下载日志已记录，仅供内部参考

如何应对输入性风险？

策略周末谈（1025）

证券研究报告

2026 年 10 月 26 日

分析师

曹柳龙 S0800525010001

caoliulong@research.xbmail.com.cn

联系人

缪一宁

miaoyining@research.xbmail.com.cn

- **核心结论**

1、本轮 A 股调整可能主要源于：多重超预期输入性风险

我们从去年开始就持续强调，人民币升值驱动的财富跨境回流，是本轮 A 股牛市的基础；在人民币升值趋势彻底反转之前，我们对 A 股应该继续保持积极态度。10 月 19 日证监会主席吴清提出“全力应对多重超预期输入性风险”。今年年中以来 A 股持续调整，可能主要来源于海外的多重超预期输入性风险：（1）美联储加息可能导致的欧债 or 法债危机；（2）美国 AI 投资失败可能引致的金融动荡；（3）美债高利率可能诱发的美债 or 美股流动性冲击。

2、输入性风险（1）：美联储加息可能导致的欧债 or 法债危机

1997 年 3 月美联储在降息周期中突然加息，助推当年 7 月亚洲爆发金融危机；今年 9 月美联储也在降息周期中突然加息，也加大法债出现危机的风险。当前的法债风险和 97 年的亚洲金融危机有 3 个相似点：外债压力巨大+货币政策缺乏独立性+美联储加息收紧全球金融环境。因此我们判断，如果当前法国国内大骚乱和政坛大乱局继续恶化，外资可能会加速撤离法国，导致法债利率快速抬升，不排除最终引发法债甚至欧债危机的可能性。

3、输入性风险（2）：美国 AI 投资失败可能引致的金融动荡

AI 很有可能引领人类科技的未来，但这并不意味着美国的 AI 投资一定会成功。当前美国万亿级别的 AI 投资，赚到的钱可能都不足以覆盖前期的 CAPEX 投入：（1）美国原本可能售卖高价 API 赚取超额利润，但中国高性价比模型导致 API 价格大幅回落，售卖 API 可能很难取得足额回报；（2）美国也可以用 AI 改造全球制造业，赚取效率优化的钱，但制造业主要集中在中国，出于数据安全考虑我们也很难用美国的 AI 重塑中国的供应链。10 月 20 日周小川表示：要对 AI 投资失败以及可能引致的金融动荡开展研究并做好预案。

4、输入性风险（3）：美债高利率的“达摩克里斯之剑”

美国迟迟无法疏通霍尔木兹海峡，损害美元和美债信用，全球资金加速撤离美国，导致美债价格回落&美债利率高位。因此，如果全球油价和 VLCC 船运价格未明显回落的话，中期选举前后，美股或者美债可能遭遇流动性冲击：（1）特朗普所在的共和党很大可能失去众议院控制权，美国 AI 资本开支可能放缓，虽然衰退交易会缓解美债高利率风险，但美股 AI 可能因此遭遇调整；（2）万一共和党同时控制两院，美国 AI 资本开支可能继续高位，虽然美股 AI 可能因此维持韧劲，但 AI 企业债供给增加，会加剧美债高利率风险。

5、如何应对多重超预期输入性风险？——我国已密集出台一系列政策

（1）国内稳增长力度有所加码，有望托底内需，对外需下滑形成对冲；（2）拟设非银机构大额赎回流动性支持工具、扩大 SLF 适用机构范围、批准主动 ETF

下载日志已记录，仅供内部参考

上市等，有助于稳定国内股债市场；（3）央行明确汇率立场，强调防范非理性贬值预期的自我强化，有助于缓解资本流出压力；（4）央行释放“研究择机把公开市场主要操作品种期限切换为隔夜”信号，有助于保持流动性合理宽裕，同时推动贷款利率定价基准多元化，有助于降低社会综合融资成本，托底经济。

6、继续布局低位的地产+消费，应对 11 月美国可能的流动性冲击

人民币升值仍在驱动财富跨境回流，我们中长期对 A 股应继续保持积极态度。不过 11 月美国中期选举前后，如果全球油价和 VLCC 船运价格未明显回落的话，不排除美国发生系统性风险的可能性。因此，可考虑继续配置低位的地产+消费“防冲击”，待美国流动性风险充分释放后，中长期布局地产/消费、港股互联网、黄金/有色——

（1）地产/消费：如果海外流动性出现拐点，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：如果海外发生流动性冲击，港股可能也会明显调整；如果海外流动性出现拐点，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：如果海外发生流动性冲击，黄金有色也会阶段性承压；如果海外流动性出现拐点，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，美联储超预期加息，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，数据处理误差风险等。

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

引言 5
一、 本轮 A 股调整可能主要源于：多重超预期输入性风险 5
二、 输入性风险（1）：美联储加息可能导致的欧债 or 法债危机 7
三、 输入性风险（2）：美国 AI 投资失败可能引致的金融动荡 9
四、 输入性风险（3）：美债高利率的“达摩克里斯之剑” 11
五、 如何应对多重超预期输入性风险？——我国已密集出台一系列政策 12
六、 继续布局低位的地产+消费，应对 11 月美国可能的流动性冲击 14
七、 市场复盘及展望 15
八、 风险提示 23

图表目录

图 1：今年 6 月以来高油价和美债高利率对 A 股形成压制 5
图 2：今年 9.23 以来 A 股出现明显调整 5
图 3：今年国内制造业 PMI 原材料价格指数强于出厂价格指数 6
图 4：三季度以来美联储加息预期升温，中国结汇率有所下降 6
图 5：如果欧债 or 法债危机爆发，全球经济都可能受到冲击 7
图 6：法国与德国 10 年期国债利差来到 2012 年以来最高水平 7
图 7：法国当前债务占 GDP 比较高，赤字率也较高 7
图 8：泰国在放弃固定汇率前处于贸易逆差状态 8
图 9：菲律宾在放弃固定汇率前也处于贸易逆差状态 8
图 10：相较于美国云大厂资本开支，大模型厂商收入端仍明显偏低 9
图 11：当前市场定价云计算企业信用违约风险处于高点 9
图 12：2025 年来集成电路/高新技术产品出口占总出口比不断提高 10
图 13：电子和通信对去年 5 月以来的全 A 涨幅贡献了 40%左右 10
图 14：今年 AI 企业债券融资规模明显扩张 11
图 15：AI 企业融资结构以中长期债券为主 11
图 16：本轮美债利率回落或与 AI 风险引发的避险交易有关 11
图 17：设备和知识产权投资稳定贡献美国经济增长 11
图 18：隔夜逆回购操作频率增加，DR001 低位运行 13
图 19：10 月主要宽基 ETF 加速净流入 13
图 20：行业配置建议关注 AI+涨价的【牛市杠铃】 14
图 21：市场复盘 22
图 22：市场展望 22

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：9 月下旬以来防范经济增长失速或市场波动的政策密集出台 12
表 2：市场回顾 16
表 3：本周估值概览 18
表 4：经济数据 19

