下载日志已记录，仅供内部参考

地产风向变了

策略周末谈（1008）

证券研究报告

2026 年 10 月 08 日

分析师

曹柳龙 S0800525010001

caoliulong@research.xbmail.com.cn

王超特 S0800525100005

wangchaote@xbmail.com.cn

联系人

缪一宁

miaoyining@research.xbmail.com.cn

- **核心结论**

1、更积极的财政政策，不排除年内落地的可能性

过去几年中美经贸摩擦持续，我国“维持低要素价格”保障制造业的出口竞争优势。但现在全球地缘情势变更：中美确立建设性战略稳定关系，摩擦放缓，而欧盟正在转向贸易保护主义。我们判断，政策重心有可能逐步从“维持低要素价格”转向“提升要素价格”，既贴近扩内需的需要，也能缓和对外经贸关系。今年 6 月以来的地产相关系列政策（详见正文），可能就是这一背景下的产物。我们判断：如果全球油价和 VLCC 价格未明显回落，那么 11 月初美债可能遭遇流动性风险，待此风险充分释放后，国内更积极的财政政策空间也有望打开。

2、过去几年中美经贸摩擦：中国政策导向“维持低要素价格”保障出口优势

过去 20 多年中国积累了丰富的政策经验：维持泛公用事业的要素价格低位，提升制造业的出口竞争优势，通过出口“干中学”逐步实现制造业转型升级。最近几年中美经贸摩擦持续，一定程度上也继续支撑政策“维持低要素价格”，确保中国制造业的出口政策优势，不被美国的限制性政策所削弱——（1）2020 年 8 月《地产融资“三道红线”》政策，主动戳破地产泡沫，降低地产“租”这一关键要素价格；（2）22-24 年新能源车等出口链制造业“内卷式”资本开支扩张，一定程度上推动制造业的相关要素价格下行。

3、当前外部矛盾转换：政策重心或转向“提升要素价格”推动提质增效

中美经贸摩擦放缓，而欧盟正在转向贸易保护主义：9 月 G20 财长会议就全球贸易失衡声明形成“19 比 1”的分歧；欧盟委员会主席表示对华逆差“每天达 10 亿欧元”已处“临界点”。9 月 21 日东盟磋商会议中也强调以和平方式解决合法贸易关切。国内政策重心有可能逐步从“维持低要素价格”保出口，转向适当“提升要素价格”推动提质增效，比如：（1）反内卷政策加码，提升制造业的要素价格；（2）维稳房价提升地产“租”；（3）逐步取消出口退税，提升出口商品价格；（4）人民币继续升值，约束出口竞争力。

4、地产风向变了：更积极财政政策实施的 3 大条件或有所改善

24 年“924 政策组合拳”或意在提振市场信心，守住经济不发生系统性风险底线。当时有 3 大外部约束——（1）当时中美摩擦未放缓，仍需“维持低要素价格”保出口；（2）22-24 年人民币贬值导致大量财富外流，国内流动性环境紧张，不具备大规模发行国债融资的基础；（3）当时房价还在明显调整，财政化债的效果有所受限，可能会“事倍功半”。

当前 3 大外部条件或都有所改善，更积极的财政政策有望实施——（1）当前中美确立建设性战略稳定关系，经贸摩擦放缓，我们“维持低要素价格”保出口的迫切性降低；（2）人民币升值已超 1 年半，大量财富回流，国内流动性环境转

下载日志已记录，仅供内部参考

宽，或具备大规模发行国债融资的基础；（3）当前房价环比回落的幅度明显放缓，房地产已接近自然出清，财政化债效果可能“事半功倍”。

5、美债流动性风险释放后，国内更积极的财政政策有望落地

我们判断：如果全球油价和 VLCC 价格未明显回落，11 月初美国中期选举前后，美债可能遭遇流动性风险。待美债流动性风险充分释放后，不排除年内更积极财政政策落地的可能性。因此我们维持建议：**短期配置低位地产/消费“防冲击”，长期布局地产/消费、港股互联网、黄金/有色——**

（1）地产/消费：如果美联储转向宽松，外部环境改善，国内系列财政政策有望落地，支撑房价并修复居民部门的资产负债表。届时，我们认为部分地产股可能存在 2 倍或以上的空间，消费行业有望走向“消费核心资产牛”；

（2）港股互联网：如果美国发生流动性冲击，港股可能也会明显调整；如果美国流动性冲击“倒逼”美联储 QE，港股有望重估（20 年 3 月美联储 QE 之后，港股涨超 170%）。

（3）黄金/有色：美联储加息如果修复“强美元叙事”，黄金有色可能类似今年上半年承压；如果没有修复“强美元叙事”，潜在的流动性冲击也会导致黄金有色阶段性承压。如果美国流动性冲击“倒逼”美联储 QE，黄金有色等“商品超级周期”有望回归。

风险提示：国际局势变化风险，美债利率超预期上行，产业政策变化风险，地产/消费政策或不及预期等。

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

引言 4
一、 更积极的财政政策，不排除年内落地的可能性 4
二、 过去几年中美摩擦：中国政策导向“维持低要素价格”保障出口优势 5
三、 当前外部矛盾转换：政策重心或转向“提升要素价格”推动提质增效 6
四、 地产风向变了：更积极财政政策实施的 3 大条件或有所改善 6
五、 美债流动性风险释放后，国内更积极的财政政策有望落地 8
六、 市场复盘及展望 9
七、 风险提示 16

