下载日志已记录，仅供内部参考

国投证券 SDIC SECURITIES

2026 年 10 月 11 日

终归会有一条路

策略定期报告

证券研究报告

林荣雄 分析师
SAC 执业证书编号：S1450520010001
linrx1@sdicsc.com.cn

邹卓青 分析师
SAC 执业证书编号：S1450524060001
zouzq2@sdicsc.com.cn

黄玮宗 分析师
SAC 执业证书编号：S1450525070002
huangwz1@sdicsc.com.cn

相关报告

观察与复盘：会晤之后与十一前后	2026-09-27
Q4：定胜负，再出发	2026-09-20
快要熬出头了	2026-09-13
且看“常胜将军”来时路——新时代下公募主动基金跑赢基准总论及十五大启示	2026-09-10
AI 灵魂之问：景气还在，那行情呢？	2026-09-08

本周上证指数跌 0.74%、沪深 300 跌 0.93%、创业板指跌 2.93%、价值风格表现强于成长风格，高估值成长类大幅回调，本周全 A 日均交易额 16399 亿元，较十一前回落约 14%，延续 7 月以来明显缩量态势。可以看到，大盘再次回落到年内低位 3800 点附近的敏感点位，10 月 10 日监管层在北京召开资本市场和金融形势专家座谈会，强调“虽然面临一些风险挑战，但高质量发展的态势不会改变，对经济运行和资本市场充满信心”，与会专家提出诸多良计。事实上，基于交流反馈看，市场想要的真正答案其实很清晰，要么看到国内 K 型经济收敛对应在内需提振出台真招实招，让大家逐渐敢投资放心消费扭转收入信心不足的预期；要么看到海外长端美债利率能够边际缓和以降低估值压制，至少不要继续创新高，在定价层面能够逐渐对高利率脱敏。

在较早的时候，我们基于宏观策略的视角，认为当前 A 股大方向的定价依由国内盈利扩散（K 型分化）+海外流动性双因子（美债利率）共同决定。面向四季度，我们在此前强调 AI 高景气、杠铃策略、资源品三类主流投资策略年内收益率方差迅速收敛。剩下这几个月，谁才能最终胜出成为 2026 胜负手？根据国内 K 型经济-海外美债利率四象限框架，我们一直在等待从第三象限向第四象限的过渡信号，对应 AI 科技板块系统性转机，这点预计在 10 月下旬能明确下来。

1、国内经济 K 型分化层面：9 月制造业 PMI 回升至 52 左右、重回扩张区间，较上月大幅回升约 4.5 个百分点，同时地产贴息政策与稳楼市组合拳相继落地，央行三季度货币政策例会亦强调继续实施适度宽松货币政策、加大逆周期调节力度。我们倾向于认为，这些举措更多是通过四季度适当加码政策使得全年经济增速满足年初预设目标的下限，对居民资产负债表收缩与房价预期的扭转仍需时间，叠加 8 月社零与信贷数据反映出的有效需求不足，K 型经济分化的收敛目前看依然无法确认。

2、海外美债利率层面：美联储角度，9 月非农数据远不及预期，10 月加息概率已经明确下降，但若价格压力再次上升，12 月加息仍可能成为政策选项。结合美中期选举来看，市场的推测是越往中期选举时间点靠拢，特朗普对于压低通胀（美伊冲突让步）和美债利率（财政危机降温）的内生诉求就会明确增强。但客观而言，市场一致认为美债利率易涨难跌，这种高位状态一时半会儿很难掉下来，更多需要等待市场对美债高利率呈现出脱敏状态。这点在美股层面观察得比较清晰，7 月至今美债利率大幅提升过程中，美股科技“七姐妹”股价韧性十足，AI 科技龙头英伟达甚至创出新高，即便此前暴跌的费半指数期间也见底后中枢实现上移。

对于近来美股 AI 和 A 股科技阶段性收益背离是明确的，本质上 AI 产业趋势还在，但中美资本市场两边对各自未来利润确定性和风险的定价发生变化。对于这种背离市场存在集中有竞争力的解释：1、首要的是在资金流动上，高美债利率下全球 AI 资产定价缩圈至美股 AI 科技核心龙头；2、其次是在产业趋势上，9 月下旬美国参议员又提出针对中国光模块的法案，显然 A 股海外算力链开始额外计入供应商的政策风险；3、此外，在高仓位和高拥挤度背景下，前期大幅上涨后的估值需要时间消化，当然目前 A 股国证价值与国证成长的指数比值已经回到年初附近，意味着成长此前积累风险已有明显消化；4、美股开始重视云平台收入兑现，已出现 AI “硬切软”迹象，进入“AI 全栈重估”，上游硬件仍有增长，但市场会越来越看重超预期能力；数据云、数据库、企业软件等此前预期相对较低的环节一旦证明真实增量收入，估值弹性更大。

在此认知基础上，我们提出对年内 AI 科技行情后续预判，需要提示以下展望均建立在一定假设条件基础上：1、第一阶段（10 下旬-11 月，大反弹）：产业催化下的业绩驱动行情。10 月下旬美股 AI 龙头三季报及后续资本开支指引（10 月下旬微软、等科技龙头将披露财报；11 月 AMD、英伟达财报）+10 月底 Anthropic 上市；国内 10 月底 A 股三季报披露+DeepSeek 筹备科创板上市，这是 AI 产业景气重要验证期。若届时长端利率随财政预期降温回落，那么 AI 科技年内第二波将毫无疑问。2、第二阶段（11 月-12 月）：存在估值切换与地缘政治的波动。在此，再次强调：1、在国内宏观经济 K 型分化没有收敛之前，资本市场“无科技不成牛”，最终结束“M 非 A”信仰要坚定。2、全球宏观不出现“黑天鹅”（例：美联储激进加息周期与美伊冲突明显加剧）前提下，只要 AI 科技后续盈利增长斜率超过贴现率上行的幅度，资产价格就会呈现对冲式上涨；3、只要产业逻辑没问题，经过一个季度情绪消化与交易拥挤回落至中位水平，四季度 AI 科技行情回归概率在增大，这才是年内胜负手。

风险提示：国内政策不及预期、海外货币政策变化超预期，历史测算不代表未来。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 近期权益市场重要交易特征梳理 4
2. 内部因素：9 月制造业 PMI 重回扩张，价格与预期先行修复 22
3. 外部因素：美国 PMI 扩张放缓，PCE 低于预期且 Q2GDP 超预期上修，经济仍具韧性但就业降温缓解 10 月加息压力 26
3.1. 美国消费与投资保持韧性，PCE 低于预期缓解加息压力 26
3.2. 美国 9 月制造业与服务业扩张放缓，成本压力同步上升 27
3.3. 美国 9 月非农远不及预期，10 月加息压力缓解 29
3.4. 美国中选选情向民主党倾斜，众议院优势扩大、参议院仍取决于关键州 31
3.5. 美国 10 月消费者信心降至五个月低点，通胀预期同步上升 32

图表目录

图 1. 近两周美股涨跌不一、港股普跌（%） 5
图 2. 本周低市净率指数占优 6
图 3. 主要指数涨跌幅一览 6
图 4. 本周涨幅居前的细分板块 6
图 5. 本周万得全 A 日均成交额有所下降 6
图 6. 当前全 A 成交额已经触及两倍标准差的极低区间（亿元） 7
图 7. 南向资金年初以来流入速度小幅增加 7
图 8. 近一个月以来南向资金流入方向 8
图 9. 近一个月以来南向资金流出方向 8
图 10. 除 A500、科创板外宽基指数均获得大额资金净流入，科创板出现资金大额净流出 8
图 11. 8 月以来，费城半导体指数反弹超过 10 个点，但 A 股的 AI 硬件先涨后跌 9
图 12. 当前 A 股科技与美股科技的相对比值回落到近年低点附近 9
图 13. A 股科技相对美股科技龙头的比值回落至历史中位水平 9
图 14. 全球资本对中国股票基金周度净流入统计 10
图 15. 三季度以来美国对华科技限制政策时间轴 10
图 16. 美股科技龙头和云厂商的表现好于费城半导体指数 11
图 17. 当前价值与成长风格的相对比值已经来到近一年的最高水平 11
图 18. 四季度美股重要公司财报以及重要会议日历 12
图 19. 科技、成长、微盘、红利和大盘在经历了一轮分化和收敛后，年内收益率回到同一起点附近 12
图 20. 今年动用的结存限额规模是历年最大的 13
图 21. 今年未明确提及化债用途 13
图 22. 《关于发展新质生产力的意见》的主要内容梳理 13
图 23. 近期重要宏观及产业政策梳理 14
图 24. 当前杠铃策略重新占优，相对超额回到 2026 年初水平 15
图 25. 当前 K 型分化和美债利率的组合形成四种结构 15
图 26. 8 月以来利率再次走入下行通道，对应杠铃策略再度占优 16
图 27. 2s10s 利差走阔 17
图 28. 近两周中美利差走阔 17
图 29. 长端美债收益率上升 17
图 30. 近两周美元指数走强 18
图 31. 近两周黄金走弱 19
图 32. 近两周原油价格涨跌不一（美元/桶） 20

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 33. 近两周铜价小幅下跌 21
图 34. 2026 年 9 月制造业 PMI 及各分项情况 23
图 35. 制造业 PMI：大型企业维持扩张，小型企业仍在收缩区间 24
图 36. 2026 年 9 月 EPMI 及各分项情况 24
图 37. BCI：总量仍在荣枯线下，企业利润前瞻明显改善 24
图 38. 工业企业营业收入与利润总额累计同比 25
图 39. 8 月主要宏观数据情况 25
图 40. 美国 8 月 PCE 低于预期 26
图 41. 美国 8 月 PCE 能源分项大幅走高 27
图 42. 美国 2026 年 Q2GDP 增速上修至 2.2% 27
图 43. 美国 9 月服务业 PMI 小幅走低 28
图 44. 美国 9 月制造业与服务业价格指数同步上升 29
图 45. 美国 9 月非农数据不及预期 30
图 46. 美国 9 月失业率小幅上涨 30
图 47. 美国 9 月 ADP 就业数据超预期 31
图 48. 美国 9 月非农就业数据与 ADP 就业数据对比 31
图 49. 美国中期选举当前选情 32
图 50. 选举结果概率对比 32
图 51. 美国 10 月消费者信心指数走低 33

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 近期权益市场重要交易特征梳理

结合近期与市场投资者的交流，复盘本周全球和A股的行情与市场环境，有以下几个特征值得关注：

近两周主要美股指数涨跌不一。纳指累涨1.10%，道指累跌0.34%，标普500累涨0.88%。盘面上，公用事业和能源板块领涨，两周分别上涨4.63%和4.07%，日常消费上涨1.69%，工业上涨1.42%，可选消费上涨1.16%，科技上涨1.15%，通讯上涨0.90%。下跌板块中，材料下跌1.51%，金融下跌1.22%，医疗保健下跌0.28%，房地产下跌0.16%。总体来看，核心通胀和就业数据缓和了近期加息担忧，AI芯片收入指引上调和长期供电协议签订也改善了相关企业的盈利预期，共同支撑科技股与电力股在高利率环境下保持韧性。能源价格维持高位，则为能源股提供了盈利支撑。不过，长端利率仍对股票估值和企业融资形成约束，金融、地产及部分周期板块表现偏弱。因此，近两周纳指和标普500虽有所上涨，行业表现仍明显分化。

近两周推动美股走势的事件主要有：一、9月28日回购支持与利率压力并存，科技股表现分化。英伟达追加1500亿美元回购授权，强化资本回报与长期AI需求预期，股价上涨近2%；但美债收益率上行，叠加有关AI模型安全及推迟发布的报道，增加部分科技公司的估值与商业化担忧，纳指当日下跌0.92%，个别龙头的利好未能抵消大盘压力。二、9月29日至10月2日就业、通胀数据与官员表态缓和近期加息担忧。8月职位空缺回落至707.9万个；随后公布的8月核心PCE环比上涨0.2%、同比上涨3.0%，实际消费环比增长0.6%，形成核心通胀较温和、需求仍有韧性的组合。10月1日杰斐逊和鲍曼强调需要更多时间观察数据，2日非农就业仅增加2.9万人、失业率升至4.2%，前两个月就业合计下修6万人，进一步降低近期紧缩预期，纳指2日上涨1.19%。不过，长端收益率未持续下降，估值修复仍受到融资成本约束。三、10月5日至7日成本压力与AI盈利改善交替影响市场。5日ISM服务业价格指数升至74.0，强化高利率约束；6日Marvell将2028财年收入预期由约180亿美元上调至约200亿美元，谷歌与Constellation公布覆盖3590兆瓦的长期电力合作，改善芯片订单和电力收入的可见性，两家公司当日分别上涨近6%和约12%。7日公布的9月FOMC纪要仍保留年内进一步加息的可能，利率压力限制了盈利利好向整个市场扩散。四、10月8日至9日OpenAI收入消息引发AI投资回报预期调整。据报道，9月年化收入接近500亿美元，低于此前媒体引用的近700亿美元估算，市场担忧收入兑现不足会增加算力扩张的融资压力，进而影响芯片采购和数据中心需求，纳指8日下跌1.25%。后续报道补充核算口径差异及年底达到或超过700亿美元的年化收入目标，缓和了收入突然转弱的担忧，9日科技股反弹。两周内科技股的韧性来自盈利预期改善，但持续上涨仍需收入、资本开支和现金流相互匹配。

近两周美股的韧性来自部分产业盈利预期改善，但高利率提高了市场对盈利兑现的要求。展望后市，一是三季度财报需验证AI需求能否转化为收入、利润和现金流，尤其是客户收入增长能否支撑资本开支、供应商能否保持订单和利润率。若盈利上修持续，科技股仍有条件抵消部分估值压力；若只有资本开支扩张而收入回收放缓，融资和估值风险会增加。二是近期加息预期降温并不等于长期融资成本下降，长端收益率再度上行仍会抬高股票所需回报，金融和地产板块还需结合净利息收入、资本市场业务及信用情况判断。三是供电协议支持电力需求，却不能立即消除电网建设和项目融资约束，AI产业链内部仍可能分化。美股后续上行需要盈利兑现延续，同时避免利率或能源成本快速上升侵蚀这一支撑。

近两周主要港股指数收跌。恒生指数累跌1.22%，恒生科技累跌2.64%。盘面上，必需性消费、公用事业和能源业表现较强，两周分别上涨3.45%、3.44%和3.41%，电讯业上涨2.98%，地产建筑业上涨2.34%，非必需性消费上涨0.91%，原材料业上涨0.45%。下跌板块中，资讯科技业下跌5.38%，工业下跌1.73%，医疗保健业下跌0.91%，综合企业下跌0.83%，金融业下跌0.58%。总体来看，港股的压力更集中于科技权重：光通信新增供给预期，高海外利率又限制估值修复。内地政策改善地产和内需预期，部分消费、能源及高股息板块相对较强，但这一支持未能扭转指数整体下跌。