下载日志已记录，仅供内部参考

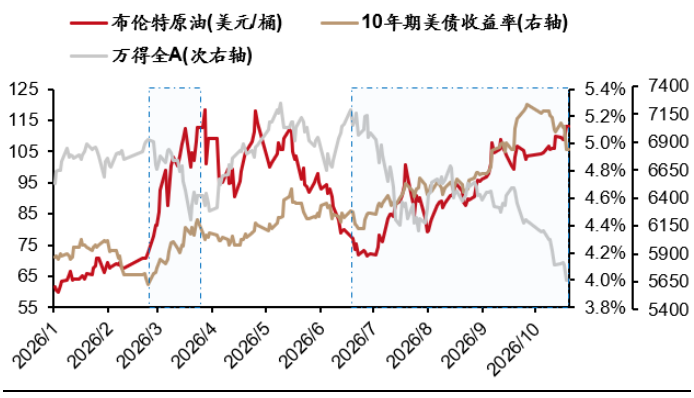
引言

人民币升值仍在驱动财富跨境回流中国，我们中长期应对 A 股继续保持积极态度。但短期来看，如果全球油价和 VLCC 船运价格未明显回落，11 月初中期选举前后，美国可能遭遇流动性冲击。可考虑继续配置低位的地产+消费“防冲击”；待海外输入性风险充分释放后，更积极的财政政策有望引领 A 股“消费核心资产牛”。

一、本轮A股调整可能主要源于：多重超预期输入性风险

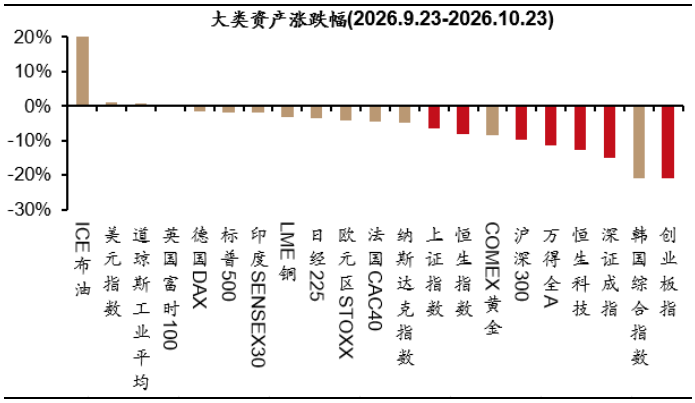
我们从去年开始就持续强调，人民币升值驱动的财富跨境回流，是本轮 A 股牛市的基础；在人民币升值趋势彻底反转之前，我们对 A 股应该继续保持积极态度。10 月 19 日证监会主席吴清提出“全力应对多重超预期输入性风险”。今年年中以来 A 股持续调整，可能主要来源于海外的多重超预期输入性风险——

图 1：今年 6 月以来高油价和美债高利率对 A 股形成压制



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：今年 9.23 以来 A 股出现明显调整



资料来源：Wind，西部证券研发中心

（1）6 月以来国际原油价格趋势上行，国内制造业 PMI 原材料价格指数强于出厂价格指数，企业面临一定成本压力，同时地缘动荡也影响市场风险偏好；

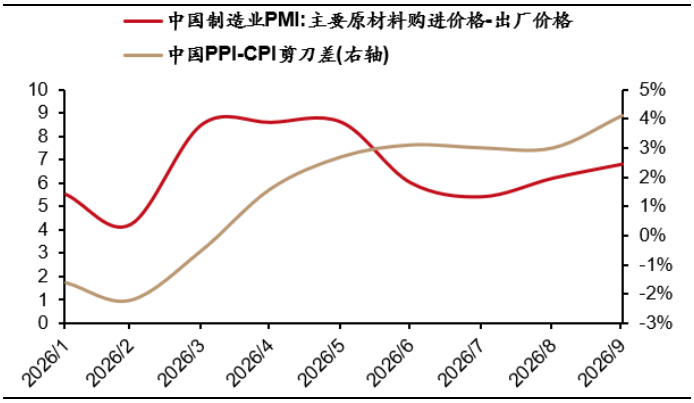
（2）9 月美联储加息，且三季度以来随着加息预期升温，中国结汇率较上半年有所下降，跨境资本回流进程被延缓，市场流动性受到一定制约；

（3）除了高油价和美联储加息等已有输入性压力，我们认为当前市场还存在三大主要的潜在输入性风险：（1）美联储加息可能导致的欧债 or 法债危机；（2）美国 AI 投资失败可能引致的金融动荡；（3）美债高利率可能诱发的美债 or 美股流动性冲击。

9 月下旬以来 A 股调整幅度大于海外多数市场，我们认为是对潜在输入性风险的提前定价，在风险正式落地前，仍要做好应对准备。

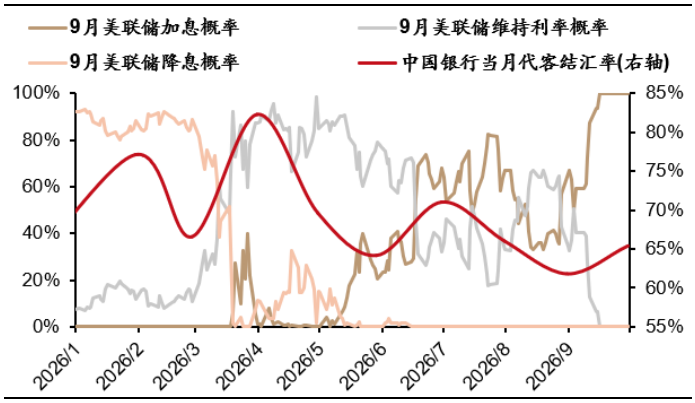
下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：今年国内制造业 PMI 原材料价格指数强于出厂价格指数



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：三季度以来美联储加息预期升温，中国结汇率有所下降



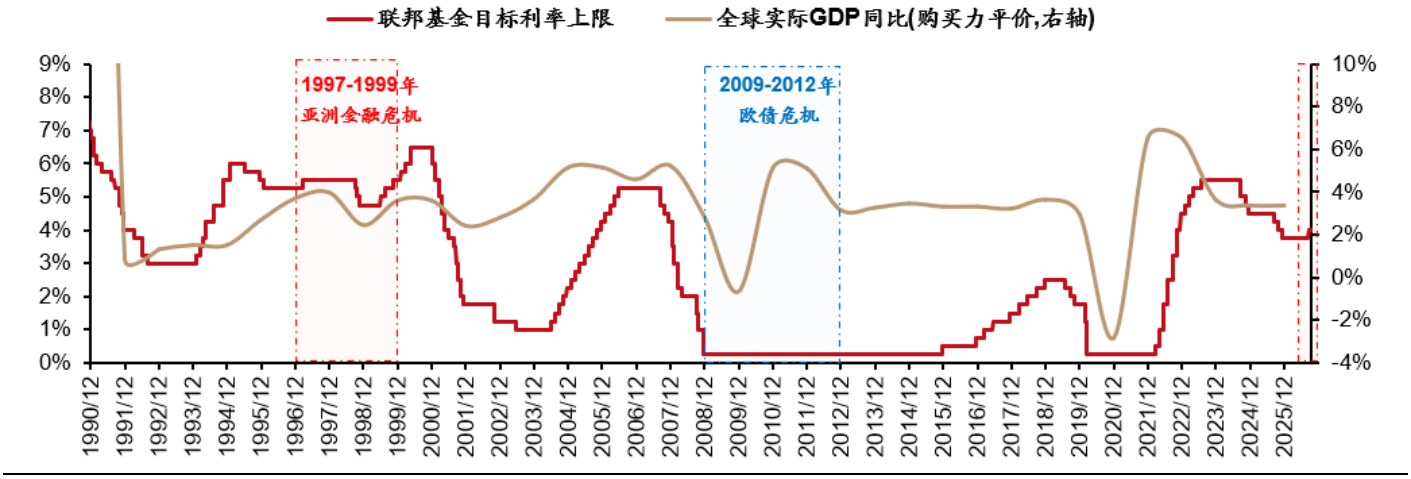
资料来源：Wind，CME，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