图表目录

图 1：6 月以来国内政策段持续发力，转向扩内需修复要素价格 4
图 2：过去 20 多年：土地财政支撑要素价格低位，补贴全球贸易带来工业体系升级 5
图 3：20 年 8 月地产“三道红线”出台，22 年地产数据明显下滑 5
图 4：2022-2024 年新能源及制造业持续扩张但毛利率下滑 5
图 5：外部矛盾正在转化，或助力政策从“维持低要素价格”转向“提升要素价格” 6
图 6：当前政策时期较 924 政策时期的外部环境条件变化 7
图 7：行业配置建议关注 AI+涨价的【牛市杠铃】 8
图 8：市场复盘 15
图 9：市场展望 15

表 1：近期部分国家和经济组织对华贸易顺差的相关表态 6
表 2：市场回顾 10
表 3：当周（9.28-9.30）估值概览 12
表 4：经济数据 13

下载日志已记录，仅供内部参考

引言

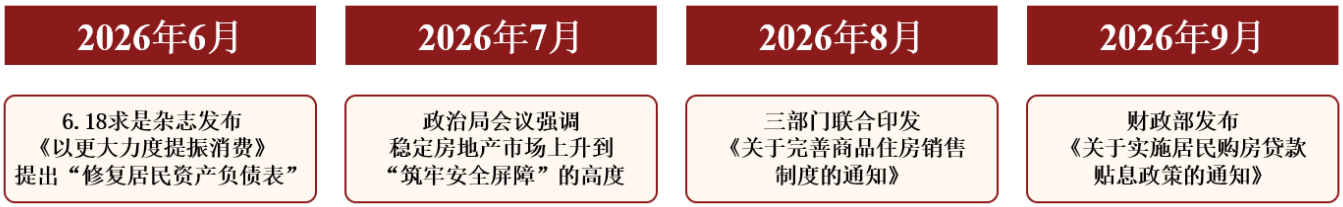
中美经贸摩擦放缓，而欧盟正在转向贸易保护主义。我国政策重心有可能逐步从“维持低要素价格”保出口，转向适当“提升要素价格”推动提质增效。我们认为，如果全球油价和 VLCC 价格未明显回落，11 月初美债可能遭遇流动性风险。待此风险充分释放后，不排除更积极的财政政策在年内落地的可能性。

一、更积极的财政政策，不排除年内落地的可能性

政策主线或正从“维持低要素价格”转向“提升要素价格”。中国过去为推动制造业和工业体系转型升级，以及应对中美经贸摩擦，通过“维持低要素价格”保障制造业的出口竞争优势。但现在全球地缘情势变更，今年 5 月中美确立“建设性战略稳定关系”，经贸摩擦放缓，而欧盟正在转向贸易保护主义。我们判断，政策重心或可能逐步从“维持低要素价格保出口”转向“提升要素价格推动提质增效”，这既贴近扩内需的需要，也能缓和外部经贸关系。

实际上，扩内需、修复要素价格的政策信号也在持续释放。6.18《求是》杂志刊文提出修复居民资产负债表；7 月底政治局会议将稳定房地产市场上升到“筑牢安全屏障”的高度。8 月底房地产新政出台，进一步优化供给，改善购房需求。9 月底财政贴息工具直接介入需求端。10 月《求是》杂志上发表《精准有效实施更加积极的财政政策》。我们判断：如果全球油价和 VLCC 价格未明显回落，那么 11 月初美债可能遭遇流动性风险，待此风险充分释放后，国内更积极财政政策空间也有望打开。