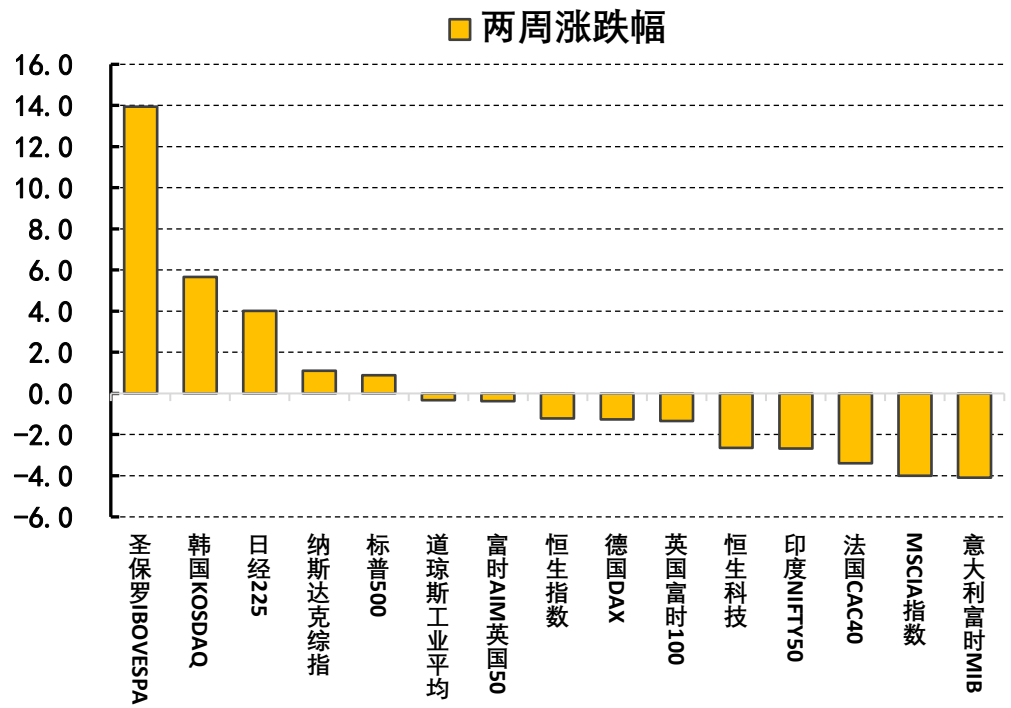
本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

近两周推动港股走势的事件主要有：一、9 月 26 日至 29 日经贸预期改善与科技股压力并存。26 日公布的中美元首成果包括推进贸易理事会、对等降税安排和延期经贸磋商成果，有助于缓和贸易政策不确定性；但 28 日光纤行业扩产与融资消息削弱产品价格和利润率预期，长飞光纤 H 股下跌约 16%。海外利率上行又提高离岸资产贴现率和融资成本，恒生科技 29 日下跌 1.08%。二、9 月 29 日至 30 日内地政策和 PMI 改善支持地产与内需预期。央行下调 PSL 利率并增加定向再贷款额度，符合条件的新发放首套房贷自 10 月 1 日起获年化 1 个百分点贴息，有助于降低融资和购房成本；制造业 PMI 升至 50.1%，也提供生产改善的证据。相关政策支持盈利修复预期，地产建筑业两周上涨 2.34%，实际效果仍取决于贷款投放和新增成交。三、10 月 2 日高利率与港股通暂停叠加，恒指下跌 2.60%。港股当日开市，南向交易仍暂停，部分日常买盘缺席；高美债收益率继续压制估值，金融、医药及科网权重股走弱。四、10 月 5 日至 7 日加息预期降温与 AI 商业化消息推动修复，随后涨势反复。美国 2 日晚公布的就业数据缓和近期加息担忧，恒指 5 日上涨 0.28%；AWS 于 5 日美国时间宣布接入智谱 GLM-5.3，拓宽海外客户渠道，改善商业化收入预期，智谱 6 日上涨近 8%，恒指上涨 1.00%。7 日科技股回落，恒指下跌 0.62%。五、10 月 8 日至 9 日科技股在盈利担忧与估值修复之间波动。海外长端利率回落缓和离岸资产估值压力，9 日小米等科技权重股走强，恒生科技反弹 3.06%，但两周仍下跌 2.64%，短线修复未能扭转本期整体回落。

近两周，内需与经贸政策为港股提供支持，科技产业链盈利预期反复和海外高利率则形成约束，行业表现因此分化。展望后市，一是经贸安排与内需政策的效果仍需落实验证。房贷贴息针对符合条件的新发放首套贷款，定向再贷款增加的是支持额度，实际效果取决于新增成交、信贷投放和企业订单；只有政策支持进一步转化为现金流和盈利，地产与内需板块的修复才更可持续。二是科技股需要同时验证需求增长与供给扩张的影响。若订单延续增长、利润率保持韧性，前期供给和价格担忧有望缓和；若扩产、降价或监管风险影响收入，估值修复仍会受限。三是美债收益率趋稳或回落可缓解离岸资产估值压力，人民币相对稳健也有利于风险预期。恒生科技指数 12 月由 30 只成分股扩至 50 只将扩大新产业覆盖，但相关资金再配置尚待实施。港股后续修复仍需经营数据改善与外部利率环境共同配合。

图1. 近两周美股涨跌不一、港股普跌（%）

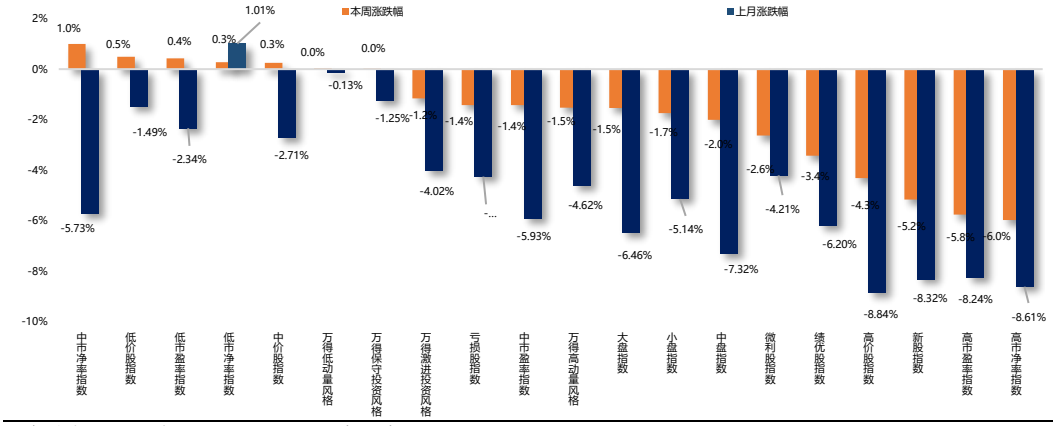


资料来源：iFind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

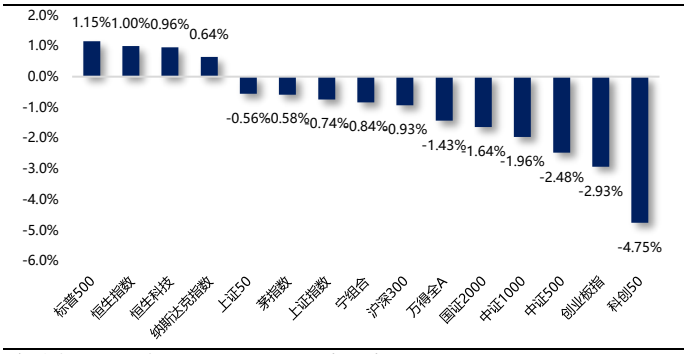
第一，本周上证指数跌 0.74%、沪深 300 跌 0.93%、中证 500 跌 2.48%、创业板指跌 2.93%、恒生指数涨 1.00%。价值风格表现强于成长风格，低估值类风格普涨，高估值成长类大幅回调；大盘股较小盘股更为抗跌。行业方面锂电正极、锂电电解液、有机硅、动力电池、化学纤维等板块领涨，光模块、半导体、半导体硅片、半导体产业、晶圆产业等方向领跌。本周全 A 日均交易额 16399 亿元，较上周的 19135 亿元回落约 14%，延续 7 月以来的缩量态势。

图2. 本周低市净率指数占优



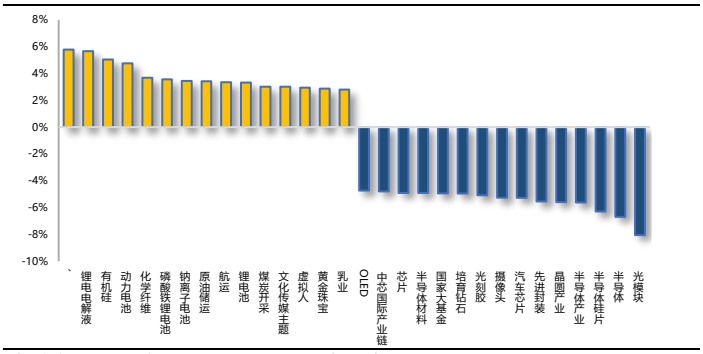
资料来源：同花顺 iFinD，国投证券证券研究所

图3. 主要指数涨跌幅一览



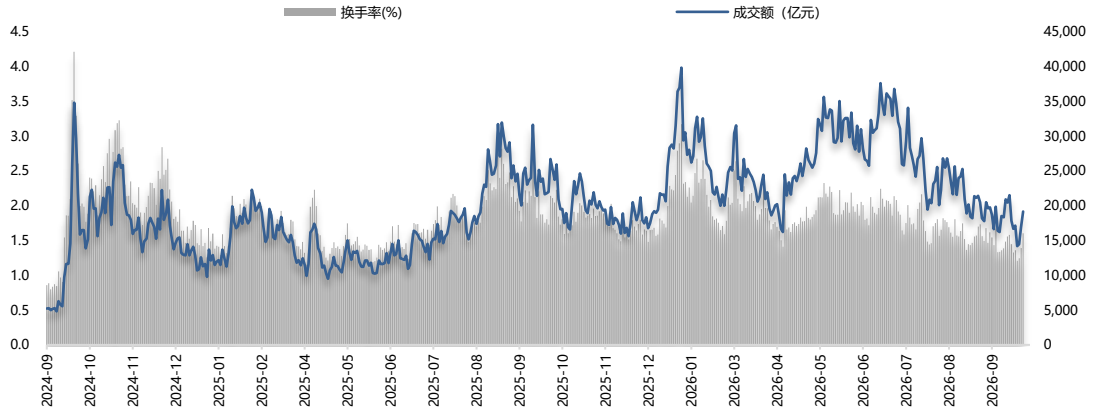
资料来源：同花顺 iFinD，国投证券证券研究所

图4. 本周涨幅居前的细分板块



资料来源：同花顺 iFinD，国投证券证券研究所

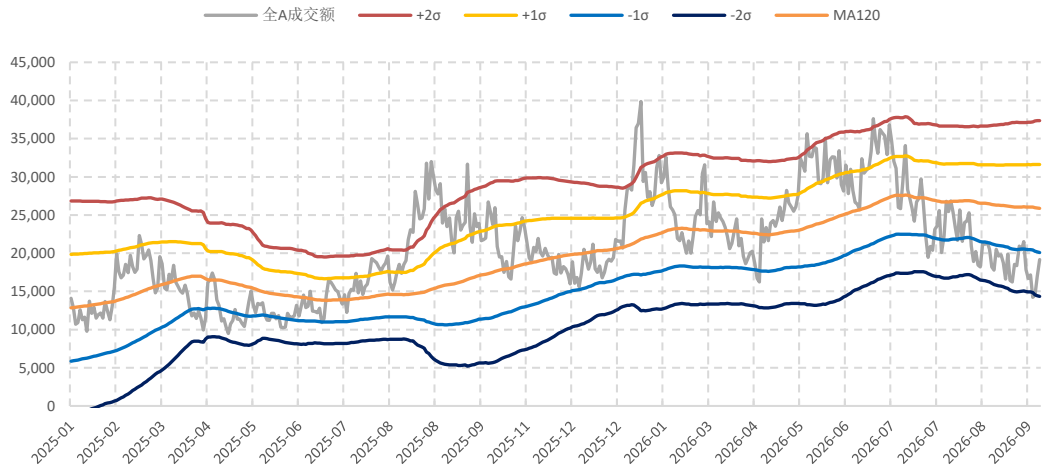
图5. 本周万得全 A 日均成交额有所下降



资料来源：同花顺 iFinD，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图6. 当前全 A 成交额已经触及两倍标准差的极低区间（亿元）



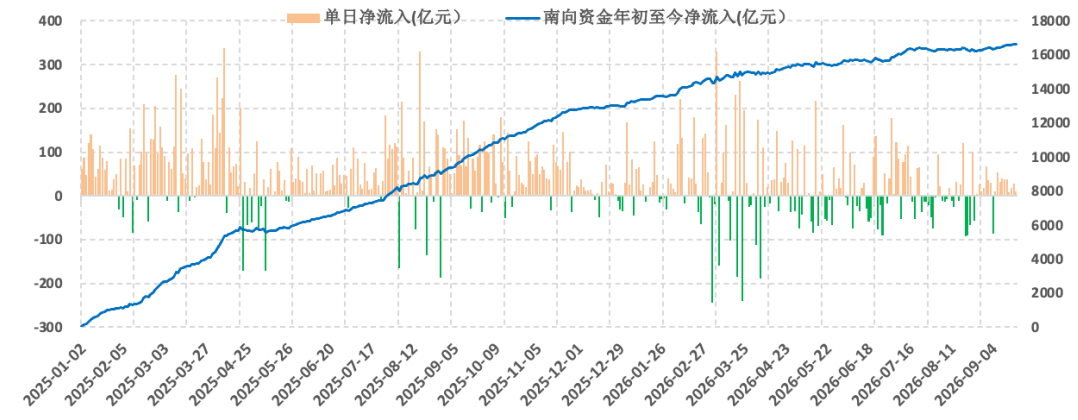
资料来源：同花顺 iFinD，国投证券证券研究所

第二，增量资金层面，2026 年以来南向资金重启流入。截至 10 月 9 日，2025 年以来南向资金累计流入港股达到 16885.0 亿元，今年以来净流入达到 3886.3 亿元，本周净流入 60.62 亿元、较前一周的 197.63 亿元明显放缓。从结构上看，1 月以来南向资金在结构上偏好互联网（腾讯、小米、快手）、金融股（建设银行、中国银行）、半导体（中芯国际、建滔积层板、建滔集团）、油气开采（中国石油股份、中国海洋石油）等。从净流出方面来看，主要集中在金融服务（香港交易所、中国平安、中国太保）、贵金属（紫金矿业、中国铝业、长飞光纤光缆、洛阳钼业）、多品类销售（阿里巴巴-W）。而南向资金流入结构的再平衡，也反映出近期港股市场所遇到的一些阻碍：

分母端来看，受制于日央行加息和美联储放鹰等等因素，南向资金从去年 11 月开始流入速度大幅度放缓，同时亚洲其他市场如日本和韩国的强势表现，也导致港股市场流动性受到压制。

分子端来看，传统行业受困于 PPI 走弱和地产下行，而科技行业又因为资本开支的前景（芯片限制）和行业竞争等因素，无法进一步上修盈利预期，导致从基本面来看当前的港股并不具备吸引外资的相对高景气度。