二、输入性风险（1）：美联储加息可能导致的欧债or法债危机

1997 年 3 月美联储在降息周期中突然加息，助推当年 7 月亚洲爆发金融危机；今年 9 月美联储也在降息周期中突然加息，也加大法债出现危机的风险。

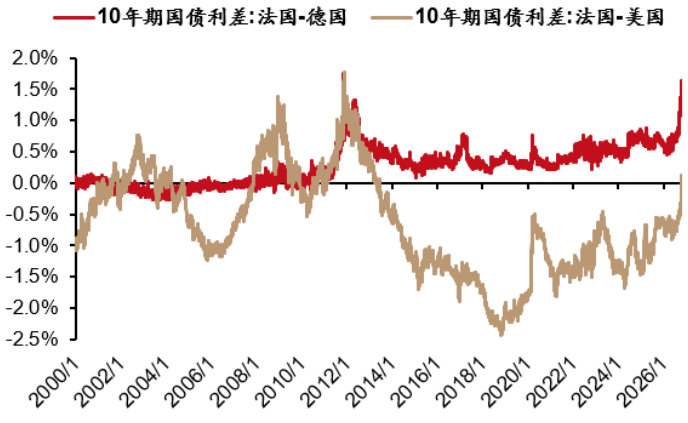
图 5：如果欧债 or 法债危机爆发，全球经济都可能受到冲击



资料来源：Wind，西部证券研发中心

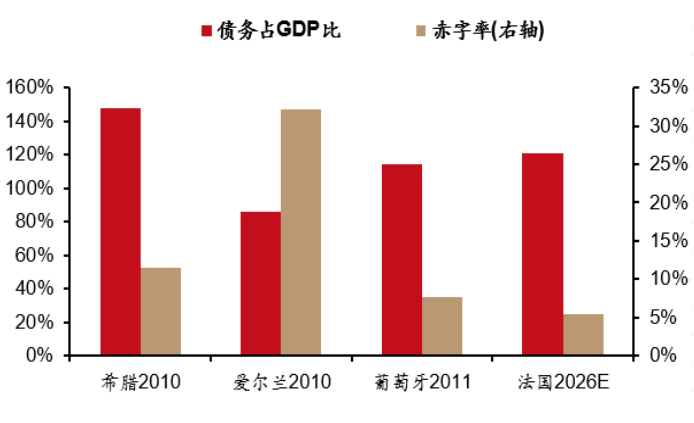
1997 年亚洲金融危机源于美联储加息后，泰国、菲律宾等亚洲国家面临资本流出压力，叠加长期贸易逆差导致的外债积累，而固定汇率+资本自由流动导致货币政策独立性不足，亚洲货币遭国际资本做空，企业破产，经济下滑，并蔓延到其他国家，形成区域性甚至全球性冲击。总结下来，亚洲金融危机触发主要有 3 个条件：外债压力+美联储加息+货币政策缺乏独立性，因此我们判断，如果当前法国国内大骚乱和政坛大乱局继续恶化，外资可能会加速撤离法国，导致法债利率快速抬升，不排除最终引发法债甚至欧债危机的可能性。

图 6：法国与德国 10 年期国债利差来到 2012 年以来最高水平



资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：数据截至 2026/10/9

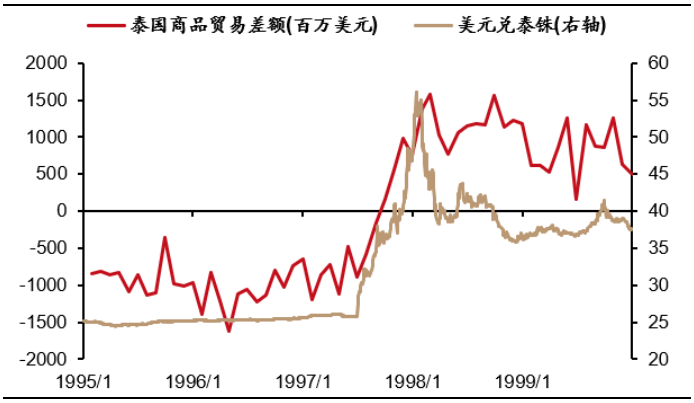
图 7：法国当前债务占 GDP 比较高，赤字率也较高



资料来源：Wind，西部证券研发中心

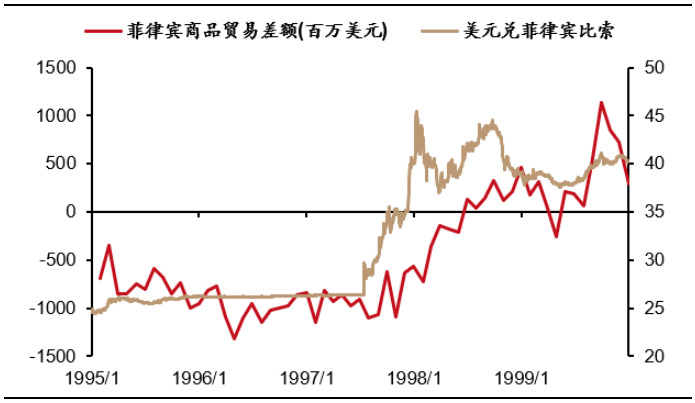
下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：泰国在放弃固定汇率前处于贸易逆差状态



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 9：菲律宾在放弃固定汇率前也处于贸易逆差状态



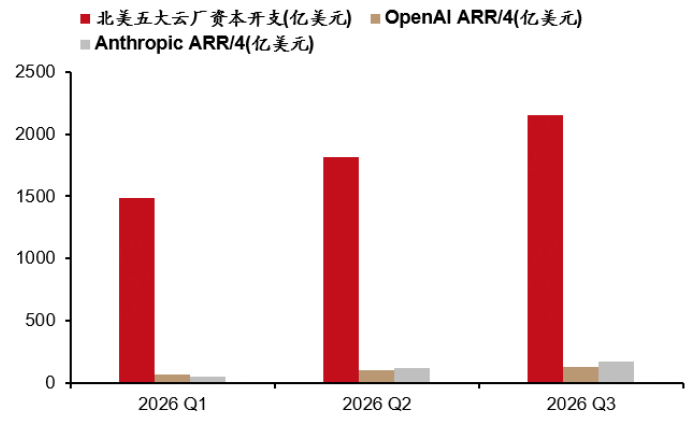
资料来源：Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

三、输入性风险（2）：美国AI投资失败可能引致的金融动荡

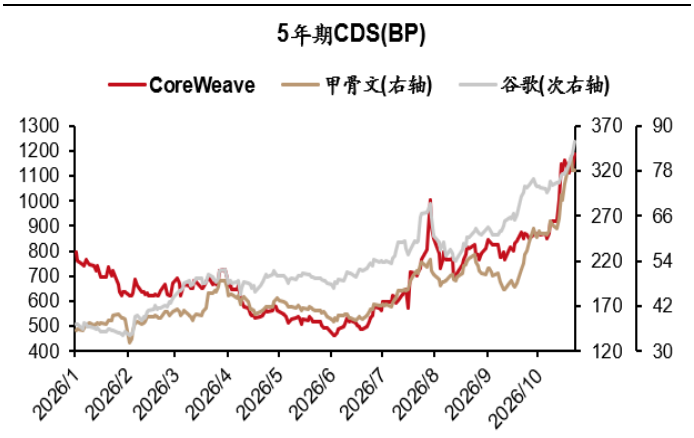
AI 很有可能引领人类科技的未来，但这并不意味着美国的 AI 投资一定会成功。当前美国万亿级别的 AI 投资，赚到的钱可能都不足以覆盖前期的 CAPEX 投入：（1）美国原本可能售卖高价 API 赚取超额利润，但中国高性价比模型导致 API 价格大幅回落，售卖 API 可能很难取得足额回报；（2）美国也可以用 AI 改造全球制造业，赚取效率优化的钱，但制造业主要集中在中国，出于数据安全考虑我们也很难用美国的 AI 重塑中国的供应链。10 月 20 日前央行行长周小川在外滩年会上表示：要对 AI 投资失败以及可能引致的金融动荡开展研究并做好预案。