图 1：6 月以来国内政策段持续发力，转向扩内需修复要素价格



资料来源：求是网，中国政府网，住房城乡建设部，财政部，西部证券研发中心

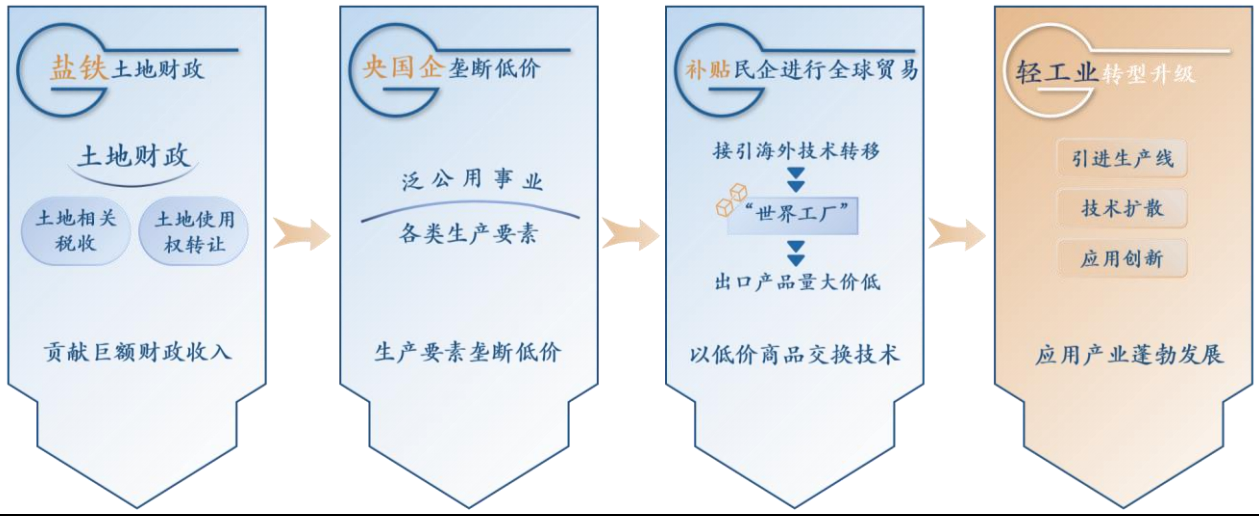
下载日志已记录，仅供内部参考

二、过去几年中美摩擦：中国政策导向“维持低要素价格”保障出口优势

中国经济的长期竞争优势，建立在相对低廉的综合要素价格之上。过去 20 多年“全球化浪潮”的战略机遇期，中国积累了丰富的政策经验：维持泛公用事业的要素价格低位，提升制造业的出口竞争优势，通过出口“干中学”逐步实现制造业转型升级。

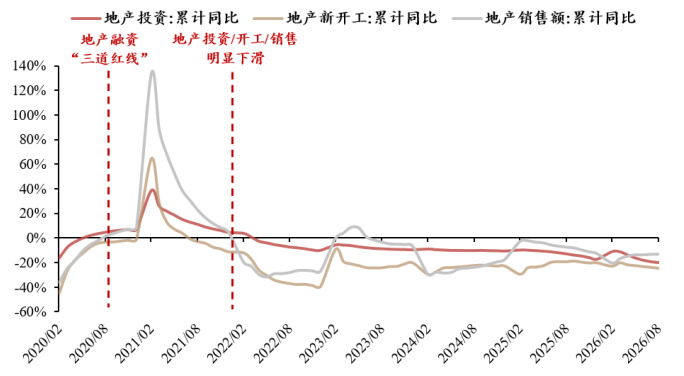
最近几年中美经贸摩擦持续，一定程度上也继续支撑政策“维持低要素价格”，确保中国制造业的出口政策优势，不被美国的限制性政策所削弱——化解地产泡沫与推动制造业资本开支扩张，是两条维持低要素价格的主要政策路径：（1）2020 年 8 月《地产融资“三道红线”》政策出台，主动化解地产泡沫，降低地产“租”这一关键要素价格。2022 年初地产新开工、销售等数据明显回落；（2）22-24 年新能源车等出口链制造业“内卷式”资本开支扩张，企业通过扩产和降价争夺市场，一定程度上推动制造业的相关要素价格下降。

图 2：过去 20 多年：土地财政支撑要素价格低位，补贴全球贸易带来工业体系升级



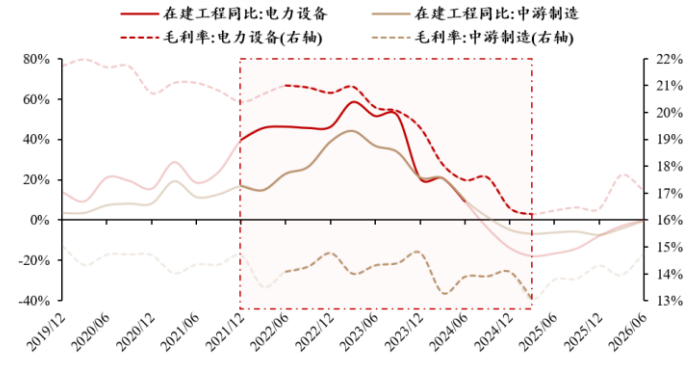
资料来源：求是网，澎湃新闻，西部证券研发中心

图 3：20 年 8 月地产“三道红线”出台，22 年地产数据明显下滑



资料来源：中房网，Wind，西部证券研发中心

图 4：2022-2024 年新能源及制造业持续扩张但毛利率下滑



资料来源：Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

三、当前外部矛盾转换：政策重心或转向“提升要素价格”推动提质增效

虽然中美经贸摩擦放缓，但欧盟对中欧贸易不平衡等问题表达关切。过去几年，中国的外部压力主要来自美国，需要通过维持低要素价格来“保出口”。今年 5 月中美确立“建设性战略稳定关系”，但外部压力并未消失，而是转向欧盟和东盟：9 月 1 日 G20 财长会议就全球贸易失衡声明形成“19 比 1”的分歧；9 月 4 日印尼披露了三项针对中国的进口反倾销案件；9 月 16 日欧盟委员会主席表示对华逆差“每天达 10 亿欧元”、已处“临界点”；9 月 21 日东盟磋商会议中也强调以和平方式解决合法贸易关切。

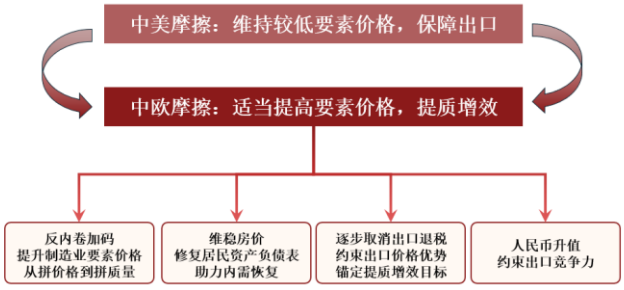
近期，欧盟正在转向贸易保护主义，或助力政策从“维持低要素价格”保出口，转向适当“提升要素价格”推动提质增效，比如：（1）反内卷政策进一步加码，提升制造业的要素价格；（2）维稳房价提升地产“租”，修复居民资产负债表，带动内需消费恢复；（3）逐步取消出口退税，提升出口商品价格，推动出口竞争力从低价格、低成本模式转向技术、品牌和产业链能力竞争；（4）人民币继续升值，提高出口企业人民币计价成本，约束出口竞争力。