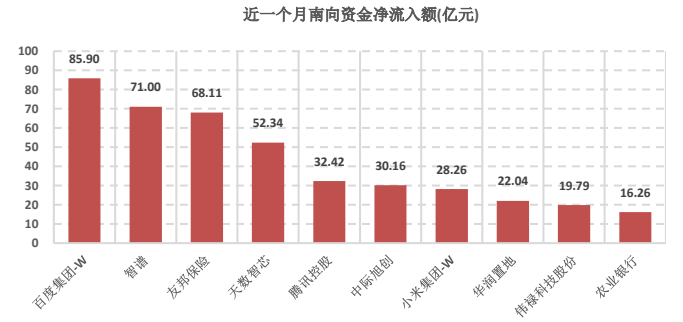
图7. 南向资金年初以来流入速度小幅增加



资料来源：同花顺 iFinD，国投证券证券研究所

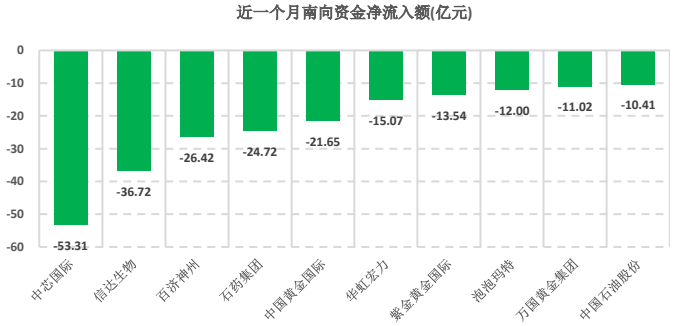
下载日志已记录，仅供内部参考

图8. 近一个月以来南向资金流入方向



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

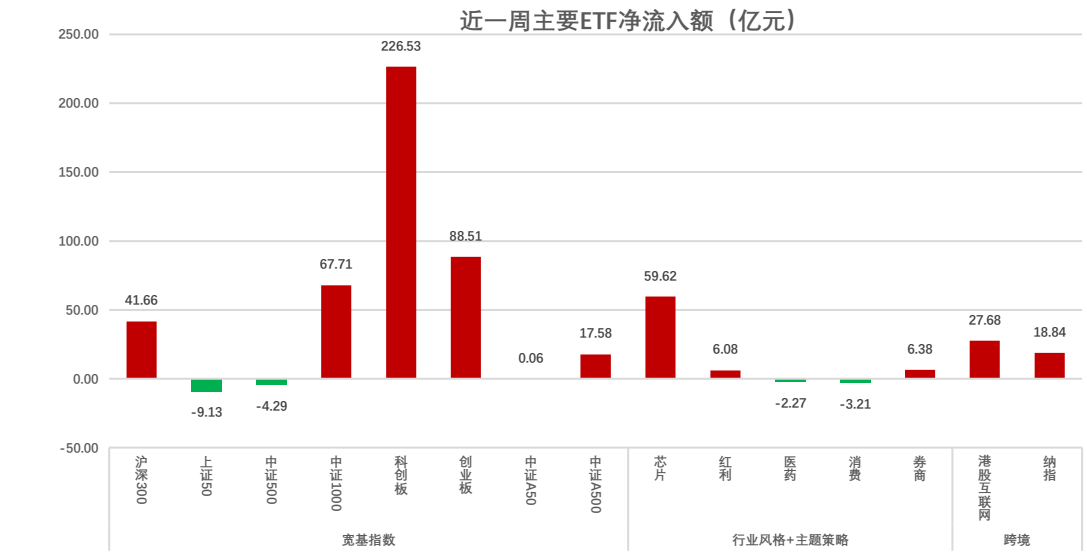
图9. 近一个月以来南向资金流出方向



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

ETF 资金方面：本周 ETF 资金整体呈现一定分化，沪深 300、中证 500、中证 1000、科创板、创业板、中证 A50、中证 A500 获得净流入 49.33、25.57、79.70、212.82、98.94、0.07、14.24 亿元，上证 50 净流出 1.22 亿元。主题 ETF 方面，芯片 ETF、红利 ETF、券商 ETF 净流入 61.77、4.13、3.42 亿元，医药 ETF、消费 ETF 净流出 2.04、1.26 亿元。港股互联网、纳指净流入 27.81、2.91 亿元。

图10. 除 A500、科创板外宽基指数均获得大额资金净流入，科创板出现资金大额净流出



资料来源：同花顺 iFinD，国投证券证券研究所

第三，8 月 3 日市场企稳反弹至今，科技板块再次探底，结合美股科技股的表现，我们观察到本轮科技行情的两大特征：

第一是 AI 硬件的中美分化：**8 月初至今，费城半导体指数上涨约 11.15%，通信指数下跌约 0.28%，电子下跌约 2.67%。AI 硬件领域美股和 A 股阶段性收益背离是明确的，我们更倾向于把这次背离理解为：全球 AI 需求仍在驱动美股，但 A 股海外算力链开始额外计入中国供应商的政策风险，以及前期上涨后的估值消化。产业联系还在，两边对未来利润和风险的定价发生了变化。**

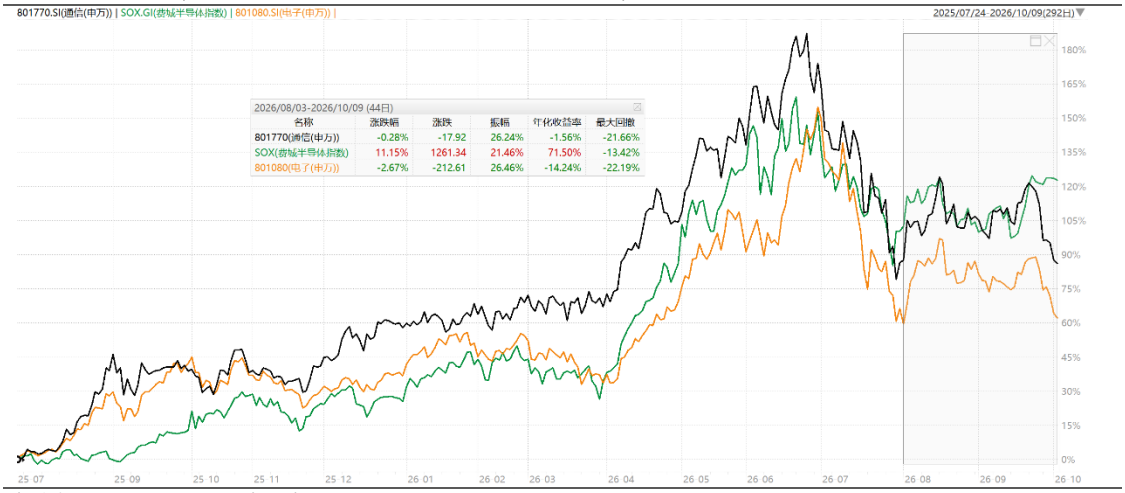
其中，8 月 5 日，关于美国拟限制部分中国光模块进口的报道，引发国内光模块公司股价明显下跌。9 月下旬，美国参议员又提出针对中国光模块的法案。即使近期订单尚未受到明显影响，但担心的是限制扩大、客户增加替代供应商、海外产能与合规成本上升，从而形成了一定的估值折价。

第二是市场开始更重视云平台的收入兑现，美股出现“硬切软”迹象，过去两年最简单的交易是“AI=买芯片”，现在开始进入“AI 全栈重估”，上游硬件仍有增长，但市场会越来越看

下载日志已记录，仅供内部参考

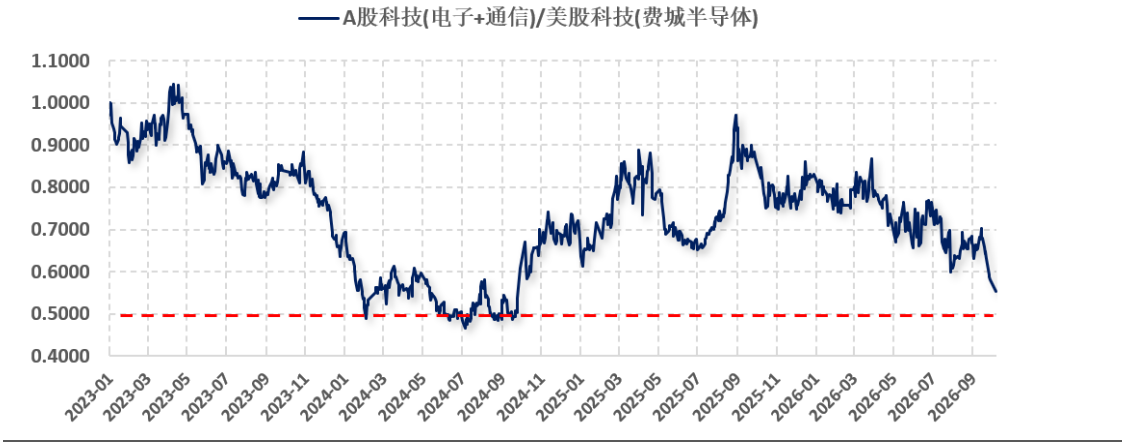
重超预期能力；数据云、数据库、企业软件等此前预期相对较低的环节，一旦证明 AI 能带来真实增量收入，估值弹性反而可能更大。这里更像是产业链利润池开始向下游扩散，而不是上游景气结束。

图11. 8 月以来，费城半导体指数反弹超过 10 个点，但 A 股的 AI 硬件先涨后跌



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图12. 当前 A 股科技与美股科技的相对比值回落到近年低点附近



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

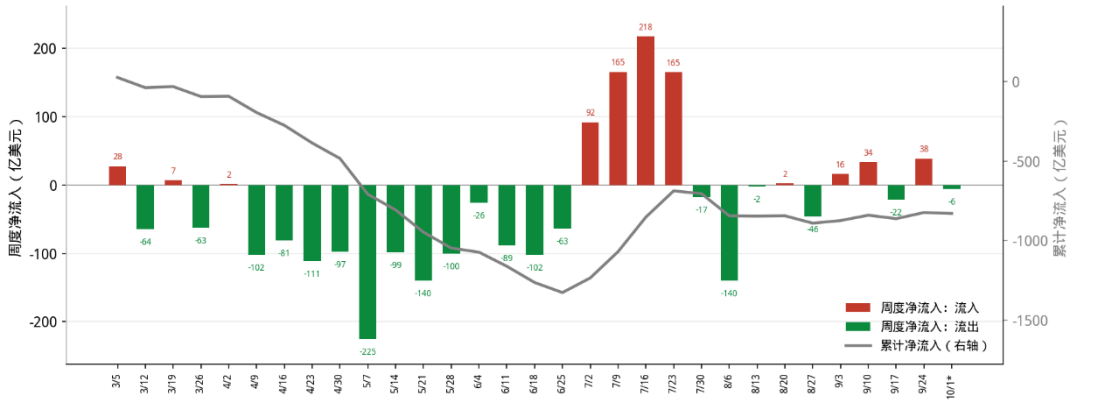
图13. A 股科技相对美股科技龙头的比值回落至历史中位水平



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图14. 全球资本对中国股票基金周度净流入统计



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图15. 三季度以来美国对华科技限制政策时间轴



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图16. 美股科技龙头和云厂商的表现好于费城半导体指数



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

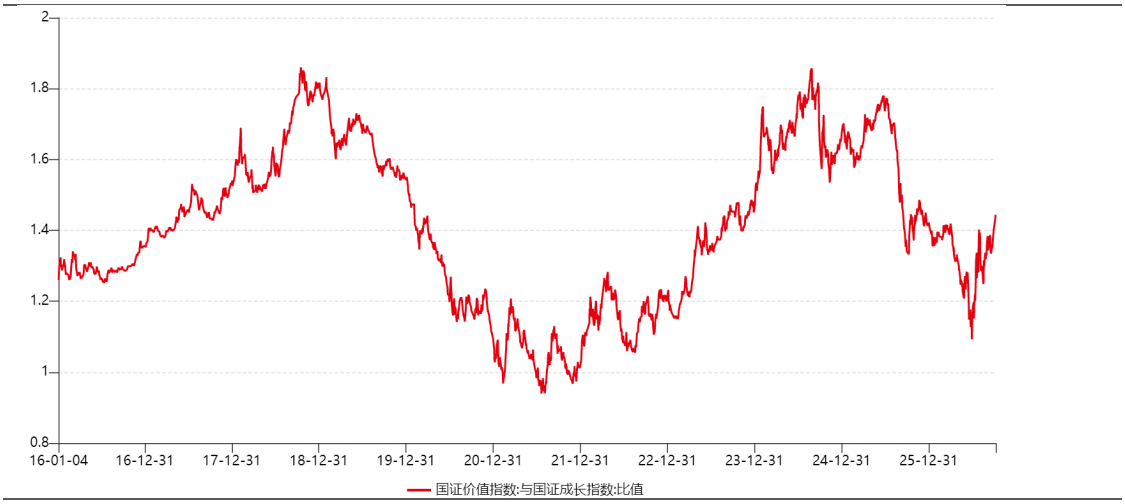
第四，展望四季度，尤其是 11—12 月，我们倾向于重新重视成长风格的配置机会。 经过前期风格调整，国证价值与国证成长的指数比值已经回到年初附近，意味着成长此前积累的相对收益优势已有明显消化。当前再看成长，其相对位置较前期更有吸引力。

价值风格已经经历了一轮相对收益修复，继续沿着此前的方向配置，对后续基本面和盈利兑现的要求也在提高。相比之下，我们更倾向于判断，成长的配置赔率正在改善。对于产业逻辑仍然成立、盈利预期没有明显下修的方向，前期调整可能提供了重新布局的机会。

因此，四季度的配置可以适度向成长倾斜，将 11—12 月作为重点观察和布局的窗口。如果后续盈利验证与市场情绪改善相互配合，成长有望迎来相对表现的修复。

而从四季度海外科技催化与业绩验证窗口来看，10 月下旬，微软、Google 等科技龙头将披露财报，市场将重新评估 AI 商业化进展与资本开支的持续性；11 月，AMD、英伟达财报及微软 Ignite 大会接续展开；进入 12 月，AWS re、甲骨文财报以及预计同期披露的博通财报，将继续提供产业需求和产品落地的验证线索。与此同时，Gemini 4 扩大开放、Mistral 新模型开放权重等进展，也可能带来新的预期变化。在成长此前相对收益已有明显消化的背景下，如果这些事件能够验证 AI 需求延续、商业化改善，并带来盈利预期上修，市场情绪有望重新向科技成长倾斜。

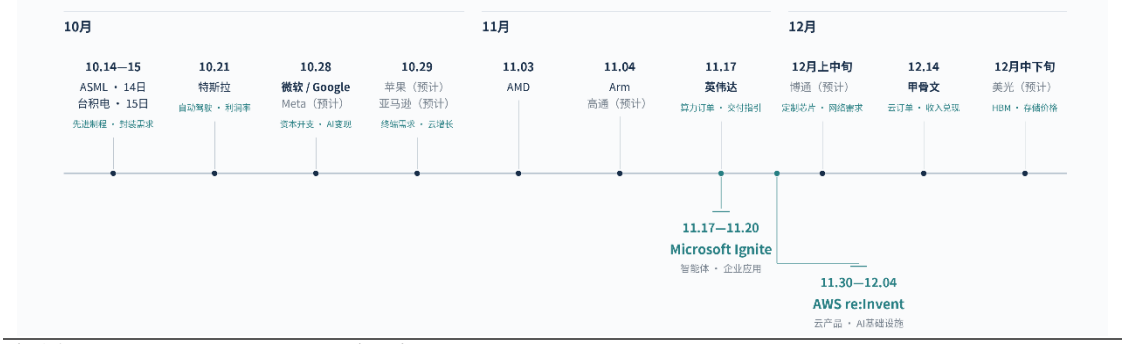
图17. 当前价值与成长风格的相对比值已经来到近一年的最高水平



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图18. 四季度美股重要公司财报以及重要会议日历



资料来源：Wind，公司公告，国投证券证券研究所

图19. 科技、成长、微盘、红利和大盘在经历了一轮分化和收敛后，年内收益率回到同一起点附近



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

第五，我们观察到四季度财政政策开始加码，有望提升市场风险偏好并对新兴产业提供结构性需求。9 月 28 日国务院常务会议提出：部署"推出一批务实管用的增量政策""用好地方政府债务结存限额"；10 月 9 日，财政部宣布，安排使用地方政府债务结存限额 5500 亿元，用于提高县区一般公共预算保障能力和支持地方扩大有效投资，规模较去年增加 500 亿元。这一规模是近年来最大的，历史上来看，使用债务结存限额是常见的政策工：2022 年依法盘活专项债务结存限额 5029 亿元；2024 年四季度安排 4000 亿元补充地方政府综合财力；2025 年四季度安排 5000 亿元；2026 年进一步提高至 5500 亿元。

与前两年相比，本次结存限额安排未再明确列示化债清欠用途，资金投向更突出县区财力保障和有效投资。从这项工具的边际变化看，政策正在强化稳增长与保基层运转的功能，推动地方财政从缓解资金压力进一步走向恢复支出能力。