图 10：相较于美国云大厂资本开支，大模型厂商收入端仍明显偏低



资料来源：OpenAI，Anthropic，The Information，华尔街见闻，21 世纪经济报道，西部证券研发中心

图 11：当前市场定价云计算企业信用违约风险处于高点



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

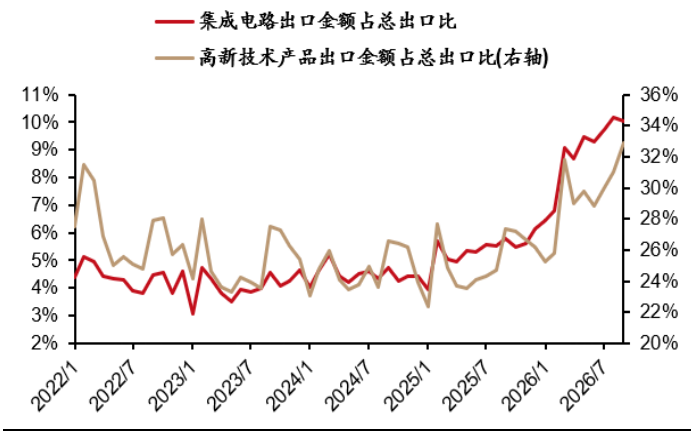
对于我国，如果美国 AI 投资失败，我国经济和市场也难免受到冲击：

（1）经济增长方面，2025 年以来集成电路/高新技术产品在我国出口中的占比不断提高，如果美国 AI 投资失败，资本开支需求下滑，相关出口产品可能遭遇量价齐跌，对我国出口乃至经济增长产生较大影响；

（2）市场方面，AI 相关的电子和通信行业去年 5 月以来对全 A 涨幅贡献了 40%左右，是影响市场涨跌的重要板块，如果美国 AI 投资失败，海外 AI 链将受直接冲击，业务相关的其他硬科技个股也会受波及，进而冲击市场情绪，影响也可能扩散至其他板块。

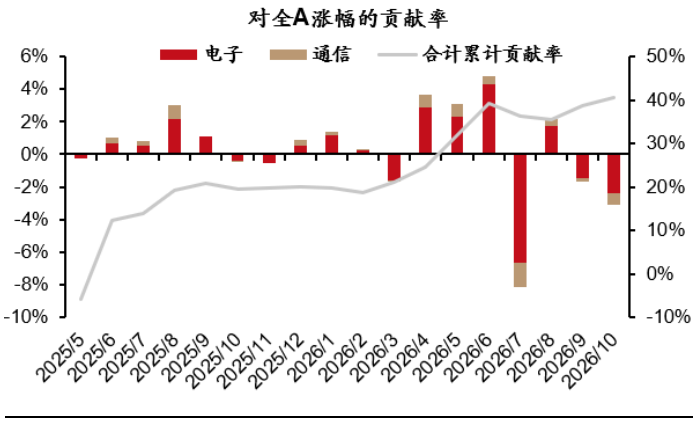
下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：2025 年来集成电路/高新技术产品出口占总出口比不断提高



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 13：电子和通信对去年 5 月以来的全 A 涨幅贡献了 40%左右



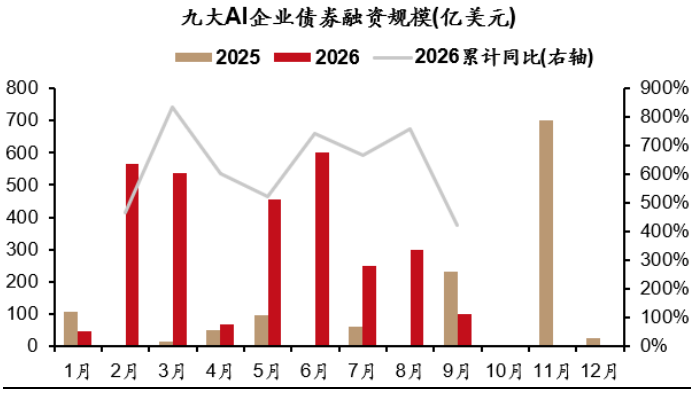
资料来源：Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

四、输入性风险（3）：美债高利率的“达摩克里斯之剑”

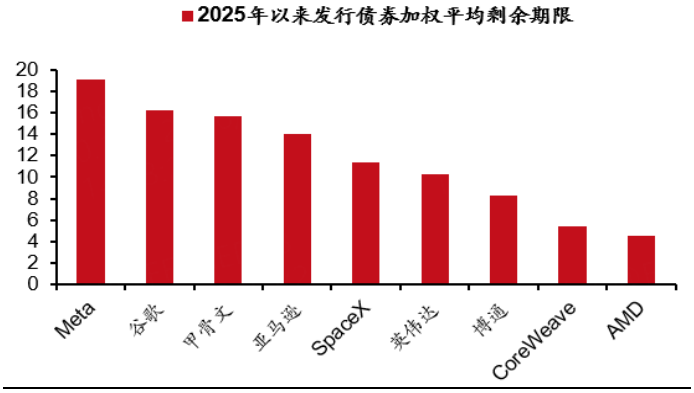
我们在今年 10.13《法债风险，怎么看？》中指出，资本竞争是本轮发达国家长期国债收益率普遍上行的主要原因之一，AI 企业融资会挤占市场流动性，仅债券融资，今年前 9 个月九大 AI 企业融资规模已超 2900 亿美元，较去年同期增长超 4 倍，且 AI 企业融资结构以中长期债券为主，直接与长期国债形成资本竞争。

图 14：今年 AI 企业债券融资规模明显扩张



资料来源：SEC，西部证券研发中心

图 15：AI 企业融资结构以中长期债券为主

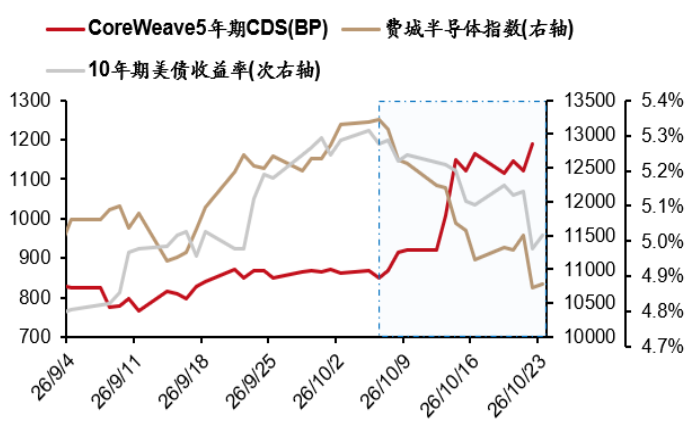


资料来源：SEC，西部证券研发中心

从 10 月 8 日开始美债利率回落，与 AI 企业 CDS 上行、费城半导体指数下行时间基本重合，而同期油价上涨。我们判断，美债利率下行的主要推动力是 AI 风险引发的避险交易，一方面，配置 AI 企业股/债的资金可能因为担忧 AI 投资失败风险回流美债，另一方面，AI 资本开支不可持续担忧也在加大美国衰退担忧，推动美国长端利率下行。由此可见，AI 产业和美债进行资本竞争，形成了此消彼长的局面。

