPS 约 419；固定财年 P/E 约 18.6x | EPS 继续上修，P/E 大致稳定；能源与期限溢价逐步缓和                 | 固定财年 EPS 持续转负且 P/E 继续压缩；或盈利广度明显改善并支持 19.5-20.5x 估值 |
| AI 硬件     | 近期盈利仍强，股价已开始折价更远期利润               | FY2028-30 EPS/FCF 继续上修；扩产后定价与利润率稳定；终端 ROIC 保持 | 远期 EPS/FCF、定价/利润率与终端 ROIC 共同恶化，并开始压低真实资本开支         |
| 企业软件      | AI 合同价值、使用量和收入开始得到验证              | AI 商业化继续推动集团收入、利润率和 FCF，而非只带来功能采用             | AI 使用无法转成净新增合同/现金流，功能被免费打包或客户绕开平台执行层               |
| 能源与融资     | 油价仍高但可获得性改善；高质量融资仍可完成             | WTI 逐步回到 80-90 美元；核心项目仍能以合理条款融资               | WTI 持续 100-105 美元以上并推高通胀预期，同时高质量项目融资成本明显恶化         |

如果硬件股价走弱，但远期 EPS 继续上修、融资仍可获得、终端 ROIC 稳定，这仍属于估值收缩而不是产业反转；如果软件股上涨，却没有合同价值、生产环境使用和现金流的持续改善，也不足以证明新的利润池已经形成。

4.2 最终判断

截至 10 月 13 日，我们仍然偏多美国股票。核心原因没有改变：盈利改善仍快于资本成本上升，能源风险溢价又存在部分回落空间。高实际利率限制了估值上限，因此这更可能是一轮由盈利推动、内部强分化的市场，而不是依靠整体 P/E 抬升的普涨。

AI 内部的投资机会正在重新排序。硬件盈利仍强，但市场已经开始为更远期的供给、竞争和利润持续性定价；企业部署与实际使用则开始产生可量化的商业化证据。下一阶段的赢家会集中在两类公司：能够证明 2028-2030 年长期利润仍可兑现的硬件平台与物理瓶颈，以及能够把 AI 使用转化为新增合同价值和自由现金流的软件与应用平台。

**Q4 最值得承担的风险**，是盈利继续上修、资本负担较低、能够把产业约束或 AI 应用转化为持续现金流的资产。原油仍有风险溢价回落空间，长久期和高收益信用暂时缺少更好的赔率。只要盈利继续改善、能源压力逐步缓和，且 AI 的远期利润没有实质恶化，这轮分化牛市就有条件延续；若盈利下修、能源再度冲击并伴随融资收紧，则应转向防守。