其中，一般债务结存限额 3000 亿元：全部分配县区使用，专门用于提高县区一般公共预算保障能力，即"三保"（保工资、保运转、保基本民生）底线；

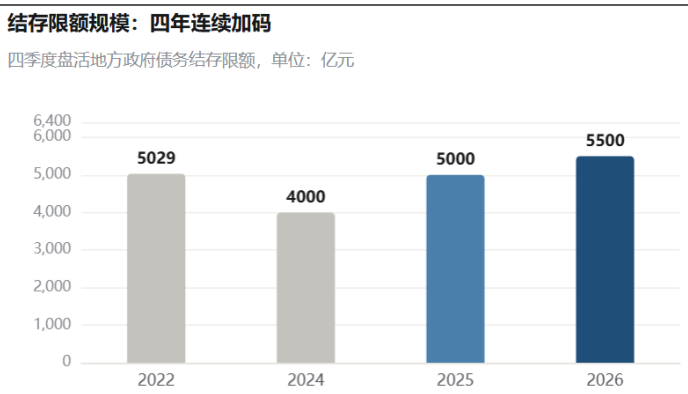
专项债务结存限额 2500 亿元：分配给今年第四季度有实际项目资金需求的地区，并向经济大省倾斜；优先保障在建项目资金需求，**新建项目聚焦"六张网"（水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网）等重点领域。**

下载日志已记录，仅供内部参考

我们认为，财政加力有助于缓解经济下行和地方资金链压力，为市场风险偏好提供支持；其中数字基础设施、电网等投资方向，又可能带来结构性投资需求。

另外，产业政策也正在和财政政策形成联动，10 月 9 日中共中央、国务院印发《关于发展新质生产力的意见》，核心目的是让科技创新更快转化为产业发展和生产效率提升。内容覆盖技术研发、成果转化、产业升级、融资制度和人才机制，共提出五个方面、19 项重点举措。它既支持新兴产业和未来产业，也强调传统产业改造。结合上述聚焦“六张网”建设的财政资金支持，对市场而言，短期可能强化科技成长的政策预期；更持续的受益，仍应寻找能把技术转化为订单、收入和效率改善的企业。

图20. 今年动用的结存限额规模是历年最大的



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图21. 今年未明确提及化债用途

年份	规模	官方用途表述的重点
2024年	4000亿元	补充地方综合财力，明确支持化解存量政府投资项目债务、消化政府拖欠企业账款
2025年	5000亿元	延续上述用途，并增加对经济大省符合条件项目建设的支持
2026年	5500亿元	3000亿元全部用于增强县区一般公共预算保障能力；2500亿元支持项目建设，本次公告未明确列示化债清欠用途

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图22. 《关于发展新质生产力的意见》的主要内容梳理



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图23. 近期重要宏观及产业政策梳理

序号	时间	类别	政策 / 文件 / 事件	政策内容要点	解读
01	8/28	房地产	**房地产发展新模式配套政策组合拳** 住建部、自然资源部、金融监管总局、央行、证监会等集中出台 8 份文件	核心是三项制度——项目公司制 主办银行制 现房销售制；配套《关于完善商品住房销售制度的通知》与《关于改革完善房地产信贷管理推动加快构建房地产发展新模式的意见》，金融监管总局另出五个配套管理办法。9 月 18 日住建部发布会进一步确认行业进入「存量时代」(二手房交易占比已由 2020 年的 27% 升至前 8 月的 **52%**)。	主线落在**制度重构**上，本质是拆除预售制时代的高周转模式。短期压制估值的仍是周转率下降对 ROE 的拖累，房企 PB 估值中枢有修正压力；中期则取决于制度出清之后集中度提升能否兑现。与 2015-2016 年不同，本轮缺少棚改货币化一类的总量需求刺激，价格弹性的来源主要是供给收缩与信用分层。
02	9/1-9/2	财政	**新型政策性金融工具首批投放** 国开行 · 农发行 · 进出口银行	全年额度 8000 亿元（2025 年为 5000 亿元），投向国家战略基础设施与重大产业项目**资本金**；央行配套 PSL 额度，对中小微民企参与项目给予年化 1.5 个百分点、最长 2 年 贴息。截至 9 月末累计投放超 1000 亿元、支持项目约 400 个。	本阶段**最大的新增量工具**，但投放节奏克制，进度约 12.5%。撬动倍数是当前最难把握的变量：按乐观情形测算可支持项目总投资约 10 万亿元。按谨慎情形约 2-3 倍、对应约 2 万亿元。实际结果大概率落在两者之间，取决于**项目储备的成熟度与资本金到位速度**。
03	9/3 起	产业	**「十五五」产业专项规划密集落地** 工信部、发改委、央行等多部门陆续印发	9 月 3 日工信部等十部门印发《促进中小企业发展「十五五」规划》；同期《新型电池产业发展「十五五」规划》(工信部、发改委等七部门)、医药工业「十五五」发展规划（工信部等十部门）、《关于金融支持服务业扩能提质的指导意见》(央行等八部门) 相继出台。要点包括：新型电池到 2030 年**全固态电池初步实现规模化应用**、长寿命锂电池循环寿命达 15000 次；推动普惠算力赋能中小企业、降低用算成本；把**人工智能赋能药物研发、临床研究与医药制造**列为重点任务。	规划出台密度明显高于往年同期，「十五五」的产业顶层设计正在提前铺开。其中「人工智能+」被横向嵌入新型电池、医药工业、中小企业等彼此不相关的领域，产业政策的组织方式正由单点扶持转向跨行业赋能。后续落地抓手预计集中在**算力供给、研发费用与融资渠道**三个方向，具体配套细则的出台节奏是观察重点。
04	9/10	资本市场	**国新办金融发布会披露中长期资金入市进展** 证监会副主席李超	今年以来社保、年金、保险等中长期资金合计**净买入 A 股超 6000 亿元**，持有 A 股流通市值较 2025 年底增长 12.5%；2025 年全国社保基金投资收益率 13.2%。「十五五」方向为健全「长钱长投」市场机制、大力发展权益类公募基金。	落点在**资金结构**层面，对指数点位的直接指示意义有限。净买入能否延续，取决于考核机制与权益比例上限的调整节奏；目前这两项制度安排均未落地，入市规模还能提升多少存在不确定性。
05	9/20	房地产	**新修订《住房公积金管理条例》施行** 1999 年以来第三次修订	修订涉 20 条；提取情形由 6 种扩至 9 种，新增装修自住住房、支付物业费、国务院批准的其他住房消费情形；取消「房租超家庭工资收入比例」门槛。天津、武汉、常州同步发布公积金提取新政。	需求端最实在的一条：扩大的是公积金的**使用场景**，额度并未同步提高，实际效果取决于各地配套细则。政策的落点在于为合理住房消费提供托底，尚未构成对房价的全面刺激。
06	9/20	货币	**9 月 LPR 连续 16 个月不变** 总量维持定力	1 年期 3.00%、5 年期以上 3.50%，自 2025 年 5 月两期限均下调 10bp 以来连续 16 个月未调整；7 天期逆回购操作利率维持 1.40%，同样连续 16 个月不变。**9-10 月没有降准、没有降息。**	制约在银行息差：二季度末商业银行净息差 1.41%，低于 1.8% 的合意参考水平，报价行主动下调加点的动力不足；同期 8 月出口、CPI/PPI、工业增加值同步回暖，宽松的紧迫性也随之下降。**触发降息的条件更可能是数据出现明显走弱，当前并没有预设的时间表。**
07	9/29	货币	**下调抵押补充贷款利率 25bp** 9-10 月唯一的价格型操作	1 年期 PSL 利率由 1.75% 降至 1.50%，为新型政策性金融工具提供配套低成本资金支持。	此次调整落在**定向压低特定投向的资金成本**上，并未触及广谱利率。这是「总量按兵不动、结构定向宽松」体现得最典型的一次操作；广谱利率的下行空间仍受息差约束。
08	10/8	货币	**开展 12000 亿元买断式逆回购** 跨季跨节的中期流动性投放	固定数量、利率招标、多重价位中标；期限 3 个月（89 天），到期日 2027 年 1 月 5 日；同日另开展 6060 亿元 隔夜逆回购，覆盖 10 月政府债缴款与税期压力。	操作节奏本身的变化也很明显：7 天逆回购灵活机动、隔夜集中在月初/月中/月末、买断式在每月 5 日和 15 日、MLF 在 25 日，月内各期限工具由此形成**接力投放**。流动性管理正趋向精细化、常态化。
09	10/9	财政	**安排使用地方政府债务结存限额 5500 亿元** 本阶段最明确的财政增量政策	一般债 3000 亿元 全部分配县区，用于提高一般公共预算保障能力（「三保」）；专项债 2500 亿元 分配给四季度有实际资金需求的地区、向经济大省倾斜，优先保在建项目、新建聚焦「六张网」。规模较 2025 年 **+500 亿元**，创近年新高，距国常会部署仅 11 天。	用途结构发生方向性变化：**化债清欠额度归零**，3000 亿元一般债下沉县区，政策重心从防风险转向稳增长与保基层运转。落到资产上，它改善的是**基层财政的现金流缺口**，对投资增量的直接贡献有限——中间还要经过拨付与开工环节，而这正是当前进度偏慢的地方。
10	10/9	产业	**中共中央、国务院印发《关于发展新质生产力的意见》** 本阶段分量最重的顶层文件	5 方面、19 项举措，原则为「创新主导、改革为要、因地制宜、先立后破」；提出**全面实施「人工智能+」行动**，加快智能网联新能源汽车、AI 手机和电脑、人形机器人等智能终端场景应用；建立企业研发准备金制度、提高研发费用加计扣除比例；完善投早、投小、投长期、投硬科技的支持政策。	**「纠偏」表述的价值可能高于 19 条举措本身**：文件明确「不能脱实向虚、贪大求全、搞泡沫化」「严禁借发展新质生产力之名违规滥用政策」，并对一哄而上的盲目投资严肃追责。这实际上划定了地方产业政策的边界——后续落地会更强调传统产业改造与因地制宜，**新一轮赛道补贴的空间被压缩**。

资料来源：Wind，国投证券证券研究所

第六，把 A 股风格拆成两个相对独立的宏观变量：**国内看盈利能不能从少数高景气行业向更广泛的经济部门扩散，海外看美债利率对估值的压制是增强还是减弱。** 国内的“K 型分化”决定谁有盈利，美债利率决定市场愿意给多高估值。两者交叉以后，才会出现顺周期、全面牛市、杠铃和科技主导这四种不同的市场结构。

图里的四个象限可以这样理解：

K 型分化收敛 + 美债利率上行：顺周期接棒。 国内地产、消费、投资开始修复，盈利从科技向传统行业扩散，但海外利率仍高，所以市场更容易从高估值科技切向地产、消费、资源品等低估值顺周期资产。

K 型分化收敛 + 美债利率下行：全面牛市。 这是最理想的组合，盈利扩散与估值扩张同时发生，科技、消费、金融、周期都有机会，指数行情的基础也最扎实。

K 型分化不收敛 + 美债利率上行：杠铃策略。 国内缺乏全面盈利修复，高利率又压制高估值成长，于是资金更倾向两端配置：一端是仍有产业景气支撑的科技龙头，另一端是红利、资源、高股息等现金流资产，中间大量普通行业反而缺少明确方向。

K 型分化不收敛 + 美债利率下行：科技 M 顶。 实体经济没有全面改善，但折现率下降，最直接受益的是有独立景气度的 AI、PCB、光模块、半导体等科技方向。由于盈利仍高度集中，行情容易表现为少数科技资产反复创新高、指数和多数股票跟不上，所以更容易出现科技板块面向年内二顶的反弹。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

图24. 当前杠铃策略重新占优，相对超额回到 2026 年初水平



资料来源：wind，国投证券证券研究所

图25. 当前 K 型分化和美债利率的组合形成四种结构



资料来源：wind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图26.8月以来利率再次走入下行通道，对应杠铃策略再度占优



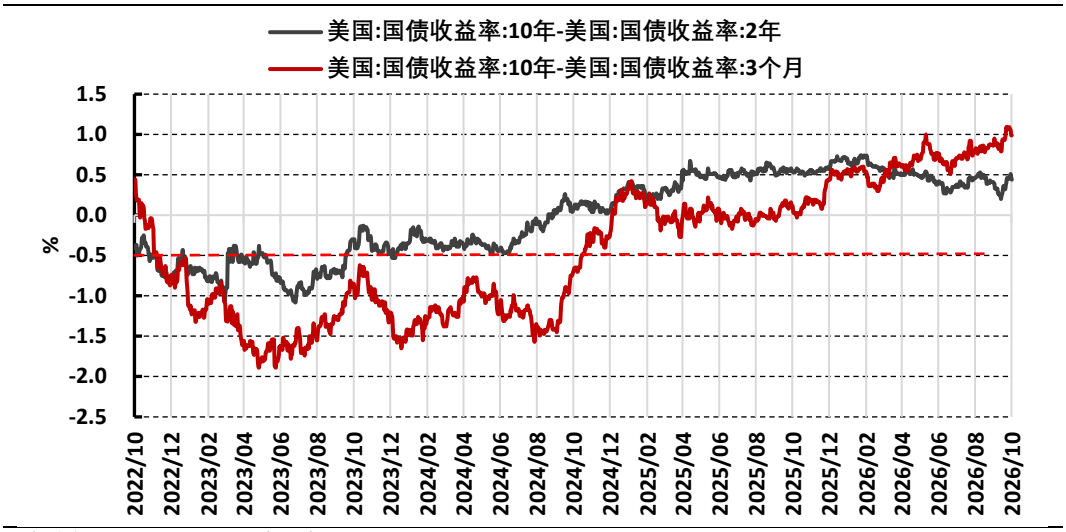
资料来源：wind，国投证券证券研究所

美国3个月国债收益率报收4.25%，前值4.24%；10年期国债收益率报收5.24%，前值5.17%。近两周3个月收益率上升1个基点，10年期上升7个基点，2年期由4.81%微降至4.80%，2s10s利差由36个基点扩大至44个基点，曲线走陡。主要驱动事件有：一、9月28日地缘不确定性与高融资成本担忧推动美债承压，10年期收益率由9月25日的5.17%升至5.24%，形成两周初期的利率压力。二、9月29日至10月2日就业、通胀数据与官员表态降低近期加息预期。8月职位空缺回落，核心PCE同比上涨3.0%，威廉姆斯、杰斐逊和鲍曼先后强调加息时点可以等待；2日非农就业增加2.9万人、前两个月合计下修6万人，进一步缓和近期紧缩担忧。短端债券受到提振，收益率一度下行，但长债买盘未能持续，10年期2日最终收于5.28%，反映长期融资与风险补偿压力仍在。三、10月5日服务业成本上升限制债市修复。ISM服务业PMI降至54.9，价格指数却升至74.0，显示扩张放缓但投入成本仍高。成本向价格传导的风险增加高利率维持更久的可能，10年期当日收于5.31%。四、10月7日至8日两次长债拍卖显示高收益率下仍有承接需求。7日，390亿美元10年期国债续发行的得标收益率为5.300%，投标倍数2.77，一级交易商获配约2.5%，较强需求推动盘中收益率回落。8日，220亿美元30年期国债续发行的得标收益率为5.618%，投标倍数2.54，间接投标人获配约72.3%。两次拍卖显示，较高收益率能够吸引投资者承接，缓和短期供给压力；但30年期拍卖收益率较9月提高31个基点，投标倍数由2.61降至2.54，长期融资成本仍高，需求改善尚不稳固。与此同时，7日公布的9月FOMC纪要仍保留年内进一步加息的可能，限制债市持续修复。五、10月8日至9日增长担忧与地缘表态带来债市修复及反复。OpenAI收入消息引发对AI投资回报和未来需求的担忧，增加美债买盘；特朗普表示不会在中期选举前攻击伊朗，也推动利率回落，10年期8日收于5.22%。9日收益率反弹至5.24%，两周最终仍上行，近期加息预期降温尚未完全消除长端压力。