表 1：近期部分国家和经济组织对华贸易顺差的相关表态

时间	内容
2026/9/21	第25次AEM-MOFCOM磋商会议中强调，以平衡和前瞻性的方式解决合法贸易关切，避免采取任何可能进一步破坏全球经济稳定的单边措施。
2026/9/16	欧委会主席冯德莱恩，在2026年盟情咨文中表示：欧盟对华贸易逆差已达到每天10亿欧元，并称贸易关系已到“临界点”。她表示欧盟将使用一切可用工具推动贸易再平衡。
2026/9/4	印尼反倾销委员会（KADI）披露了三项来自中国的进口案件。这些案件被评估为对国内产业产生重大影响，包括潜在因素国工业可持续性威胁而遭受的经济损失。
2026/9/1	G20财长会议中，在围绕全球贸易失衡的表态声明上，形成了“19比1”的分歧，除中国外该声明获得了所有出席的G20成员国的认可。

资料来源：欧盟，CNBC，美国财政部，东盟，西部证券研发中心

图 5：外部矛盾正在转化，或助力政策从“维持低要素价格”转向“提升要素价格”



资料来源：中国政府网，商务部，住建部，市场监管局，欧盟，CNBC，美国财政部，四川省商务厅，西部证券研发中心自制

四、地产风向变了：更积极财政政策实施的3大条件或有所改善

2024 年 9 月美联储降息后，外部金融压力边际改善，人民币贬值压力减轻，跨境资本回流预期改善，国内政策空间因此局部打开。**24 年“924 政策组合拳”或意在提振市场信心，守住经济不发生系统性风险底线。当时主要有 3 大外部约束，**而当前更积极财政政策

下载日志已记录，仅供内部参考

的 3 大外部条件或有所改善——

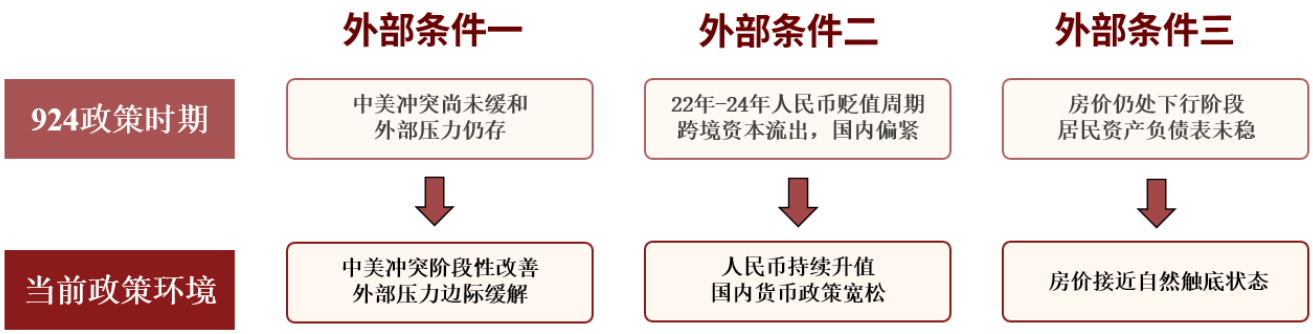
（1）海外约束边际改善。924 政策时期，中美冲突未放缓，需“维持低要素价格”保出口；当前中美确立建设性战略稳定关系，经贸摩擦放缓，地缘风险极端恶化的概率下降，我们“维持低要素价格”保出口的迫切性降低。

（2）货币和汇率环境改善。924 政策时期，人民币经历长期贬值导致大量财富外流，国内流动性环境紧张，不具备大规模发行国债融资的基础；当前人民币升值已超 1 年半，大量财富回流，国内流动性环境转宽，或具备大规模发行国债融资的条件。

（3）房地产或接近自然出清。924 政策时期，房价还在明显调整，居民资产负债表尚未稳定，财政刺激可能被房价下跌和居民去杠杆部分抵消，积极财政的效果也可能“事倍功半”。当前房价环比回落的幅度明显放缓，房地产已接近自然出清，积极财政化债效果可能“事半功倍”。

当前或具备更积极财政政策落地的条件，也具备一定政策加力的必要性。居民资产负债表仍需修复，房地产仍需稳定，内需需要重新获得价格和收入预期的支撑。若财政政策能够与地产稳定、居民财富修复和消费需求改善形成协同，政策效果或从“托底”转向“修复”。