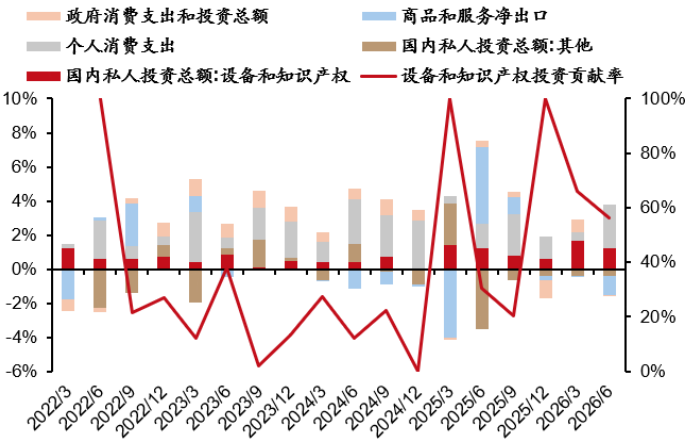
美国迟迟无法疏通霍尔木兹海峡，损害美元和美债信用，全球资金加速撤离美国，导致美股和美债资金存量竞争，美债价格回落&美债利率高位。因此，如果全球油价和 VLCC 船运价格未明显回落的话，中期选举前后，美股或者美债可能遭遇流动性冲击：（1）特朗普所在的共和党很大可能失去众议院控制权，美国 AI 资本开支可能放缓，虽然衰退交易会缓解美债高利率风险，但美股 AI 可能因此遭遇调整；（2）万一共和党同时控制两院，美国 AI 资本开支可能继续高位，虽然美股 AI 可能因此维持韧劲，但 AI 企业债供给增加，会加剧美债高利率风险。

图 16：本轮美债利率回落或与 AI 风险引发的避险交易有关



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 17：设备和知识产权投资稳定贡献美国经济增长



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

五、如何应对多重超预期输入性风险？——我国已密集出台一系列政策

面对多重输入性风险，我国已密集出台应对政策——

（1）面对法债风险或美国 AI 投资失败导致的外需下滑风险，国内稳增长力度有所加码，有望托底内需，对外需下滑形成对冲；

（2）面对海外流动性收紧或市场调整，10 月国内多个增强金融稳定性政策出台，包括拟设非银机构大额赎回流动性支持工具、扩大 SLF 适用机构范围、批准主动 ETF 上市等，有助于稳定国内股债市场；

（3）面对海外高利率带来的潜在资本流出压力，央行明确汇率立场，强调防范非理性贬值预期的自我强化，使得人民币保持有序升值，增加美元套利资金成本，有助于缓解资本流出压力；

（4）央行释放“研究择机把公开市场主要操作品种期限切换为隔夜”信号，隔夜逆回购将相应成为主要政策利率，有助于强化流动性管理，保持流动性合理宽裕，DR001 低位平稳运行，同时推动贷款利率定价基准多元化，有助于降低社会综合融资成本，托底经济。

表 1：9 月下旬以来防范经济增长失速或市场波动的政策密集出台

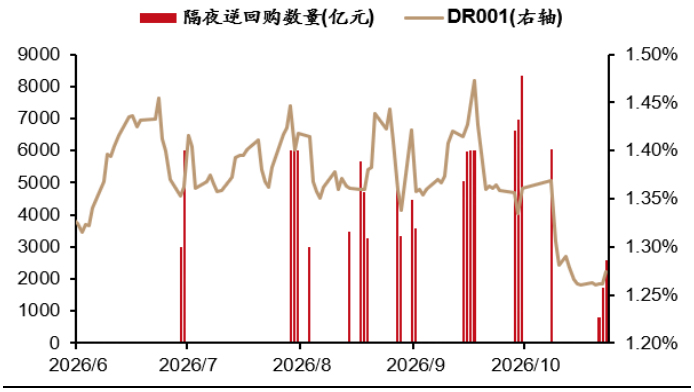
时间	部门	主要内容	防范风险类别
2026/10/19	证监会	全力应对多重超预期输入性风险挑战	-
2026/10/19	证监会	中国证监会就《证券市场先行赔付指导意见》公开征求意见，更好发挥先行赔付制度快捷化解证券群体性纠纷的功能作用	股市波动
2026/10/19	证监会	将同意首批18只主动ETF注册，扩大中长期资金入市渠道	股市波动
2026/10/19	央行、金管局、证监会	拟设非银机构大额赎回流动性支持工具，完善债券市场稳定机制，扩大常备借贷便利（SLF）适用机构范围	股市/债市波动
2026/10/19	央行	研究择机把央行公开市场主要操作品种的期限切换为隔夜，公开市场隔夜回购利率将相应成为主要政策利率，推动贷款利率定价基准多元化	货币市场波动
2026/10/9	金管局	规范财产保险产品开发，强化风险定价和消费者保护	保险市场风险
2026/10/8	央行	运用宏观审慎管理工具进行调节和预期引导，乃至在极端情景下直接进行外汇干预，校正市场的“羊群效应”和非理性预期尤其是非理性贬值预期的自我强化	汇率波动
2026/9/29	金管局，商务部	推动内贸信用保险扩面增额，支持中小企业和产业链贸易	经济增长失速
2026/9/29	财政部、央行、金管局	实施首套住房贷款贴息，符合条件家庭享年化1个百分点支持	经济增长失速

资料来源：中国人民银行，中国证监会，国家金融监管总局，财政部，商务部，新华网，第 1 财经，财联社，西部证券研发中心

政策“多管齐下”防范输入性风险，后续我国出现系统性风险的概率很低，叠加市场对潜在风险也有一定提前反映，我们判断当前 A 股风险已得到一定程度释放。10 月主要宽基 ETF 加速净流入，有望助力 A 股整体加速企稳。