近两周曲线走陡反映近期加息预期降温与长期利率压力的差异，10年期美债名义收益率上行7个基点，实际收益率上行8个基点。长端收益率上行主要体现实际利率抬升。展望后市，一是核心通胀和工资数据将影响年内加息节奏。若10月暂停加息，近期政策压力将有所缓和，但融资需求与风险补偿仍可能使长端收益率维持高位。二是较高收益率已吸引拍卖承接，前期久期调整也可能缓和技术性卖压，但债市持续修复仍需要宏观风险、融资压力或市场承接条件改善。三是若油价和投入成本再次上升，未来政策利率及风险补偿要求可能重新抬高；若核心价格继续缓和、增长不确定性增加，长债需求则有望改善。长债的机会在于较高收益率下的承接，主要风险仍是成本与融资因素使实际利率维持高位。

下载日志已记录，仅供内部参考

图27. 2s10s 利差走阔



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图28. 近两周中美利差走阔



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

图29. 长端美债收益率上升



资料来源：Wind、国投证券证券研究所

美元指数报收 102.23，前值 101.03；欧元兑美元报收 1.1193，前值 1.1398；美元兑日元报收 158.34，前值 157.22；美元兑人民币报收 6.7330，前值 6.7489。近两周美元指数上涨 1.19%，欧元兑美元下跌 1.80%，美元兑日元上涨 0.71%，美元兑人民币下跌 0.24%。主要驱动事件有：一、9 月 28 日至 30 日美债收益率上行支持美元。地缘不确定性与利率重估提高美元资产回报，美元指数连续走强。30 日核心 PCE 缓和近期加息担忧，但实际消费增长显示需求仍有韧性，长端收益率也未持续下降，美元支撑因此保留。二、10 月 1 日至 2 日央行沟通与就业数据造成阶段性波动。1 日日本央行意见摘要显示，部分委员认为必要时应加快加息，政府代表则要求审慎评估政策调整的影响，市场未形成更快收紧的一致预期，美日利差收敛的预期受到限制。2 日美国就业放缓降低近期加息预期，美元当日回落，但美债收益率盘中下行后回升，利率压力未持续化解。三、10 月 5 日美国成本数据与欧洲财政、政治风险共同支持美元。ISM 服务业价格指数升至 74.0，强化美国利率维持高位的预期；法国财政方案与主权信用利差受到关注，西班牙宣布提前大选、投票定于 11 月 29 日，增加欧洲政策不确定性。信用条件收紧可能削弱欧洲增长与资产吸引力，使美元获得相对支持。四、10 月 8 日至 9 日美元短暂调整，人民币相对稳健。8 日 AI 盈利担忧及地缘表态带动美债收益率回落，美元指数随之走弱，9 日又有所反弹。中国央行 8 日重申人民币汇率不预设目标、无意通过贬值获取贸易优势，并强调防范短期超调，有助于约束单边贬值预期。人民币同时受到国内政策与跨境资金因素影响，在岸美元兑人民币两周降至 6.7330，表现较欧元、日元稳健。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

近两周美元走强的关键是相对收益率和资产表现，不能仅用美国是否继续加息解释。2 年期美债收益率两周基本持平，而欧洲信用压力可能更明显地压低当地增长与政策利率预期，美元仍可获得相对优势。展望后市，若欧洲金融条件继续收紧、美国企业盈利保持韧性，美元支撑有望延续；若欧洲主权债压力缓解、美国通胀和增长数据转弱，相对优势可能减弱，欧元存在修复空间。日元需要更明确的美日利差收敛才能改善，人民币则需结合中间价、跨境资金及稳汇率政策判断。美元短期偏强，但持续上行取决于相对优势能否保持，主要货币仍可能分化。

图30. 近两周美元指数走强



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

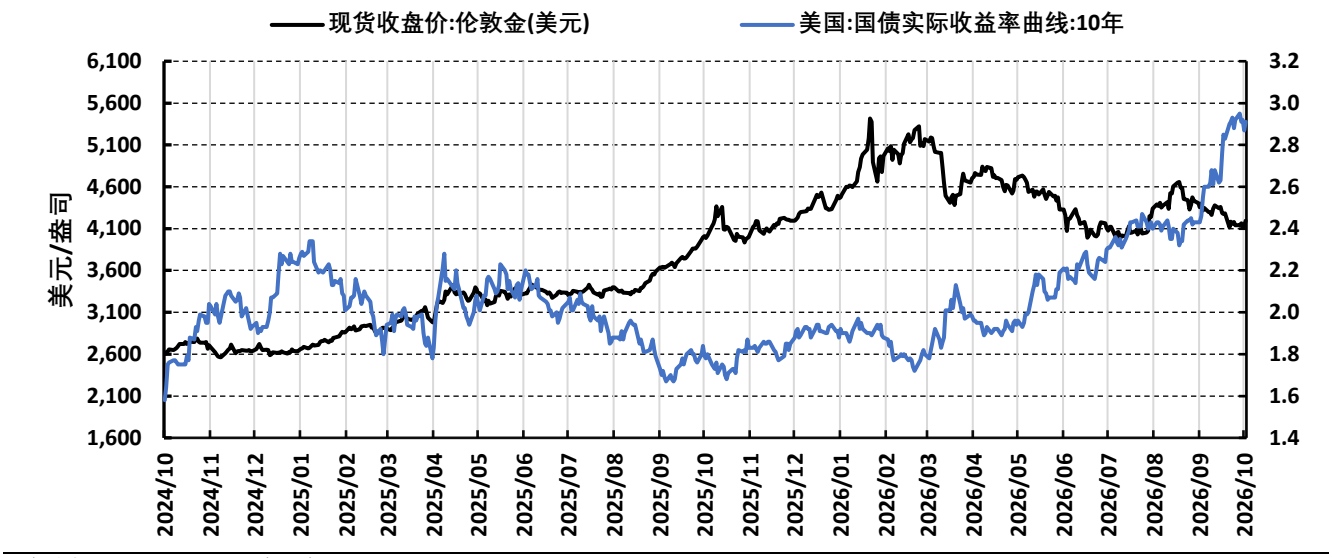
伦敦金现报收 4194.15 美元/盎司，前值 4284.13 美元/盎司；COMEX 黄金期货报收 4220.30 美元/盎司，前值 4320.50 美元/盎司。近两周伦敦金现下跌 2.10%，COMEX 黄金下跌 2.32%，期间回调后有所反弹。主要驱动事件有：一、9 月 28 日地缘不确定性与利率上行共同影响黄金。美伊仍就重开海峡方案交换意见，但未形成明确突破，供应风险增加能源价格与政策路径的不确定性。避险需求虽可能支持黄金，实际利率上行却提高持有无息资产的机会成本；10 年期实际收益率由 9 月 25 日的 2.83%升至 2.90%，伦敦金现当日回落至 4115.24 美元/盎司。二、9 月 30 日至 10 月 2 日通胀与就业数据曾带来盘中支持，但未形成持续反弹。核心 PCE 同比上涨 3.0%、9 月非农就业仅增加 2.9 万人，市场降低近期加息预期，收益率一度下行、金价盘中走高；但长端利率随后回升，机会成本压力重新显现，伦敦金现 2 日最终收于 4142.75 美元/盎司，较前一交易日下降。三、10 月 5 日至 7 日成本与政策风险压制金价，官方需求提供中期支撑。5 日 ISM 服务业价格指数升至 74.0，强化高利率约束；7 日公布的 9 月 FOMC 纪要仍保留年内进一步加息的可能，伦敦金现 7 日收于 4110.52 美元/盎司。同日公布的中国 9 月末黄金储备为 7747 万盎司，环比增加 74 万盎司，高于 8 月增持的 65 万盎司，确认官方配置需求延续，但月度储备增加不能直接抵消当日利率压力。四、10 月 8 日至 9 日利率压力缓和与地缘反复伴随金价修复。8 日 AI 盈利担忧引发美债买盘，特朗普表示不会在中期选举前攻击伊朗，也推动利率回落，黄金机会成本压力减轻，伦敦金现回升至 4131.89 美元/盎司。9 日地缘表态再次反复，金价进一步回升至 4194.15 美元/盎司，但两周仍累计下跌。

近两周美元指数上涨 1.19%，10 年期美债实际收益率上升 8 个基点至 2.91%，形成黄金的宏观压力；官方储备增加则提供中期配置支持。展望后市，一是近期加息预期降温若能进一步带动实际收益率回落，黄金的持有机会成本才会持续下降，有利于投资需求恢复；若仅延后加息而实际利率仍高，反弹可能受限。二是央行购金和储备多元化为实物配置提供基础，但短期价格仍受到美元及投资资金需求影响。三是地缘升级存在两条相反传导：避险买盘支持黄金，能源涨价引发的利率与美元重估则可能压制黄金。中期配置支持仍在，短期持续修复需要实际利率、美元和投资需求共同改善。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

图31. 近两周黄金走弱



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

近两周 WTI 报收 91.64 美元/桶，前值 92.41 美元/桶；IPE 布伦特原油报收 104.54 美元/桶，前值 104.38 美元/桶。WTI 两周下跌 0.83%，布伦特上涨 0.15%，期间波动较大。主要驱动事件有：一、9 月 28 日至 30 日谈判反复与出口恢复交替影响供应预期。美伊在制裁、核问题及执行顺序上仍有分歧，市场对海峡和设施再度受阻要求风险补偿，布伦特 28 日升至 106.07 美元/桶；随后沙特管道和海湾出口恢复预期增加，缓和部分原油供应缺口担忧。但俄罗斯延长柴油出口限制，显示成品油供应约束仍在。二、10 月 2 日 G7 释储安排增加近期可用供应预期。协调释放原油与柴油储备，可将库存转化为市场供应，缓和短期缺口及价格压力，布伦特至 5 日回落至 100.22 美元/桶；实际效果仍取决于交付速度和油品分配。三、10 月 4 日 OPEC+维持 11 月产量目标不变，实际供应仍受中东冲突约束。海湾成员国因生产和出口受阻，实际产量显著低于配额，既有增产空间尚未充分释放。因此，供应能否增加，更取决于生产设施恢复和原油出口畅通。四、10 月 6 日至 7 日供给恢复与安全风险并存。沙特能源大臣称东西输油管输油量恢复至 580 万桶/日，增加绕开海峡出口的能力；IEA7 日支持加快兑现 3 月承诺中尚未完成的约 1 亿桶释放。但同期油轮和沙特设施遇袭、墨西哥湾开始预防性停产，对冲了部分供应改善预期。五、10 月 8 日至 9 日供应风险与政策表态推动油价反复。航运威胁及扩大停产增加潜在供应损失，布伦特由 7 日的 101.20 美元/桶升至 8 日的 104.13 美元/桶；特朗普 8 日表示选举前不会攻击伊朗，油价盘中回吐部分涨幅，9 日又表示可能采取军事行动，并宣布俄罗斯柴油供应及拟放行安排。中断风险与补充供应预期交替变化，布伦特最终收于 104.54 美元/桶。

近两周原油的核心矛盾是供应流量有所恢复，但再度中断的风险仍高，因此期末价格接近前值并不代表供需风险已消退。展望后市，一是管道、海湾出口和替代运输持续恢复，可减少物理供应缺口；若同时保持设施和航运安全，风险溢价才更容易下降。二是 IEA 待释放约 1 亿桶属于已有承诺的执行，加快交付可以缓冲短期缺口，却难以长期替代正常生产，实际投放速度和原油、柴油分配更关键。三是原油与成品油存在不同约束，原油到货增加仍需通过炼厂加工和运输转化为柴油供应；炼厂受损或出口受限，会使成品油紧张持续并传导至通胀。供应恢复支持油价回落，设施、航运和炼油风险则使回落过程仍可能反复。

下载日志已记录，仅供内部参考

图32.近两周原油价格涨跌不一（美元/桶）



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

LME 铜报收 14540.00 美元/吨，前值 14622.50 美元/吨，近两周小幅下跌 0.56%。主要驱动事件有：一、9 月 30 日制造业数据改善用铜预期，但国内采购仍受约束。中国制造业 PMI 升至 50.1%，生产指数升至 51.7%，生产扩张有利于工业用铜需求；但新订单指数为 50.5%、环比下降 0.1 个百分点，需求改善并非全面增强。同日国内主流地区铜库存为 7.37 万吨，已现边际累库，高价与假期停工限制采购，使生产数据的利好未充分转化为现货需求。二、10 月 5 日美国成本数据强化高利率约束。ISM 服务业价格指数升至 74.0，增加利率维持高位的可能，融资与持仓成本限制商品需求和资金配置；美元偏强也增加本币走弱买家的购铜成本。三、截至 10 月 6 日的海外去库为伦铜提供支撑。据 SMM 汇总，LME 铜库存由 9 月 30 日的 249400 吨降至 242975 吨，减少 6425 吨，强化交易所库存偏紧的预期；但国内采购谨慎，限制了这一支撑向全球价格持续上涨的传导。四、10 月 7 日 Centinela 罢工增加矿端供应风险。据路透报道，两家工会在谈判失败后启动罢工，停工若持续，可能影响后续矿产供应，增加铜价风险溢价；但公司当时维持产量预测，实际供应损失尚待确认。近两周，海外去库与矿端风险提供支持，高利率、美元偏强及国内采购谨慎则形成约束，伦铜最终小幅回落。

近两周铜价受到矿端风险、区域库存变化与需求、融资成本的共同影响，海外去库提供支撑，但不足以推动全球价格持续上涨。展望后市，一是矿山扰动与精矿约束若持续，叠加美国继续吸收铜货，可能降低非美地区金属的可获得性，支撑伦铜；贸易流向和关税预期因此仍需关注。二是国内节后进口与国产货源补充，能否被下游采购消化，将决定库存变化。若到货快于需求恢复，高价又继续抑制采购，社会库存可能回升，削弱国内需求对价格的支持。三是 Centinela 罢工持续时间及生产安排，将决定供应风险能否转化为实际减产。若劳资争议缓解、美国进口减弱或国内累库超预期，铜价可能调整；若实际供应损失扩大且下游采购恢复，供需紧张才更有条件推动铜价上涨。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

图33. 近两周铜价小幅下跌



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 内部因素：9 月制造业 PMI 重回扩张，价格与预期先行修复

近期公布的宏观数据整体呈现两个特征：价格与预期先行修复，但需求与盈利验证滞后。9 月官方制造业 PMI 时隔一个月重回扩张区间，但结构上与内需相关的核心分项改善有限，景气的回升更多由生产与价格两项驱动；反映战略性新兴产业的 EPMI 大幅反弹，是本周数据中最积极的边际信号，显示政策重点支持领域的景气度相对占优。与此同时，企业信心指标虽有修复但仍停留在荣枯线下方，工业企业利润累计同比连续第二个月回落，微观主体的扩张意愿与盈利兑现依然偏谨慎。外需方面，全球制造业景气继续位于扩张区间，出口并未出现逆转迹象。整体而言，本周数据的边际信息集中在价格端与预期端，需求端能否形成实质性改善，尚待 10 月中旬之后陆续公布的 9 月社融、社零与三季度经济数据验证。

综合来看，9 月的宏观读数更像一次"价格与预期先行、需求与盈利滞后"的修复。购进价格、消费品价格前瞻与利润前瞻明显改善，但新订单、新出口订单仍只在临界点附近徘徊，小型企业 PMI 与工业企业利润也未同步跟进。这一组合对资产定价的含义是：名义增长预期的修复快于实际需求的验证，短期对顺周期与资源品的估值修复更为有利；但若 10 月中旬起陆续公布的 9 月社融、社零与三季度经济数据不能接续改善，价格的领先性存在被证伪的可能。

- 制造业 PMI 方面，从分项看，9 月制造业 PMI 的回升几乎完全由生产与价格两项驱动，需求端并未提供增量。生产指数 51.7%（前值 50.4%）环比上行 1.3 个百分点，回到今年二季度以来的偏高水平；采购量、原材料库存的同步改善与产成品库存降至 47.6%相互印证，指向企业库存行为由"被动累库"转向"主动去库+按需补库"。需求端则相对平淡：新订单指数 50.5%、新出口订单 50.0%，环比分别变动-0.1 和-0.1 个百分点，均停留在荣枯线附近，说明总需求仍处于"弱平衡"状态，尚未形成趋势性扩张。价格是本期最值得关注的分项——主要原材料购进价格指数由 56.6%大幅升至 60.8%，为近两年高位，与 8 月 PPI 当月同比回升至 3.8%的读数方向一致，反映"反内卷"式的供给收缩与大宗商品价格反弹正在共同推升企业采购成本。