图 6：当前政策时期较 924 政策时期的外部环境条件变化



资料来源：中国政府网，商务部，新华网，Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

五、美债流动性风险释放后，国内更积极的财政政策有望落地

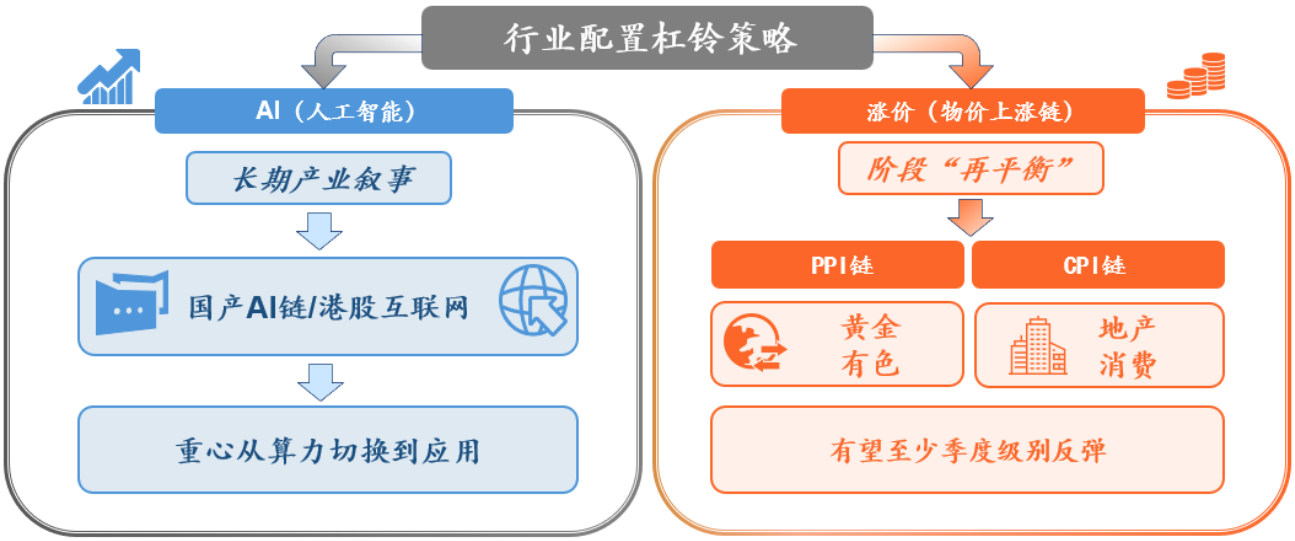
我们判断：如果全球油价和 VLCC 价格未明显回落，11 月初美国中期选举前后，美债可能遭遇流动性风险。待美债流动性风险充分释放后，不排除年内更积极财政政策落地的可能性。因此我们维持建议：**短期配置低位地产/消费“防冲击”，长期布局地产/消费、港股互联网、黄金/有色——**

（1）地产/消费：如果美联储转向宽松，外部环境改善，国内系列财政政策有望落地，支撑房价并修复居民部门的资产负债表。届时，我们认为部分地产股可能存在 2 倍或以上的空间，消费行业有望走向“消费核心资产牛”。

（2）港股互联网：如果美国发生流动性冲击，港股可能也会明显调整；如果美国流动性冲击“倒逼”美联储 QE，港股有望重估（20 年 3 月美联储 QE 之后，港股涨超 170%）。

（3）黄金/有色：美联储加息如果修复“强美元叙事”，黄金有色可能类似今年上半年承压；如果没有修复“强美元叙事”，潜在的流动性冲击也会导致黄金有色阶段性承压。如果美国流动性冲击“倒逼”美联储 QE，黄金有色等“商品超级周期”有望回归。

图 7：行业配置建议关注 AI+涨价的【牛市杠铃】



资料来源：西部证券研发中心绘制

下载日志已记录，仅供内部参考

六、市场复盘及展望

6.1 市场复盘

当周（9 月 28 日-9 月 30 日，下同）A 股市场、海外市场与其他大类资产表现：

东财全 A 当周下跌 1.77%，上证指数当周下跌 1.19%，沪深 300 当周下跌 1.84%，中证 500 当周下跌 2.48%，创业板指当周下跌 4.67%，科创 50 当周下跌 5.66%。

各类市场风格中，大盘价值当周上涨 0.74%，大盘成长当周下跌 3.06%，小盘价值当周上涨 0.55%，小盘成长当周下跌 2.75%。

大类行业中，必需消费与大消费当周涨跌幅靠前，涨跌幅分别为 1.57%、0.85%，TMT 与中游材料当周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为-5.34%、-2.53%。

一级行业中，当周涨跌幅前三行业为房地产、医药生物、银行，涨跌幅分别为 3.52%、2.32%、1.54%；当周涨跌幅后三行业为通信、电子、机械设备，涨跌幅分别为-7.84%、-6.40%、-4.42%。

当周境外市场多数下跌，其中标普 500 下跌 0.27%、恒生指数下跌 2.19%。

大宗商品布油上涨，金属下跌，其中布油上涨 5.31%、COMEX 黄金下跌 3.45%。

截至当周收盘，中国十年期国债收益率为 1.68%，较前一周上升 0.32 个 BP。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：市场回顾