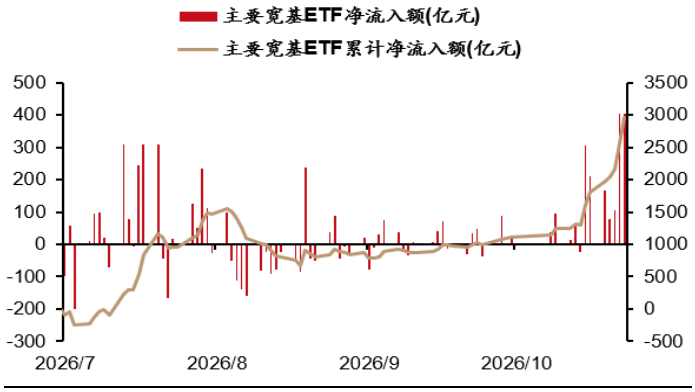
下载日志已记录，仅供内部参考

图 18：隔夜逆回购操作频率增加，DR001 低位运行



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 19：10 月主要宽基 ETF 加速净流入



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

六、继续布局低位的地产+消费，应对11月美国可能的流动性冲击

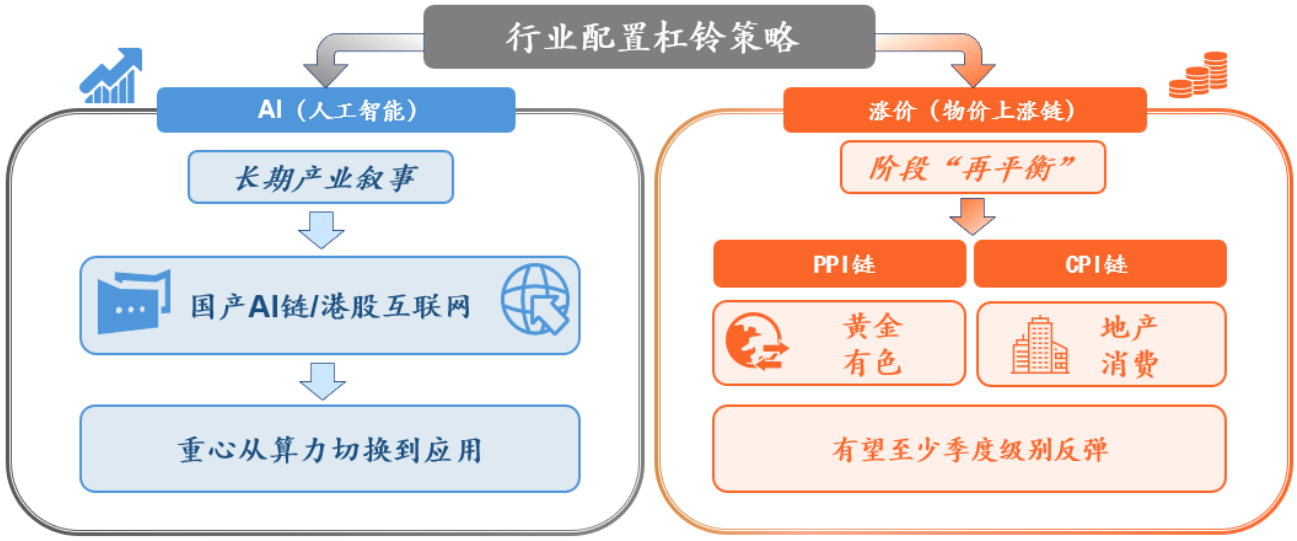
人民币升值仍在驱动财富跨境回流，我们中长期对 A 股应继续保持积极态度。不过 11 月美国中期选举前后，如果全球油价和 VLCC 船运价格未明显回落的话，不排除美国发生系统性风险的可能性。因此，可考虑配置低位的地产+消费“防冲击”，待美国流动性风险充分释放后，中长期布局地产/消费、港股互联网、黄金/有色——

（1）地产/消费：如果海外流动性出现拐点，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：如果海外发生流动性冲击，港股可能也会明显调整；如果海外流动性出现拐点，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：如果海外发生流动性冲击，黄金有色也会阶段性承压；如果海外流动性出现拐点，黄金有色等“商品超级周期”有望回归。

图 20：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

七、市场复盘及展望

6.1 市场复盘

本周 A 股市场、海外市场与其他大类资产表现：

东财全 A 本周下跌 0.66%，上证指数本周下跌 0.69%，沪深 300 本周下跌 1.57%，中证 500 本周上涨 0.62%，创业板指本周下跌 3.18%，科创 50 本周下跌 0.97%。

各类市场风格中，大盘价值本周下跌 1.68%，大盘成长本周下跌 3.06%，小盘价值本周下跌 1.05%，小盘成长本周上涨 1.97%。

大类行业中，必需消费与 TMT 本周涨跌幅靠前，涨跌幅分别为 0.26%、0.17%，资源类与中游材料本周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为-2.11%、-2.09%。

一级行业中，本周涨跌幅前三行业为计算机、机械设备、汽车，涨跌幅分别为 5.21%、3.01%、1.51%；本周涨跌幅后三行业为综合、煤炭、房地产，涨跌幅分别为-4.12%、-4.12%、-3.61%。

本周境外市场多数下跌，其中标普 500 下跌 0.47%、恒生指数下跌 4.52%。

大宗商品原油大涨，贵金属大跌，其中布油上涨 6.85%、COMEX 黄金下跌 4.09%。

截至本周收盘，中国十年期国债收益率为 1.64%，较上周下降 0.80 个 BP。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：市场回顾

本周市场回顾							
A股市场					境外市场与其他大类资产		
重要市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	境外市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅
东财全A	-3.81%	-0.66%	-8.18%	0.00%	标普500	-1.95%	-0.47%
上证指数	-2.56%	-0.69%	-7.01%	1.16%	道琼斯工业指数	0.67%	0.41%
沪深300	-3.40%	-1.57%	-11.33%	-3.16%	恒生指数	-0.10%	-4.52%
中证500	-6.60%	0.62%	-8.72%	-0.55%	英国富时100	3.13%	-1.76%
创业板指	-8.90%	-3.18%	-16.21%	-8.03%	德国DAX	2.13%	-1.72%
科创50	-6.77%	-0.97%	0.10%	8.27%	日经225	-5.37%	-4.03%
市场风格指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	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	1.21%	-1.68%	-5.80%	2.38%	美元指数	101.75	-0.02%
大盘成长	-5.55%	-3.06%	-16.68%	-8.51%	美元兑人民币	6.67	-0.23%
小盘价值	-3.44%	-1.05%	-8.95%	-0.78%	港元兑人民币	0.85	-0.15%
小盘成长	-6.94%	1.97%	-8.74%	-0.57%	英镑兑人民币	8.93	0.31%
大类板块	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	欧元兑人民币	7.47	-0.85%
周期类	-3.64%	-1.60%	-9.99%	-1.81%	100日元兑人民币	4.26	0.60%
资源类	-0.98%	-2.11%	1.31%	9.49%	主要利率	最新值	周度环比变化
中游材料	-6.00%	-2.09%	-10.81%	-2.63%	中国十年期国债收益率	1.64%	-0.80BP
中游制造	-5.43%	-0.53%	-18.65%	-10.48%	中国一年期国债收益率	1.18%	0.94BP
大消费	-2.99%	0.07%	-15.42%	-7.24%	期限利差（10Y-1Y）	0.46%	-1.74BP
可选消费	-3.72%	-0.22%	-19.88%	-11.70%	R007	1.37%	-0.85BP
必需消费	-2.53%	0.26%	-12.35%	-4.18%	DR007	1.32%	-0.44BP
金融服务	1.29%	-1.29%	-3.11%	5.07%	7天逆回购利率	1.40%	0BP
服务业	0.08%	-1.05%	-4.86%	3.32%	美国十年期国债收益率	5.00%	-9.00BP
TMT	-6.87%	0.17%	1.27%	9.44%	大宗商品	上周涨跌幅	本周涨跌幅
本周涨跌幅前三/后三一级行业	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	ICE布油	4.99%	6.85%
计算机	-5.02%	5.21%	-19.39%	-11.21%	WTI原油	7.83%	4.46%
机械设备	-6.93%	3.01%	-10.48%	-2.31%	COMEX黄金	-0.70%	-4.09%
汽车	-4.71%	1.51%	-25.35%	-17.17%	COMEX白银	-6.41%	-5.84%
房地产	-6.05%	-3.61%	-18.41%	-10.23%	LME铜	-1.24%	-0.76%
煤炭	-0.14%	-4.12%	19.02%	27.19%	LME铝	-1.33%	1.30%
综合	-5.77%	-4.12%	-5.49%	2.69%	上期所螺纹钢	-0.19%	-0.81%

资料来源：Choice，西部证券研发中心

WESTERN SECURITIES 西部证券

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）从上周的 19.46 倍降至本周的 19.27 倍，PB（LF）从上周的 1.64 倍降至本周的 1.63 倍；A 股非金融 PE（TTM）从上周的 32.89 倍降至本周的 32.52 倍，PB（LF）从上周的 2.24 倍降至本周的 2.23 倍；