  需要区分的是，购进价格的上行同时包含两层含义：一方面它支撑了名义增长与企业营收读数，另一方面它意味着成本冲击正在重新抬头，而对中下游企业而言，能否将成本压力转嫁出去，取决于终端需求能否同步走强。生产经营活动预期指数连续两个月持平于 53.8%，说明企业对中期前景的判断并未因单月 PMI 回升而明显上修——这也是我们对本轮改善保持谨慎的直接理由。
- 企业规模结构方面，分企业规模看，"大强小弱"的格局在 9 月有所缓和但并未逆转。大型企业 PMI 持平于 50.6%，持续位于扩张区间；中型企业由 49.4%小幅回升至 49.7%；小型企业由 47.9%回升至 48.9%，环比改善 1.0 个百分点，是三者中幅度最大的。从 2018 年以来的长序列观察，小型企业 PMI 长期运行在荣枯线下方，多数时间位于 46%—49%区间，仅在 2020 年下半年与 2021 年上半年出现过较长时间的正区间运行。这意味着 9 月小型企业的改善更接近低位修复，尚不足以说明中小企业经营环境发生实质转变。

  结构上的另一条线索来自库存与订单的错位。产成品库存在大中小企业间普遍走低，但新订单仅小幅波动，说明去库更多来自企业主动收缩生产计划而非需求拉动。历史上，当小型企业 PMI 与产成品库存同时处于低位而新订单未起时，微观主体的资本开支意愿往往继续偏弱，这与 BCI 中企业投资前瞻指数环比回落 0.75 个百分点至 55.13%形成呼应。
- 新兴产业方面，9 月 EPMI 录得 52.3%，环比大幅回升 4.5 个百分点，回到扩张区间，是本月内需侧最积极的信号。分项上看，改善是普遍性的：生产量由 47.2%升至 54.6%、产品订货由 45.6%升至 52.2%、采购量由 46.2%升至 53.9%、自有库存由 47.4%升至 50.4%、就业由 50.7%升至 53.2%。生产与订单同步回到扩张区间，通常对应企业从"去库存"切换回"以销定产"的正常节奏，8 月的短暂下滑更可能是一次性的扰动而非趋势反转。

  唯一仍在深度收缩的环节是进口分项——9 月仅 41.0%（前值 40.2%），与整体景气形成明显背离。新兴产业进口需求持续低迷，一方面可能反映高端设备与关键零部件的进口替代在加速推进，另一方面也提示外部技术管制的约束仍在。结合集成电路出口累计同比维持高位（详见出口部分），"出口强、进口弱"的结构性特征在产业链上依然清晰。对

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

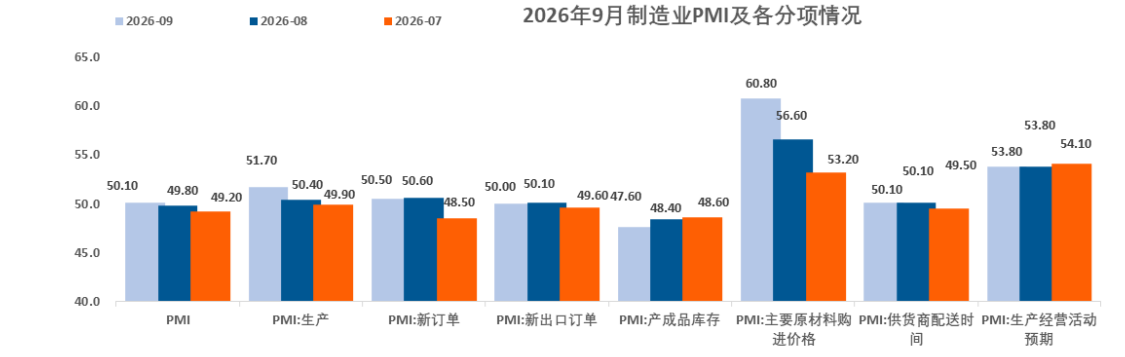
市场而言，EPMI 的显著回升短期有利于科技成长板块的景气叙事；但从历史规律看，EPMI 的月度波动较大，单月大幅回升的持续性仍需后续订单数据确认。

- 企业信心方面，9 月中国企业经营状况指数（BCI）录得 49.50%，环比回升 1.17 个百分点，但仍连续处于 50 下方，反映企业部门对经营环境的总体判断仍偏谨慎。分项上呈现出明显的"两速"特征。改善的一方集中在利润与消费品价格：企业利润前瞻指数由 42.12%大幅升至 48.31%，环比改善 6.19 个百分点，是全部八个分项中改善幅度最大的一项；消费品价格前瞻指数由 43.88%升至 48.04%。走弱的一方则集中在投资与中间品价格：企业投资前瞻指数回落 0.75 个百分点至 55.13%，企业招工前瞻指数回落 0.65 个百分点至 50.33%，中间品价格前瞻指数更是由 45.15%大幅降至 37.62%，环比下行 7.52 个百分点。

  这一分化值得单独讨论。利润前瞻的大幅改善与工业企业利润累计同比的连续回落形成方向上的矛盾，更可能的解释是：企业预期的是"成本下降带来的利润修复"，而非"需求扩张带来的收入增长"——这与中间品价格前瞻的大幅走弱是同一枚硬币的两面。若这一解读成立，则未来一个季度的企业盈利改善可能更多来自成本端，而非收入端，其可持续性取决于需求能否跟进。企业销售前瞻指数持平于 60.40%的较高水平，说明企业对"卖得出去"仍有信心，但对"投不投资、招不招人"则明显犹豫，这与制造业投资数据的低位运行方向一致。
- 工业企业利润方面，8 月规模以上工业企业营业收入累计同比 6.6%，较 7 月的 6.5%基本持平；利润总额累计同比 15.7%，较 7 月的 17.6%回落 1.9 个百分点，较 6 月 18.7%的高点已连续两个月下行。这一组合刻画的是典型的"量稳、价升、利润兑现偏慢"：营收增速在 6.5%—6.6%的窄幅区间横盘，说明工业生产的总量并未失速；而利润增速的回落则意味着成本端的压力已经开始侵蚀利润空间，或者说，年初以来利润高增的部分基数与价格红利正在衰减。

  把这条线索与前文的 PMI 购进价格（60.8%）、BCI 中间品价格前瞻（37.62%）放在一起看，价格在产业链内部的传导是不均匀的：上游受益于涨价、中游承受成本、下游则受制于终端需求。这一结构在历史上并不罕见，它对应的市场特征通常是上游资源与部分中游制造的分化，而非整体性的盈利扩张。因此，我们对"盈利驱动型行情"的判断保持审慎——在需求端（新订单、社零）出现连续改善之前，企业盈利的修复更可能是结构性而非总量性的。

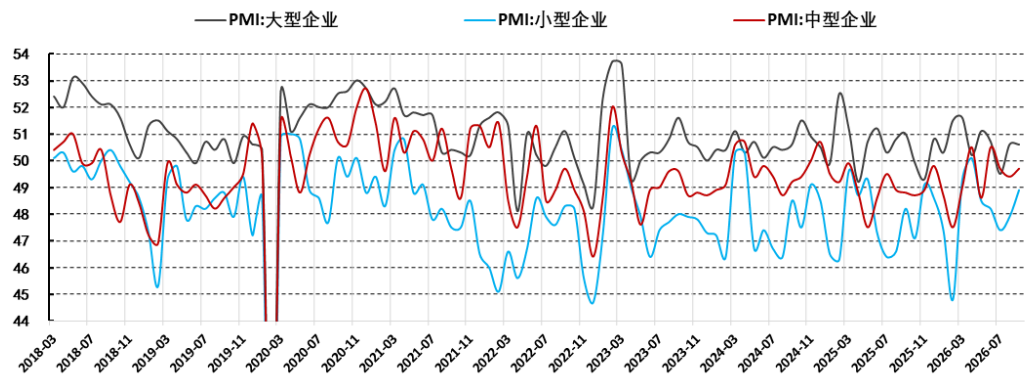
图34. 2026 年 9 月制造业 PMI 及各分项情况



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

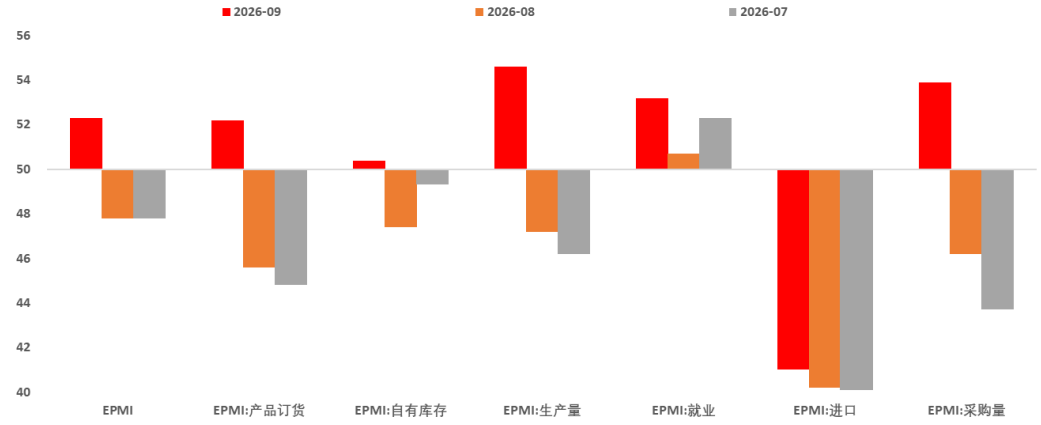
下载日志已记录，仅供内部参考

图35. 制造业 PMI：大型企业维持扩张，小型企业仍在收缩区间



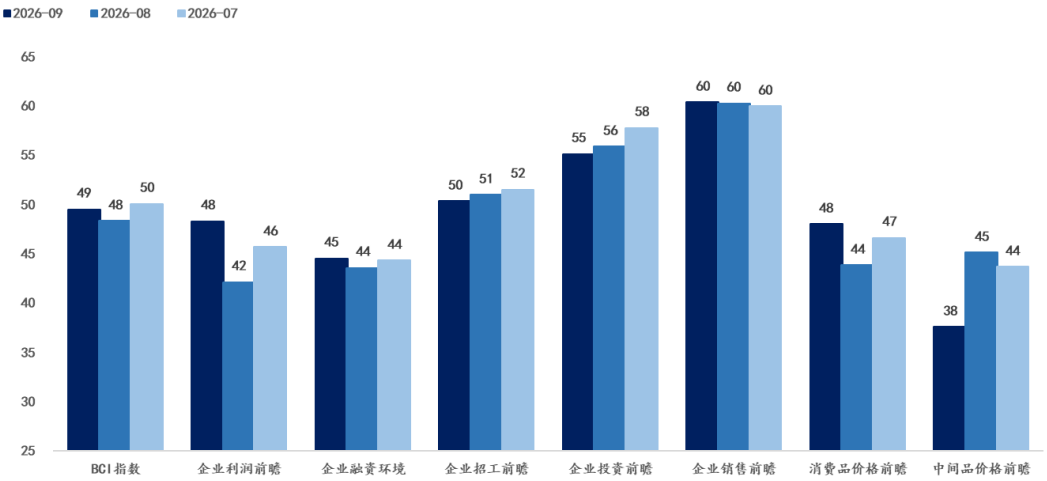
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图36. 2026 年 9 月 EPMI 及各分项情况



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图37. BCI：总量仍在荣枯线下，企业利润前瞻明显改善

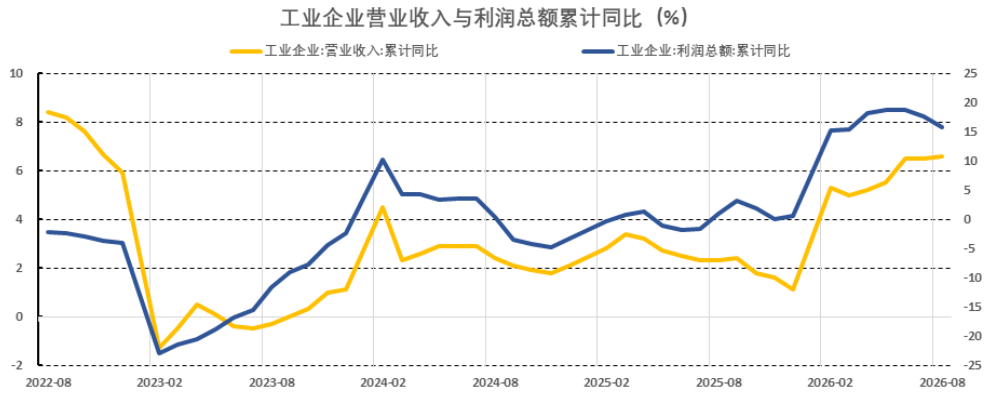


资料来源：Wind，国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

图38. 工业企业营业收入与利润总额累计同比



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

图39. 8 月主要宏观数据情况

指标名称	单位	2026-01	2026-02	2026-03	2026Q1	2026-04	2026-05	2026-06	2026Q2	2026-07	2026-08
GDP	同比(%)	5.00				4.30					
	环比(%)	1.30				0.90					
CPI	同比(%)	0.20	1.30	1.00	0.90	1.20	1.20	1.00	1.00	0.50	0.80
	环比(%)	0.20	1.00	-0.70	–	0.30	-0.10	-0.30	–	-0.10	0.40
PPI	同比(%)	-1.40	-0.90	0.50	-0.60	2.80	3.90	4.10	1.50	3.50	3.80
	环比(%)	0.40	0.40	1.00	–	1.70	0.50	-0.30	–	-0.70	0.40
PMI	指数	49.30	49.00	50.40	–	50.30	50.00	50.30	–	49.20	49.80
工业增加值	同比(%)	6.30	6.30	5.70	6.10	4.10	4.50	5.30	5.40	4.50	5.20
M1 期末值	同比(%)	4.90	5.90	5.10	5.10	5.00	5.50	4.00	4.00	4.00	4.10
M2 期末值	同比(%)	9.00	9.00	8.50	8.50	8.60	8.60	8.00	8.00	7.70	7.50
失业率	调查失业率(%)	5.20	5.30	5.40	5.30	5.20	5.10	5.00	5.10	5.20	5.30
社会消费品零售总额	同比(%)	–	–	1.70	2.40	0.20	-0.60	1.00	1.30	0.60	0.40
全国固定资本投资	累计同比(%)	–	1.80	1.70	1.70	-1.60	-4.10	-5.70	-5.70	-6.70	-7.20
全国居民人均可支配收入	累计同比(%)	4.90				5.20					
房地产开发投资	累计同比(%)	–	-11.10	-11.20	-11.20	-13.70	-16.20	-18.00	-18.00	-19.20	-19.90
农业增加值	累计同比(%)	3.80				3.70					
服务业增加值	累计同比(%)	5.20				5.20					
基础设施投资	累计同比(%)	–	11.40	8.90	8.90	4.30	0.60	-2.40	-2.40	-3.60	-4.00
制造业投资	累计同比(%)	–	3.10	4.10	4.10	1.20	-0.40	-1.20	-1.20	-1.70	-2.30
社融期末存量	同比(%)	8.20	8.20	7.90	7.90	7.80	7.70	7.40	7.40	7.40	7.20
进口总值	同比(%)	24.60	11.70	24.40	20.50	20.60	21.50	29.20	22.20	21.20	21.70
出口总值	同比(%)	8.00	36.00	2.50	11.90	9.70	13.70	20.60	13.40	17.70	18.60

注：进出口均为人民币计价。
注：季度列为该季度累计读数；环比类与 PMI 的季度列以「–」表示不适用。

资料来源：同花顺 iFinD，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 外部因素：美国 PMI 扩张放缓，PCE 低于预期且 Q2GDP 超预期上修，经济仍具韧性但就业降温缓解 10 月加息压力