当周（9.28-9.30）市场回顾							
A股市场					境外市场与其他大类资产		
重要市场指数	前一周涨跌幅	当周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	境外市场指数	前一周涨跌幅	当周涨跌幅
东财全A	-0.92%	-1.77%	-2.95%	0.00%	标普500	1.21%	-0.27%
上证指数	-0.60%	-1.19%	-3.19%	-0.24%	道琼斯工业指数	0.28%	-1.26%
沪深300	-1.51%	-1.84%	-5.88%	-2.93%	恒生指数	-0.97%	-2.19%
中证500	-2.25%	-2.48%	-0.41%	2.55%	英国富时100	0.34%	-2.18%
创业板指	-2.48%	-4.67%	-2.12%	0.83%	德国DAX	0.41%	-0.70%
科创50	-1.86%	-5.66%	13.82%	16.78%	日经225	2.07%	2.93%
市场风格指数	前一周涨跌幅	当周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	国际汇率	最新值	周度环比变化
大盘价值	-0.13%	0.74%	-5.93%	-2.98%	美元指数	101.92	0.87%
大盘成长	-2.05%	-3.06%	-7.52%	-4.57%	美元兑人民币	6.71	-0.11%
小盘价值	-1.22%	0.55%	-5.22%	-2.27%	港元兑人民币	0.85	-0.10%
小盘成长	-1.96%	-2.75%	-0.99%	1.96%	英镑兑人民币	8.90	-0.07%
大类板块	前一周涨跌幅	当周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	欧元兑人民币	7.62	-0.19%
周期类	-1.58%	-1.28%	-5.39%	-2.43%	100日元兑人民币	4.27	-0.04%
资源类	-3.48%	-0.52%	2.61%	5.56%	主要利率	最新值	周度环比变化
中游材料	0.18%	-2.53%	-3.29%	-0.34%	中国十年期国债收益率	1.68%	0.32BP
中游制造	-1.20%	-2.39%	-12.40%	-9.44%	中国一年期国债收益率	1.22%	-0.60BP
大消费	1.41%	0.85%	-12.35%	-9.40%	期限利差（10Y-1Y）	0.46%	0.92BP
可选消费	1.52%	-0.24%	-15.89%	-12.94%	R007	1.38%	-5.96BP
必需消费	1.33%	1.57%	-9.91%	-6.96%	DR007	1.37%	-2.46BP
金融服务	-0.99%	0.72%	-2.91%	0.04%	7天逆回购利率	1.40%	0BP
服务业	-0.63%	0.34%	-4.50%	-1.55%	美国十年期国债收益率	5.28%	11.00BP
TMT	2.22%	-5.34%	12.52%	15.47%	大宗商品	前一周涨跌幅	当周涨跌幅
当周涨跌幅前三/后三一级行业	前一周涨跌幅	当周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	ICE布油	-1.68%	5.31%
房地产	2.28%	3.52%	-8.62%	-5.67%	WTI原油	-3.79%	-1.24%
医药生物	1.39%	2.32%	-1.18%	1.77%	COMEX黄金	-2.36%	-3.45%
银行	0.25%	1.54%	0.50%	3.45%	COMEX白银	-3.63%	-6.31%
机械设备	-2.24%	-4.42%	-3.28%	-0.33%	LME铜	0.48%	-2.43%
电子	-1.67%	-6.40%	25.47%	28.42%	LME铝	-0.68%	-5.19%
通信	-3.05%	-7.84%	23.74%	26.69%	上期所螺纹钢	0.45%	0.03%

资料来源：Choice，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

从静态估值的角度看：

（1）A 股总体 PE（TTM）从前一周的 20.67 倍降至当周的 20.33 倍，PB（LF）从前一周的 1.74 倍降至当周的 1.71 倍；A 股非金融 PE（TTM）从前一周的 35.66 倍降至当周的 34.89 倍，PB（LF）从前一周的 2.42 倍降至 2.37 倍；

（2）创业板 PE（TTM）从前一周的 60.31 倍降至当周的 57.94 倍，PB（LF）从前一周的 4.25 倍降至当周的 4.08 倍；科创板 PE（TTM）从前一周的 138.98 倍降至当周的 131.84 倍，PB（LF）从前一周的 5.91 倍降至当周的 5.61 倍；

（3）创业板/沪深 300 的相对 PE（TTM）从前一周的 4.59 降至当周的 4.44，相对 PB（LF）从前一周的 3.11 降至当周的 3.00；科创板/沪深 300 的相对 PE（TTM）从前一周的 10.59 降至当周的 10.10，相对 PB（LF）从前一周的 4.33 降至当周的 4.12；

（4）A 股总体总市值当周下降 1.62%；A 股非金融总市值当周下降 2.18%；

（5）A 股非金融 ERP 从前一周的 1.13%升至当周的 1.18%，股债收益差从前一周的-0.06%升至当周的 0.03%，由负转正。

从动态估值的角度看：

（1）A 股总体重点公司全动态 PE 从前一周的 14.13 倍降至当周的 13.92 倍；A 股非金融重点公司全动态 PE 从前一周的 19.85 倍降至当周的 19.38 倍；

（2）创业板重点公司全动态 PE 从前一周的 26.96 倍降至当周的 25.71 倍；科创板重点公司全动态 PE 从前一周的 68.20 倍降至当周的 65.66 倍；

（3）创业板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从前一周的 2.23 降至当周的 2.14；科创板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从前一周的 5.65 降至当周的 5.46；

（4）A 股非金融重点公司全动态 ERP 从前一周的 3.36%升至当周的 3.48%。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：当周（9.28-9.30）估值概览