（2）创业板 PE（TTM）从上周的 52.13 倍降至本周的 51.61 倍，PB（LF）从上周的 3.68 倍降至本周的 3.63 倍；科创板 PE（TTM）从上周的 116.40 倍降至本周的 114.52 倍，PB（LF）从上周的 4.93 倍升至本周的 4.98 倍；

（3）创业板/沪深 300 的相对 PE（TTM）从上周的 4.04 升至本周的 4.05，相对 PB（LF）从上周的 2.73 降至本周的 2.72；科创板/沪深 300 的相对 PE（TTM）从上周的 9.01 降至本周的 8.99，相对 PB（LF）从上周的 3.65 升至本周的 3.73；

（4）A 股总体总市值本周下降 0.80%；A 股非金融总市值本周下降 0.67%；

（5）A 股非金融 ERP 从上周的 1.39%升至本周的 1.43%，股债收益差从上周的 0.21%降至本周的 0.20%，正向利差收窄。

从动态估值的角度看：

（1）A 股总体重点公司全动态 PE 从上周的 13.33 倍降至本周的 13.15 倍；A 股非金融重点公司全动态 PE 从上周的 18.29 倍降至本周的 18.05 倍；

（2）创业板重点公司全动态 PE 从上周的 22.75 倍降至本周的 22.22 倍；科创板重点公司全动态 PE 从上周的 55.05 倍升至本周的 55.74 倍；

（3）创业板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从上周的 1.92 降至本周的 1.91；科创板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从上周的 4.65 升至本周的 4.78；

（4）A 股非金融重点公司全动态 ERP 从上周的 3.82%升至本周的 3.89%。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：本周估值概览

西部策略估值周报简表：本周估值主要变化											
总市值较上周变化		A股总体	-3.31%		A股总体剔除金融服务业	-4.45%					
估值水平		PE（TTM）			PB（LF）			全动态PE			
		本周数值	历史分位数	周度环比变化	本周数值	历史分位数	周度环比变化	本周数值	历史分位数	周度环比变化	
市场整体	A股总体	19.46	68.3%	-0.69	1.64	28.2%	-0.05	13.33	66.1%	-0.40	
	A股非金融	32.89	72.8%	-1.63	2.24	43.1%	-0.10	18.29	59.2%	-0.80	
	沪深300	12.92	65.8%	-0.13	1.35	23.3%	-0.01	11.83	70.6%	-0.13	
	创业板	52.13	37.1%	-4.37	3.68	33.2%	-0.30	22.75	6.4%	-2.06	
	科创板	116.40	70.7%	-9.22	4.93	51.2%	-0.41	55.05	46.9%	-5.47	
大类板块	周期类	27.18	74.3%	-1.12	1.76	40.1%	-0.06	14.42	53.2%	-0.45	
	资源类	15.27	39.6%	-0.19	1.86	78.7%	-0.01	11.55	28.3%	-0.01	
	中游材料	36.38	70.3%	-2.83	1.65	32.7%	-0.10	14.45	48.2%	-0.98	
	中游制造	38.10	81.7%	-2.23	2.01	32.7%	-0.12	18.33	56.7%	-1.11	
	大消费	53.60	96.5%	-1.64	2.22	5.0%	-0.07	19.89	58.2%	-0.30	
	可选消费	98.54	96.5%	-3.76	1.80	8.4%	-0.07	16.01	75.1%	-0.51	
	必需消费	41.61	71.8%	-1.07	2.61	1.0%	-0.06	23.10	36.8%	-0.12	
	金融服务	7.59	40.1%	0.10	0.81	23.8%	0.01	7.51	56.7%	0.10	
	服务业	12.31	53.0%	0.01	1.07	15.8%	0.00	9.71	55.7%	0.06	
	TMT	47.59	37.1%	-3.72	3.72	54.5%	-0.28	28.23	50.7%	-2.48	
本周涨幅靠前的一级行业	食品饮料	21.81	20.3%	0.43	3.57	8.9%	0.07	19.00	26.8%	0.48	
	银行	7.61	88.1%	0.20	0.72	34.2%	0.02	7.58	91.0%	0.19	
	煤炭	19.98	84.7%	0.23	1.83	80.7%	0.06	14.18	78.1%	0.16	
	石油石化	14.01	49.0%	0.55	1.45	75.2%	0.06	11.56	45.2%	0.50	
	家用电器	17.79	51.0%	-0.28	2.36	10.4%	-0.04	12.45	39.3%	-0.06	
本周涨幅靠后的一级行业	基础化工	28.05	33.7%	-2.47	2.05	21.8%	-0.15	13.44	23.3%	-0.98	
	有色金属	15.05	7.9%	-1.30	2.80	47.5%	-0.21	10.32	0.0%	-0.78	
	电力设备	40.60	0.35	-3.23	2.47	26.2%	-0.19	20.00	32.3%	-1.52	
	电子	56.02	45.0%	-5.46	5.13	91.1%	-0.51	35.29	74.1%	-4.07	
	通信	28.39	20.3%	-1.58	2.55	56.4%	-0.14	21.25	35.8%	-1.18	
债市收益率	股市收益率（A股非金融）	本周数值	历史分位数	周度环比变化	股债比较（A股非金融vs10Y国债）	本周数值	历史分位数	周度环比变化			
10Y国债收益率	PE倒数	3.04%	27.7%	0.14%	ERP	1.39%	79.7%	0.18%			
	股息率	1.86%	85.6%	0.14%	股债收益差	0.21%	97.5%	0.17%			
1.65%	全动态PE倒数	5.47%	40.1%	0.23%	全动态ERP	3.82%	13.3%	0.26%			

资料来源：Choice，西部证券研发中心 注：截至本周五收盘 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	**三季度国内实际 GDP 超预期：** 9 月中国社会消费品零售总额当月同比 1.10%，高于 8 月的 0.40%； 9 月中国工业增加值当月同比 5.50%，高于 8 月的 5.20%； 9 月中国固定资产投资完成额累计同比-7.20%，较 8 月维持不变； 三季度中国 GDP 不变价当季同比 4.50%，高于二季度的 4.30%。
海外宏观	**美国 10 月制造业 PMI 走高：** 9 月美国已开工新建私人住宅 10.38 万套，同比下降 9.03%，相比 8 月的-0.71%降幅扩大； 10 月美国制造业 PMI(季调)56.00%，高于 9 月的 55.90%； 上周美国初申请失业金人数 19.40 万人，低于前一周的 20.00 万人； 上周 EIA 商业原油库存环比增减-3.06 百万桶，高于前一周的-8.56 百万桶； 10 月德国制造业 PMI54.20%，高于 9 月的 53.90%； 10 月法国制造业 PMI49.30%，低于 9 月的 50.60%； 10 月英国制造业 PMI52.80%，高于 9 月的 51.90%； 9 月英国 CPI 环比 0.40%，低于 8 月的 0.50%； 9 月英国核心 CPI 环比 0.21%，低于 8 月的 0.29%； 9 月日本核心 CPI 环比 0.20%，高于 8 月的-0.10%； 9 月日本 CPI 环比 0.00%，低于 8 月的 0.10%； 10 月德国 ZEW 经济景气指数 28.10，低于 9 月的 34.70； 10 月德国 ZEW 经济现状指数-35.90，高于 9 月的-47.10。
上游资源品	本周 COMEX 黄金期货收盘价(活跃合约)3990.00 美元/盎司，低于上周的 4177.00 美元/盎司； 本周阴极铜期货收盘价(活跃合约)108.74 元/千克，低于上周的 109.86 元/千克； 本周铝期货收盘价(活跃合约)23.35 元/千克，高于上周的 23.27 元/千克； 本周中国铜冶炼厂粗炼费(TC)-241.17 美元/千吨，低于上周的-240.93 美元/千吨； 本周中国铜冶炼厂精炼费(RC)-24.21 美分/磅，高于上周的-24.28 美分/磅； 本周 LME 铜库存 27.38 万吨，高于上周的 22.54 万吨； 本周 LME 铝库存 23.58 万吨，低于上周的 23.79 万吨； 9 月原煤产量当月同比-6.80%，高于 8 月的-7.70%； 9 月煤炭销量当月同比-7.50%，高于 8 月的-8.90%； 9 月焦炭产量当月同比-8.20%，低于 8 月的-6.20%； 9 月焦炭表观消费量 3854.73 万吨，同比下降 8.57%，相比 8 月的-6.77%降幅扩大； 9 月中国:进口数量:原油:当月同比-20.90%，高于 8 月的-22.90%； 本周英国布伦特原油(Dtd)现货价 126.93 美元/桶，高于上周的 116.93 美元/桶； 本周美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价 103.27 美元/桶，高于上周的 101.41 美元/桶。
中游材料	本周尿素(小颗粒)出厂价 1720.00 元/吨，高于上周的 1700.00 元/吨； 本周华东地区 PTA 市场均价 7156.00 元/吨，低于上周的 7631.00 元/吨； 本周高炉开工率 80.40%，低于上周的 80.49%； 本周主要钢厂开工率 36.74%，高于上周的 36.37%； 10 月中旬社会钢材库存 8.96 百万吨，低于 10 月上旬的 9.39 百万吨； 10 月中旬重点企业钢材库存 17.22 百万吨，高于 10 月上旬的 16.97 百万吨； 上周螺纹钢现货价 3316.00 元/吨，低于前一周的 3325.00 元/吨；