3.1. 美国消费与投资保持韧性，PCE 低于预期缓解加息压力

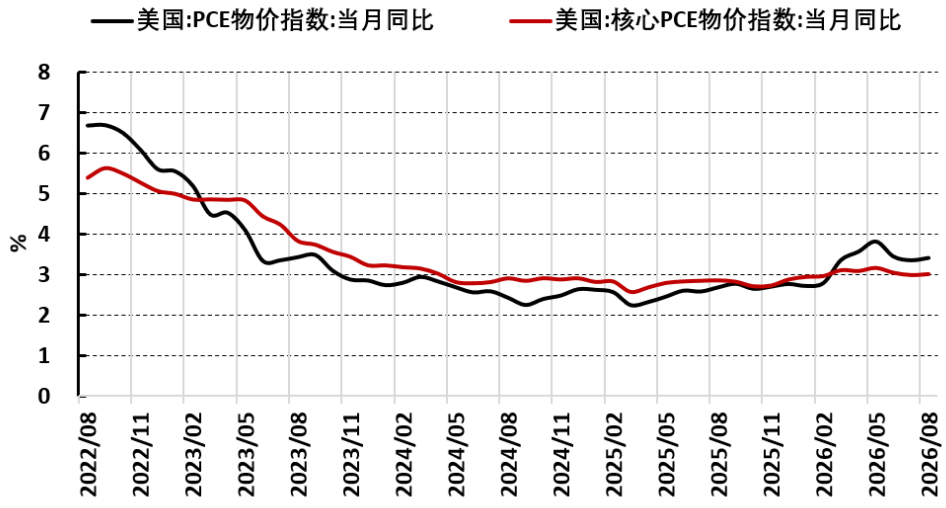
8 月美国 PCE 价格指数环比上涨 0.3%，高于前值 0.1%，低于预期 0.4%，同比增长 3.4%，持平前值，低于预期 3.7%。核心 PCE 价格指数环比上涨 0.2%，高于前值 0.1%，低于预期 0.3%，同比增长 3.0%，低于预期 3.3%，持平前值。8 月个人收入环比上涨 0.24%，前值 0.29%，个人消费支出环比上涨 0.86%，前值 0.10%。

具体来看，8 月 PCE 商品分项环比为 0.3%，前值为-0.1%。其中，耐用品分项价格指数环比 0.1%，前值 0.4%，非耐用品价格本月环比 0.5%，前值-0.4%。8 月 PCE 服务分项环比上涨 0.3%，前值为 0.3%。能源分项环比 2.3%，前值-1.5%；住房分项环比增长 0.2%，前值 0.3%。

美国经济分析局公布数据显示，美国 2026 年二季度实际 GDP 年化季环比终值由 1.5%大幅上修为 2.2%，高于市场预期 1.5%，一季度增速同步由 2.1%上修至 2.5%。消费者支出年化增长 3.8%，较一季度 0.7%明显加快；非住宅固定投资增长 9%，受 AI 相关基础设施建设支撑；私人国内最终购买增长 4.6%，显示内需动能增强。同时，进口年化增长 12.6%，AI 相关芯片及配套设备进口明显增加，拖累 GDP 增速近 1.7 个百分点。

8 月消费支出明显加快，但实际可支配收入环比持平、储蓄率降至 4.1%，表明消费韧性更多依赖储蓄释放，收入对支出的支撑有所减弱。二季度 GDP 终值上修至 2.2%，消费与 AI 相关投资共同支撑经济扩张，显示内需仍具韧性。温和的通胀读数为美联储暂缓进一步加息提供空间，但强劲内需与能源成本压力仍限制政策转松。展望后市，消费能否在实际收入增长放缓后保持韧性，以及 AI 投资能否转化为生产率提升，将影响增长与通胀的平衡；若需求持续强劲、通胀回落停滞，限制性利率可能维持更久。

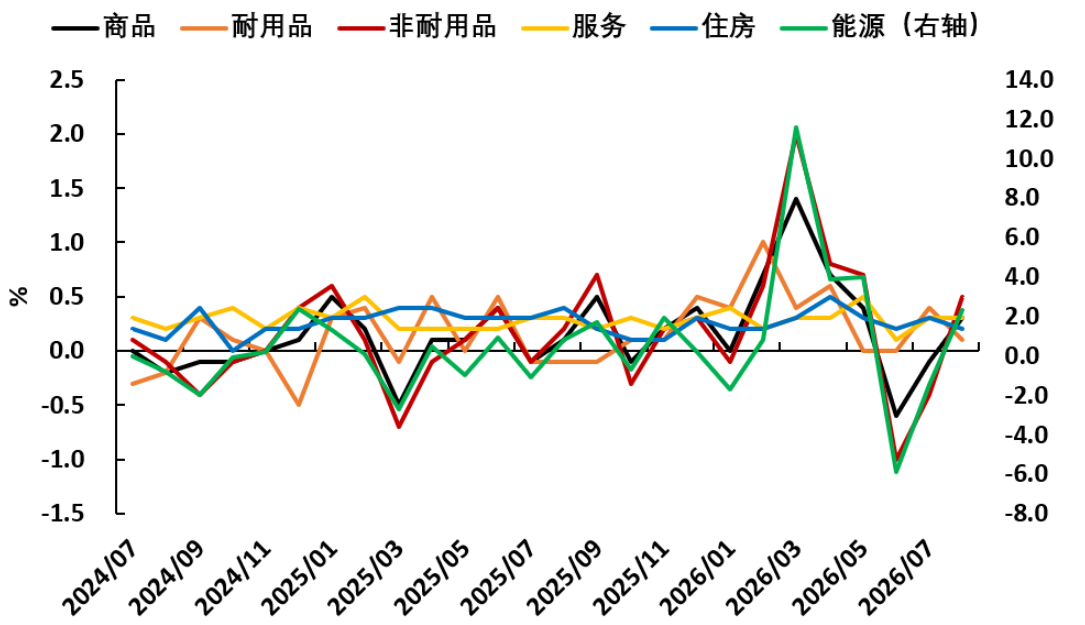
图40. 美国 8 月 PCE 低于预期



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

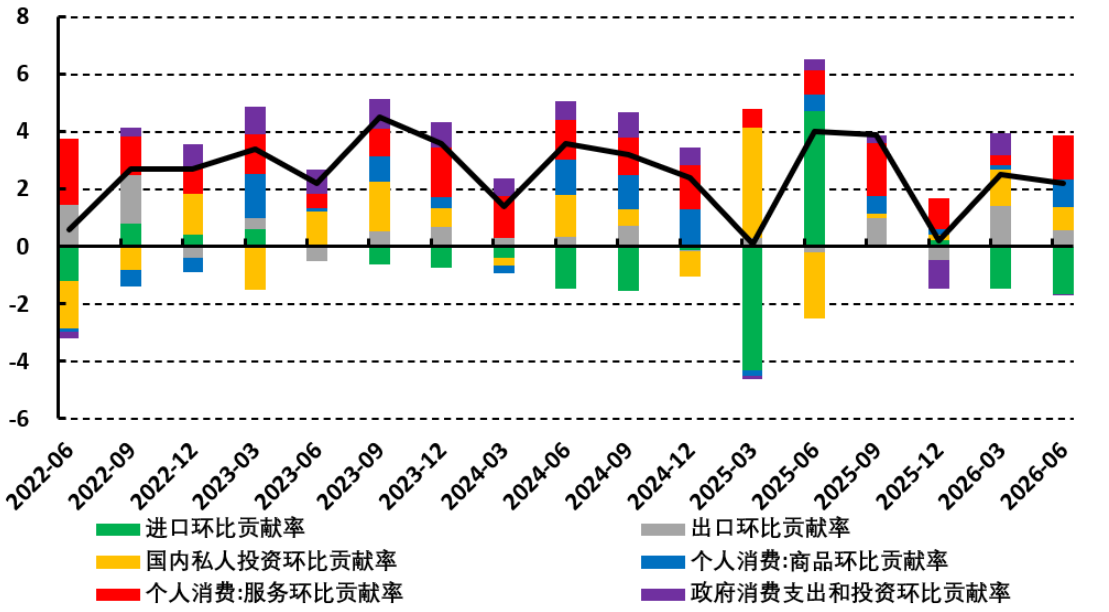
下载日志已记录，仅供内部参考

图41. 美国 8 月 PCE 能源分项大幅走高



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

图42. 美国 2026 年 Q2GDP 增速上修至 2.2%



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

3.2. 美国 9 月制造业与服务业扩张放缓，成本压力同步上升

9 月美国制造业 PMI 录得 54.5，低于预期的 54.8，低于前值 54.6。从分项看，产出指数小幅走低，录得 56.7，前值 58.3；新订单指数为 55.3，前值 53.7；新出口订单指数回落至 50.9，前值 53.2；物价指数大幅回升至 77.9，前值 71.1。

根据 ISM 制造业商业调查委员会主席的表态，九月份美国制造业活动增速较上月减缓，连续第九个月处于扩张区间。新订单和订单库存指数的增长均比上月提速，而库存指数较上月明显下降处于收缩状态。需求方面，新订单、订单库存和新出口订单均呈扩张态势；客户库存指数继续处于“过低”区间，且收缩速度加快。产出端，生产指数连续第十一个月扩张，就

下载日志已记录，仅供内部参考

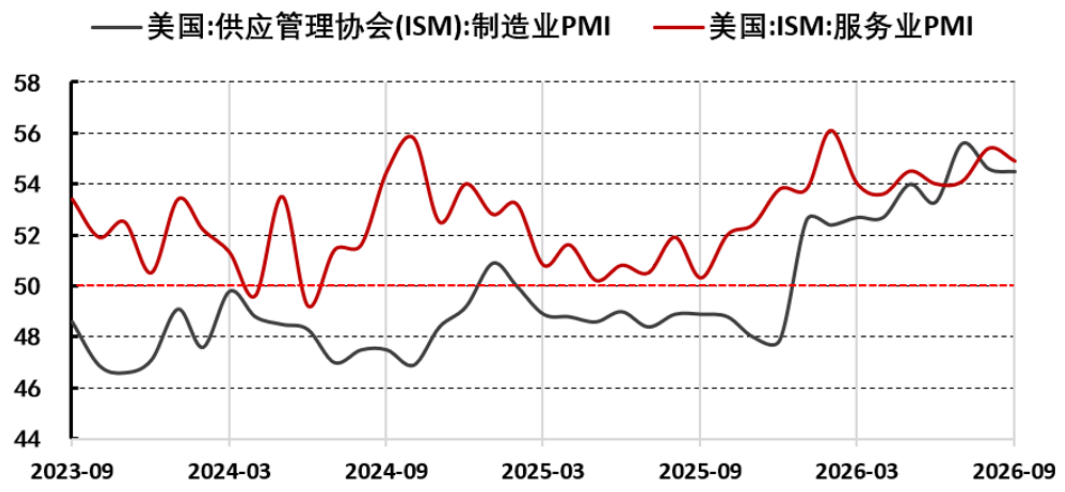
业指数回升 1.5 个百分点至 52.7。投入指标表现分化：供应商交付指数下降 0.3 个百分点；库存指数下降 2 个百分点至 48.6，重新进入收缩区间；价格指数上升 6.8 个百分点，回升至接近 3 月伊朗战争初期的水平；进口指数下降 1.5 至 51.0，扩张速度放缓。当月评论中，正面评价占 40%，负面占 60%；46%的评论提及价格波动，34%涉及关税，30%提及伊朗战争。六大制造业中五个实现扩张，分别为计算机与电子产品、机械、运输设备、化学产品以及食品、饮料和烟草制品。

9 月美国服务业 PMI 指数录得 54.9，低于预期的 55.1，前值 55.4。分项来看，商业活动指数大幅下降至 56.5，前值 61.7。新订单指数小幅回落 1.1 至 59.8。就业指数重返扩张区间，录得 50.1，前值 47.8。价格指数小幅上升至 74.0。

根据 ISM 服务业商业调查委员会主席的表态，9 月美国服务业 PMI 为 54.9，较 8 月下降 0.5 个百分点，连续第二十七个月扩张，但扩张速度有所放缓。商业活动指数下降 5.2 个百分点至 56.5，新订单指数降至 59.8，显示活动与需求扩张放缓；但订单积压指数升至 56.6，创 2022 年 7 月以来新高，就业指数回升至 50.1，结束连续两个月的收缩。投入端，供应商交付指数升至 53.2，表明交付进一步放缓；价格指数升至 74.0，创 2022 年 7 月以来新高，燃料、关税与供应链约束继续推升成本。新出口订单指数大幅降至 46.9，转入收缩。当月 13 个行业扩张、4 个行业收缩，增长覆盖面有所扩大。整体来看，服务业仍具韧性，但活动增速放缓与成本压力上升并存，订单积压支撑招聘，也反映供给端约束仍未缓解。

9 月美国 PMI 显示制造业与服务业继续扩张，但增长动能有所分化：制造业新订单回升、客户库存持续偏低；服务业商业活动和新订单增速放缓，订单积压指数连续八个月处于扩张区间，显示需求仍具韧性。成本压力成为两部门共同面临的问题，制造业价格指数明显反弹，服务业价格指数创 2022 年 7 月以来新高，燃料、关税与供应链约束持续推升投入成本。美国经济短期仍有望保持扩张，但供给约束与成本上涨可能压缩企业利润，并通过价格传导削弱消费。展望后续，订单与补库需求提供支撑，伊朗局势、关税变化及通胀黏性则可能限制美联储转松空间，使高利率对增长的约束持续。

图43. 美国 9 月服务业 PMI 小幅走低



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图44. 美国 9 月制造业与服务业价格指数同步上升

	制造业				服务业		
	2026-09	2026-08	2026-07		2026-09	2026-08	2026-07
制造业PMI	54.50	54.60	55.60	服务业PMI	54.90	55.40	54.10
新订单	55.30	53.70	56.70	新订单	59.80	60.90	57.20
产出	56.70	58.30	58.50	商业活动	56.50	61.70	59.10
就业	52.70	51.20	52.80	就业	50.10	47.80	47.40
供应商交付	59.00	59.30	58.90	供应商交付	53.20	51.30	52.80
自有库存	48.60	50.60	51.20	库存	57.80	56.70	51.40
客户库存	41.60	42.80	40.70	库存景气	51.70	54.10	52.50
物价	77.90	71.10	71.10	物价	74.00	72.60	70.30
订单库存	56.40	51.80	55.00	订单库存	56.60	55.60	50.90
新出口订单	50.90	53.20	53.00	新出口订单	46.90	56.30	52.00
进口	51.00	52.50	55.70	进口	53.20	51.30	52.80

资料来源：iFind，国投证券证券研究所

3.3. 美国 9 月非农远不及预期，10 月加息压力缓解

9 月美国非农新增就业 2.9 万人，远低于预期 8.9 万人，前值为 13.3 万人。失业率 4.2%，高于预期和前值 4.1%。劳动参与率 61.8%，高于前值 61.7%。平均每小时工资同比增长 3.0%，前值 3.1%，环比增长 0.1%，低于前值 0.3%。

从细分行业来看，商品制造就业人数增加 1.8 万人，其中制造业增加了 0.9 万人，建筑业增加 1.1 万人，矿产行业减少了 0.2 万人。服务就业增加了 2.8 万人，主要贡献来自于运输仓储、教育和保健服务两个行业，分别增加了 1.8 万人和 2.0 万人。政府就业减少 1.7 万人，主要来自地方政府减少 1.3 万人。