西部策略估值周报简表：当周（9.28-9.30）估值主要变化											
总市值较前一周变化		A股总体		-1.62%	A股总体剔除金融服务业		-2.18%				
估值水平		PE（TTM）			PB（LF）			全动态PE			
		当周数值	历史分位数	周度环比变化	当周数值	历史分位数	周度环比变化	当周数值	历史分位数	周度环比变化	
市场整体	A股总体	20.33	76.6%	-0.34	1.71	39.8%	-0.03	13.92	72.0%	-0.21	
	A股非金融	34.89	75.6%	-0.78	2.37	51.2%	-0.05	19.38	66.5%	-0.46	
	沪深300	13.06	68.7%	-0.07	1.36	25.9%	-0.01	12.02	72.5%	-0.06	
	创业板	57.94	46.3%	-2.37	4.08	46.3%	-0.17	25.71	18.0%	-1.24	
	科创板	131.84	76.5%	-7.14	5.61	61.7%	-0.30	65.66	65.0%	-2.54	
大类板块	周期类	28.20	75.6%	-0.36	1.82	44.8%	-0.02	14.91	58.0%	-0.18	
	资源类	15.18	37.8%	-0.08	1.83	77.6%	-0.01	11.34	25.0%	-0.13	
	中游材料	39.13	76.6%	-1.01	1.74	40.8%	-0.05	15.46	56.5%	-0.40	
	中游制造	40.85	86.1%	-1.00	2.16	39.8%	-0.05	19.16	63.5%	-0.41	
	大消费	55.58	97.5%	0.47	2.30	5.5%	0.02	21.24	68.5%	0.42	
	可选消费	103.15	97.0%	-0.25	1.88	18.4%	0.00	18.40	93.5%	0.24	
	必需消费	42.89	77.6%	0.66	2.69	3.5%	0.04	23.37	38.5%	0.54	
	金融服务	7.50	37.3%	0.05	0.80	18.9%	0.01	7.43	56.0%	0.07	
	服务业	12.23	51.7%	0.04	1.06	12.4%	0.00	9.71	55.5%	0.08	
	TMT	53.19	58.7%	-3.00	4.14	77.1%	-0.23	32.12	67.5%	-2.10	
当周涨幅靠前的一级行业	房地产	-5.70	-	-	0.97	22.9%	0.04	-21.24	3.0%	1.85	
	医药生物	45.52	73.6%	1.09	2.82	10.9%	0.07	27.83	35.0%	0.80	
	银行	7.43	86.6%	0.11	0.70	30.3%	0.01	7.41	90.5%	0.13	
	食品饮料	21.22	17.4%	0.26	3.47	5.5%	0.04	18.39	22.0%	0.24	
	农林牧渔	-133.25	-	-	2.33	2.5%	0.02	71.68	99.5%	9.79	
当周涨幅靠后的一级行业	社会服务	61.23	69.7%	-1.71	2.54	6.5%	-0.07	17.79	0.5%	-0.79	
	建筑材料	179.19	99.5%	-8.05	1.58	24.4%	-0.07	22.73	97.0%	-1.40	
	机械设备	45.72	0.67	-1.99	2.90	67.7%	-0.13	23.65	73.5%	-0.68	
	电子	65.05	68.2%	-4.41	5.96	97.5%	-0.40	42.13	91.5%	-3.26	
	通信	30.65	23.4%	-1.70	2.75	70.1%	-0.15	22.90	42.0%	-1.26	
债市收益率	股市收益率（A股非金融）	当周数值	历史分位数	周度环比变化	股债比较（A股非金融vs10Y国债）	当周数值	历史分位数	周度环比变化			
10Y国债收益率	PE倒数	2.87%	24.9%	0.06%	ERP	1.18%	73.6%	0.07%			
	股息率	1.71%	72.6%	0.10%	股债收益差	0.03%	95.5%	0.10%			
1.68%	全动态PE倒数	5.16%	33.8%	0.12%	全动态ERP	3.48%	28.9%	0.13%			