下载日志已记录，仅供内部参考

	9 月水泥产量当月同比-5.30%，高于 8 月的-11.70%； 上周华东地区水泥平均价 420.00 元/吨，低于前一周的 425.00 元/吨； 9 月平板玻璃产量当月同比-14.00%，低于 8 月的-7.60%； 本周南华玻璃指数 628.39 点，低于上周的 645.67 点。
必需消费	10 月中旬豆粕市场价 3346.10 元/吨，低于 9 月下旬的 3371.10 元/吨； 10 月中旬生猪市场价 9.80 元/千克，低于 9 月下旬的 10.30 元/千克； 9 月饲料产量当月同比 2.00%，低于 8 月的 3.00%； 上周生猪饲料平均价 2.72 元/千克，低于前一周的 2.73 元/千克； 9 月中西药品类零售额当月同比 5.00%，高于 8 月的 4.80%。
可选消费	9 月家用电器和音像器材类零售额当月同比 1.90%，低于 8 月的 2.30%； 9 月空调产量当月同比-4.90%，高于 8 月的-9.20%； 9 月家用洗衣机产量当月同比 3.40%，低于 8 月的 6.20%； 9 月家用电冰箱当月同比 9.20%，高于 8 月的 8.50%； 本周十大城市:商品房成交面积 74.41 万平方米，高于上周的 59.97 万平方米； 本周 30 大中城市:商品房成交面积 141.97 万平方米，高于上周的 112.35 万平方米； 9 月房地产开发投资完成额累计值 5.34 万亿元，同比下降 21.18%，相比 8 月的-20.45%降幅扩大； 9 月房屋新开工面积累计值 3.40 亿平方米，同比下降 25.04%，相比 8 月的-24.89%降幅扩大； 9 月房屋竣工面积累计值 2.33 亿平方米，同比下降 25.24%，相比 8 月的-23.82%降幅扩大； 9 月商品房销售面积累计值 5.65 亿平方米，同比下降 14.21%，相比 8 月的-12.96%降幅扩大； 本周 100 大中城市成交土地溢价率 0.40%，低于上周的 1.62%。
服务业	9 月化妆品类零售额当月同比 5.40%，高于 8 月的 4.90%； 9 月金银珠宝类零售额当月同比-9.60%，高于 8 月的-17.50%； 9 月实物商品网上零售额累计同比 3.80%，低于 8 月的 4.30%； 9 月旅客周转量 2970.13 亿人公里，同比增长 5.59%，高于 8 月的 1.92%； 9 月民航客运量 0.64 亿人，同比增长 2.60%，低于 8 月的 4.47%； 9 月民航正班客座率 86.50%，低于 8 月的 88.80%； 9 月机场旅客吞吐量 11.78 亿人次，同比增长 1.97%，高于 8 月的 1.89%； 9 月沿海主要港口货物吞吐量当月同比 3.70%，高于 8 月的-3.80%； 9 月限额以上企业餐饮收入当月同比 2.00%，高于 8 月的-0.70%； 9 月全社会用电量当月同比 1.20%，低于 8 月的 1.74%； 9 月发电量 8293.60 亿千瓦时，同比增长 0.38%，低于 8 月的 0.80%； 9 月天然气产量当月同比-1.00%，低于 8 月的 0.80%； 10 月中旬液化天然气市场价 6749.40 元/吨，高于 9 月下旬的 6185.90 元/吨。
TMT	9 月集成电路产量当月同比 18.40%，低于 8 月的 20.60%； 10 月液晶电视面板价格 61.00 美元/片，较 9 月维持不变； 9 月移动通信基站设备产量当月同比-51.30%，低于 8 月的-48.10%； 9 月光缆产量当月同比-22.30%，低于 8 月的-6.50%。

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

6.3 经济要闻回顾

李强主持召开国务院常务会议，研究统筹人口与经济社会发展：据新华社消息，国务院总理李强 10 月 23 日主持召开国务院常务会议，研究统筹人口与经济社会发展有关工作，听取推进全国服务业大会部署落实情况汇报。会议强调，要以人口高质量发展支撑经济社会高质量发展，加快建设生育友好型社会，完善婚育、养育、教育等配套支持，努力稳定新出生人口规模；同时要加力推进服务业扩能提质，在融资、用地、人才、数据等方面加强支持，稳步推进公共事业领域价格改革，持续破除市场准入障碍、清理民间投资隐性壁垒，鼓励扩大服务业投资、释放服务消费潜力。

（资料来源：新华社）

伊朗称两艘油轮在霍尔木兹海峡以南触雷起火：据新华财经消息，伊朗伊斯兰革命卫队海军 23 日表示，两艘试图经霍尔木兹海峡以南“未经授权”航线通行的油轮当天触雷爆炸，船只机舱起火、被迫停航，两船合计载有超过 450 万桶原油。伊方称，此前已摧毁为此类船只提供服务的助航系统，并在前一日打击 4 艘“违规”油轮，相关航行已被“完全叫停”；伊方同时警告，若美军再以空中力量支持相关运输，将作出“更果断”的回应。中东局势持续紧张，或进一步加剧国际油价波动。

（资料来源：新华财经）

6.4 未来重点关注

10 月 19 日中国公布第三季度 GDP 年率；

10 月 20 日中国公布 10 月一年期贷款市场报价利率；

10 月 21 日美国公布至 10 月 16 日当周 EIA 原油库存(万桶)；

10 月 22 日美国公布至 10 月 17 日当周初请失业金人数(万人)；

10 月 23 日美国公布 10 月密歇根大学消费者信心指数终值。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 21：市场复盘



资料来源：Choice，Wind，金十数据，西部证券研发中心

图 22：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

八、风险提示

国际局势变化风险，美联储超预期加息，美债利率超预期上行，AI 资本开支或不及预期，产业政策变化风险，数据处理误差风险等。

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。