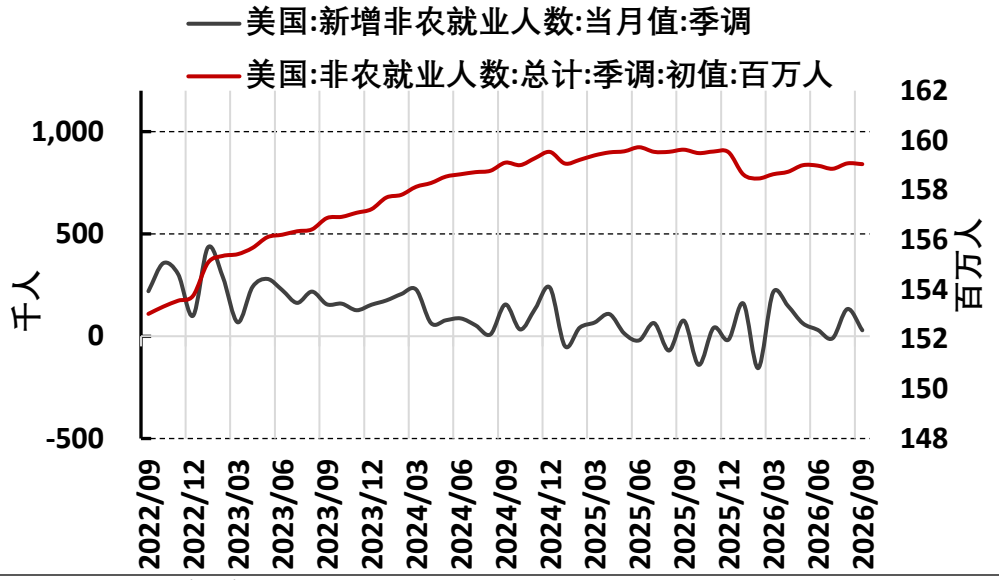
此外，9 月 ADP 就业人数增加 9.0 万人，高于前值 3.6 万人。细分来看，商品生产部门就业新增 3.1 万人，其中制造业增加 1.7 万人，建筑业新增 1.5 万人，采矿业裁减 0.1 万人。服务业就业整体增加 5.9 万人，主要来源于教育和保健服务增加了 5.5 万人。

9 月美国非农数据远低于预期，且 7、8 月合计下修 6 万人，失业率较 8 月小幅上升，平均时薪增速环比放缓，结合裁员维持低位的情况，就业市场当前更接近“低招聘、低裁员”的状态。政策方面，就业与工资同步降温降低了美联储近期再次加息的紧迫性，报告公布后，市场对 10 月加息的定价概率由接近 30%降至约 20%。展望后续，偏弱就业为联储等待更多数据提供空间，但能源成本与通胀黏性仍使年内加息存在可能。若通胀同步缓和，10 月观望的理由将进一步增强；若价格压力再次上升，12 月加息仍可能成为政策选项。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

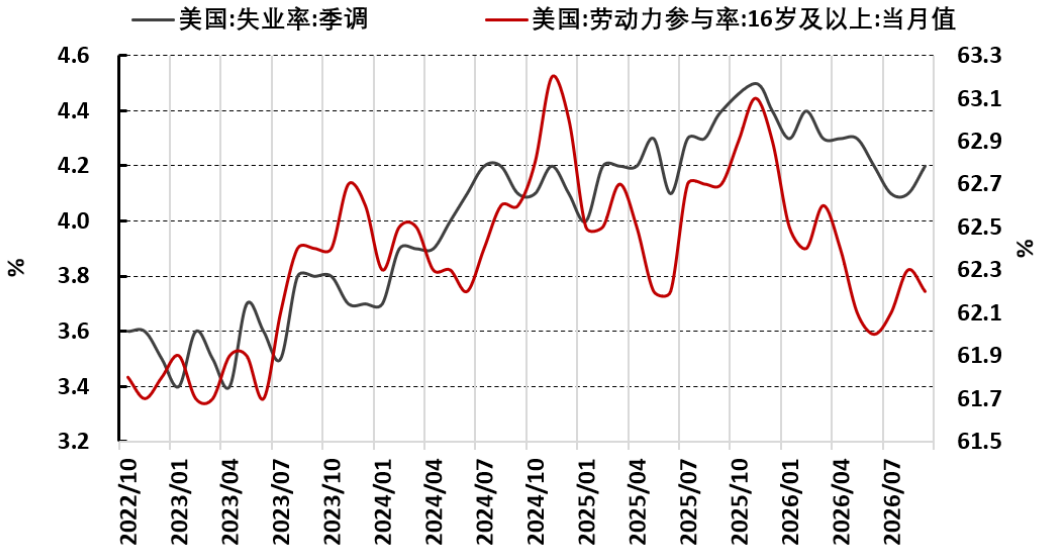
下载日志已记录，仅供内部参考

图45. 美国 9 月非农数据不及预期



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

图46. 美国 9 月失业率小幅上涨

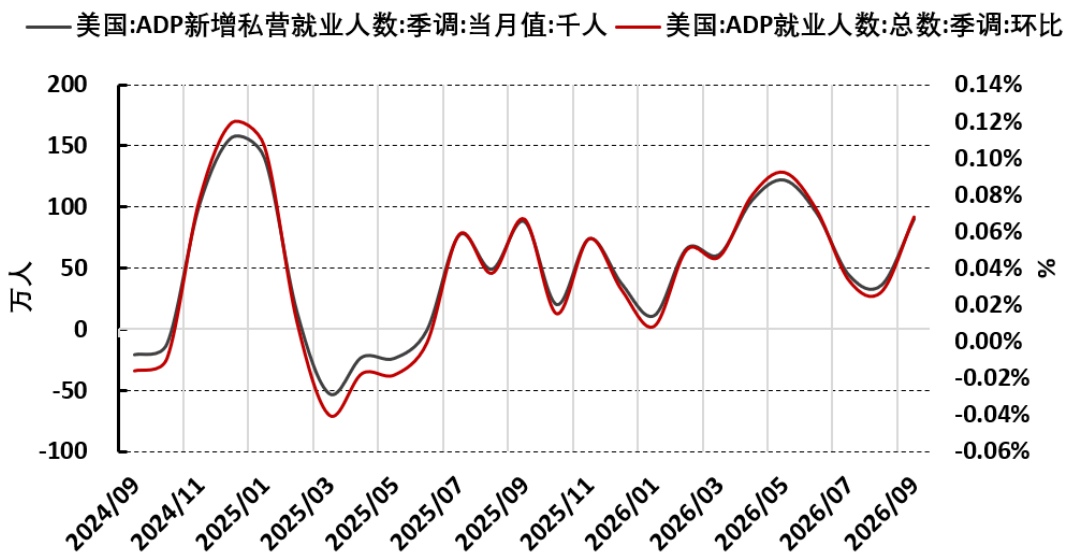


资料来源：iFind，国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

图47. 美国 9 月 ADP 就业数据超预期



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

图48. 美国 9 月非农就业数据与 ADP 就业数据对比

	新增非农就业数据（万人）			新增ADP就业数据（万人）		
	2026-09	2026-08	2026-07	2026-09	2026-08	2026-07
总计	2.9	13.3	-1.0	9.0	3.6	4.4
商品端	1.8	3.4	3.5	3.1	-1.0	-0.3
制造业	0.9	1.5	2.0	1.7	-1.5	0.2
建筑业	1.1	1.6	1.8	1.5	1.0	0.1
采矿业	-0.2	0.3	-0.3	-0.1	-0.5	-0.6
服务端	2.8	5.5	-0.7	5.9	4.6	4.7
金融活动	-0.7	-0.9	-1.0	-1.6	0.7	1.0
运输仓储业	1.8	0.9	2.3	0.0	-0.7	-0.8
专业和商业服务	-0.9	-0.5	-0.6	-1.1	-1.5	0.9
休闲和酒店	1.0	3.7	-3.8	2.2	1.8	-1.1
教育和保健服务	2.0	3.8	1.4	5.5	4.2	3.6
信息业	-1.0	-1.8	0.4	0.3	-0.4	0.5
其他服务	0.6	0.3	0.6	0.6	0.5	0.6
政府	-1.7	4.4	-3.8	/	/	/
联邦政府	-0.1	-0.3	0.1	/	/	/
州政府	-0.3	-0.7	2.0	/	/	/
地方政府	-1.3	5.4	-5.9	/	/	/

资料来源：iFind，国投证券证券研究所

3.4. 美国中选选情向民主党倾斜，众议院优势扩大、参议院仍取决于关键州

距离 11 月 3 日中期选举不足一个月，民主党夺回众议院的优势进一步扩大。10 月 8 日公布的民调显示，民主党在全国众议院投票意向中以 44%对 36%领先，特朗普支持率降至 30%，民主党支持者的投票积极性也明显高于共和党支持者。10 月 9 日，Cook 将 18 个众议院选区的评级向民主党方向调整，预计民主党最可能净增 9—19 席。上述变化表明，共和党面临的选举压力仍在上升。

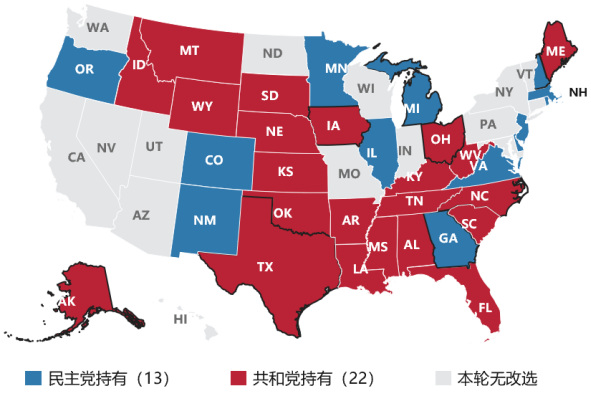
下载日志已记录，仅供内部参考

参议院方面，共和党目前拥有 53 席，民主党阵营拥有 47 席，民主党需要净增 4 席才能取得多数。10 月 6 日，Cook 将北卡罗来纳由“倾向民主党”上调至“优势民主党”，新罕布什尔由“势均力敌”调整为“倾向民主党”，显示民主党的潜在获胜范围扩大。根据 10 月 8 日 270toWin 民调均值，民主党在北卡领先约 9 个百分点，在俄亥俄和得克萨斯领先约 3 个百分点，但缅因、艾奥瓦及阿拉斯加的差距较小。民主党还需守住密歇根、新罕布什尔等现有席位，因此全国支持率优势能否转化为参议院多数，仍取决于关键州投票率与未决定选民的选择。

综合来看，众议院易手已成为较明确的市场预期，参议院控制权则是后续跟踪重点。从政策影响判断，若民主党夺回众议院，特朗普推动新增减税、财政支出及其他立法的空间将收窄；若参议院也易手，行政与司法提名将面临更多约束，同时可能会推动更严格的企业监管与税收政策。

图49. 美国中期选举当前选情

2026年参议院改选席位分布



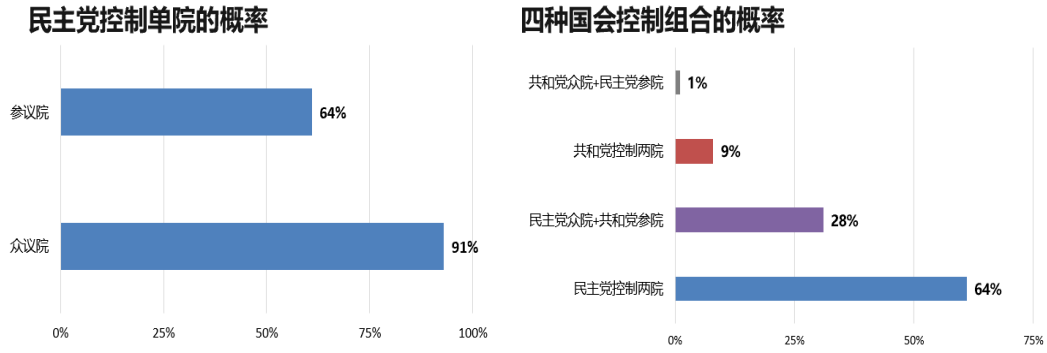
关键州民调：民主党领先幅度

州 / 当前席位	民主党	共和党	差值
北卡罗来纳 / 共	49.8%	40.8%	+9.0
俄亥俄 / 共	47.3%	44.1%	+3.2
得克萨斯 / 共	48.4%	45.3%	+3.1
缅因 / 共	48.1%	47.4%	+0.7
艾奥瓦 / 共	46.2%	45.2%	+1.0
阿拉斯加 / 共*	48.5%	47.3%	+1.2
佐治亚 / 民	51.0%	43.2%	+7.8
密歇根 / 民	48.1%	44.9%	+3.2
新罕布什尔 / 民	49.0%	43.1%	+5.9

新变化：Cook于10月6日将：北卡由“倾向民主党”升至“优势民主党”，新罕布什尔由“势均力敌”升至“倾向民主党”

资料来源：Cook，270towin，国投证券证券研究所

图50. 选举结果概率对比



资料来源：Polymarket，国投证券证券研究所

3.5. 美国 10 月消费者信心降至五个月低点，通胀预期同步上升

10 月美国密歇根大学消费者信心指数初值降至 46.3，低于预期 47.5 和前值 48.1，为 5 月以来最低。分项来看，现况指数由 50.9 大幅降至 44.7；预期指数由 46.3 小幅回升至 47.3，为 7 月以来首次回升。通胀预期方面，一年期预期由 4.6%升至 4.7%，5 至 10 年预期由 3.4%升至 3.5%，显示居民对价格压力持续的担忧有所增强。

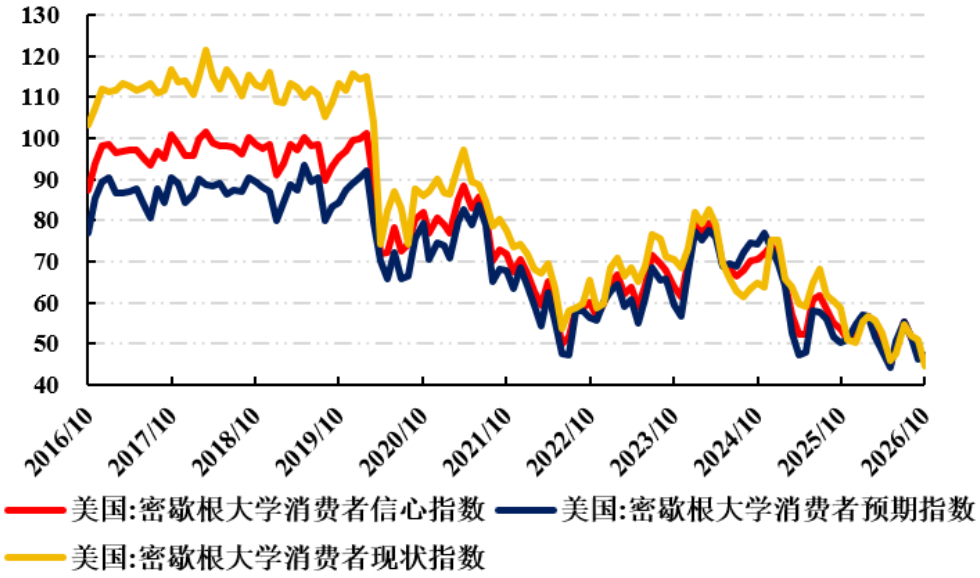
本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

本轮信心下降主要源于当前购买条件恶化。汽油价格高企与借贷成本上升持续挤压家庭购买力，消费者对耐用品购买条件的评价大幅下降。低收入家庭及股票资产较少的群体信心下降更加明显，反映不同家庭应对成本上涨的能力存在分化。民主党和共和党消费者信心的小幅回升被独立选民信心下降所抵消，生活成本压力已成为跨党派的共同担忧。

综合来看，消费者对当前经济状况的评价明显恶化，但预期分项小幅回升，实际收入增长放缓与高融资成本可能逐步削弱支出能力，短期和长期通胀预期同步上升，使美联储需要继续关注价格压力持续的风险。后续需观察信心走弱是否传导至实际消费，以及能源价格能否较快回落。

图51. 美国 10 月消费者信心指数走低



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所
深圳市
地　址：深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层
邮　编：518046
上海市
地　址：上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层
邮　编：200082
北京市
地　址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层
邮　编：100034