资料来源：Choice，西部证券研发中心 注：截至 9.30 日收盘 估值单位：倍

WESTERN SECURITIES 西部证券

下载日志已记录，仅供内部参考

6.2 经济数据

表 4：经济数据

数据类别	主要变化
国内宏观	**国内制造业 PMI 回升：** 9 月中国制造业 PMI50.10%，高于 8 月的 49.80%； 8 月中国消费者信心指数 89.50，高于 7 月的 89.20； 8 月中国工业企业利润同比 15.70%，低于 7 月的 17.60%%。
海外宏观	**美国 8 月核心 PCE 低于预期，9 月新增非农就业也低于预期：** 8 月美国 PCE 同比 3.42%，高于 7 月的 3.36%； 8 月美国核心 PCE 同比 3.01%，高于 7 月的 2.98%； 8 月美国个人消费支出折年数(季调)22.31 万亿美元，同比增长 6.08%，高于 7 月的 5.69%； 8 月美国人均可支配收入折年数(季调)7.06 万美元，同比增长 4.51%，低于 7 月的 4.65%； 9 月美国失业率(季调)4.20%，高于 8 月的 4.10%； 9 月美国新增非农就业人数 2.90 万人，低于 8 月的 13.30 万人； 9 月美国新增 ADP 就业人数 9.00 万人，高于 8 月的 3.60 万人； 8 月美国全部制造业新增订单 67.25 百亿美元，同比增长 8.81%，低于 7 月的 10.46%； 9 月美国 ISM 制造业 PMI54.50%，低于 8 月的 54.60%； 前一周美国初申请失业金人数 19.70 万人，低于前一周的 19.80 万人； 前一周 EIA 商业原油库存环比增减 0.92 百万桶，低于前一周的 2.97 百万桶； 8 月德国失业率 4.00%，较 7 月维持不变； 8 月欧盟失业率(季调)6.10%，较 7 月维持不变； 9 月法国制造业 PMI50.60%，高于 8 月的 50.30%； 9 月德国 CPI 同比 3.30%，高于 8 月的 2.90%。
上游资源品	截止 10 月 4 日 COMEX 黄金期货收盘价(活跃合约)4143.80 美元/盎司，低于前一周的 4287.90 美元/盎司； 截止 10 月 4 日阴极铜期货收盘价(活跃合约)109.68 元/千克，低于前一周的 110.70 元/千克； 截止 10 月 4 日铝期货收盘价(活跃合约)23.83 元/千克，低于前一周的 24.20 元/千克； 截止 10 月 4 日 LME 铜库存 24.86 万吨，低于前一周的 25.15 万吨； 截止 10 月 4 日 LME 铝库存 24.04 万吨，低于前一周的 24.14 万吨； 截止 10 月 4 日英国布伦特原油(Dtd)现货价 127.16 美元/桶，高于前一周的 123.36 美元/桶； 截止 10 月 4 日美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价 91.11 美元/桶，低于前一周的 92.41 美元/桶。
中游材料	截止 10 月 4 日尿素(小颗粒)出厂价 1750.00 元/吨，高于前一周的 1740.00 元/吨； 前一周华东地区 PTA 市场均价 7026.25 元/吨，低于前一周的 7125.00 元/吨； 前一周高炉开工率 81.99%，低于前一周的 82.30%； 前一周主要钢厂开工率 36.08%，高于前一周的 35.07%； 9 月下旬社会钢材库存 9.14 百万吨，低于 9 月中旬的 9.32 百万吨； 前一周螺纹钢现货价 3336.00 元/吨，低于前一周的 3337.00 元/吨； 前一周华东地区水泥平均价 422.00 元/吨，高于前一周的 412.00 元/吨； 截止 10 月 4 日南华玻璃指数 673.49 点，低于前一周的 687.01 点。
必需消费	8 月生猪定点屠宰企业屠宰量 37.55 百万头，同比增长 12.09%，低于 7 月的 14.02%； 前一周生猪饲料平均价 2.75 元/千克，低于前一周的 2.76 元/千克； 8 月纺织服装、鞋、帽制造业出口价格指数 98.09%，高于 7 月的 96.30%。

下载日志已记录，仅供内部参考

可选消费	截止 10 月 4 日十大城市:商品房成交面积 74.32 万平方米，高于前一周的 68.60 万平方米； 截止 10 月 4 日 30 大中城市:商品房成交面积 131.10 万平方米，低于前一周的 142.91 万平方米； 前一周 100 大中城市成交土地溢价率 3.59%，高于前一周的 2.53%。
服务业	8 月全国社会物流总额累计 243.60 万亿元，同比增长 6.19%，低于 7 月的 6.24%； 8 月火电发电量 6020.30 亿千瓦时，同比下降 4.05%，相比 7 月的-2.98%降幅扩大。
TMT	9 月液晶电视面板价格 61.00 美元/片，低于 8 月的 62.00 美元/片。

资料来源：Wind，西部证券研发中心

6.3 经济要闻回顾

国家发展改革委民营局向民营企业公开推介投资项目：国家发展改革委民营局日前联合投资司、产业司、高技术司召开有关民营企业和行业协会座谈会，听取在投资过程中存在的问题障碍及意见建议，继续向民营企业推介一批制造业领域投资项目，积极吸引民营企业参与。本次共推介项目 52 个，涉及化学原料及化学制品、非金属矿物制品、金属制品、通用设备、专用设备等制造业类型，预计总投资 524 亿元，拟引入民间资本 155 亿元，支持民营企业通过独资、控股、参股项目公司等多种方式参与。

（资料来源：新华社）

精准有效实施更加积极的财政政策：财政部党组书记、部长蓝佛安在《求是》撰文称，今年 7 月 30 日召开的中央政治局会议进一步强调，要实施好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策。财政部门深入贯彻党中央和国务院决策部署，抓好财政政策落实，不断提高精准度和有效性，全力推动实现全年经济社会发展目标任务。

（资料来源：新华社）

6.4 未来重点关注

10 月 5 日美国公布 9 月标普全球服务业 PMI 终值；

10 月 6 日美国公布 8 月贸易帐(亿美元)；

10 月 7 日美国公布至 10 月 2 日当周 EIA 原油库存(万桶)；

10 月 8 日美国公布至 10 月 3 日当周初请失业金人数(万人)；

10 月 9 日美国公布 10 月一年期通胀率预期初值。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：市场复盘



资料来源：Choice，Wind，金十数据，西部证券研发中心

图 9：市场展望



资料来源：Wind，金十数据，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

七、风险提示

国际局势变化风险，美债利率超预期上行，产业政策变化风险，地产/消费政策或不及预期等。

下载日志已记录，仅供内部参考

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。