下载日志已记录，仅供内部参考

警惕美股 AI 潜在风险

策略周末谈（1018）

证券研究报告
2026 年 10 月 19 日

分析师
曹柳龙 S0800525010001
caoliulong@research.xbmail.com.cn
李超 S0800525100001
lichao@xbmail.com.cn
联系人
缪一宁
miaoyining@research.xbmail.com.cn

- **核心结论**

1、美债高利率仍是全球风险资产的“达摩克里斯之剑”

我们 2026.6.22《达摩克里斯之剑》明确提出美债高利率的风险；2026.9.7《美国股债汇，三次三杀》中我们再次预警：美债高利率期间美国连续 3 次“股债汇三杀”可能是美股大跌的前置信号。受美债高利率和 AI 交易拥挤影响，A 股近期风险得到较大释放，但未达极值，我们仍需警惕美债高利率风险：（1）当前两融资金的平均担保比例大幅下跌，已触及 24 年 924 以来较低位置；（2）但跌破 60 日均线和跌破 24 年 924 的股票数占比，尚未达到今年 7 月的极致高位。

2、潜在的流动性冲击：压力可能在 11 月初美国中期选举前后

事件预测网站 Kalshi 显示，截至今年 9.20 押注民主党控制众议院的概率高达 90%，中期选举特朗普政府可能失去众议院控制权，成为“跛脚政府”。这可能导致两个后果：（1）民主党牵头主张“强制数据中心承担全部相关输电成本”，叠加电力供应瓶颈，可能放缓明年美国 AI 资本开支，导致美国经济陷入衰退担忧；（2）美伊冲突可能久拖不决（既无法 TACO 也无法打赢），导致油价和美债利率持续高位。如果特朗普政府失去众议院控制权，AI 资本开支放缓+美国经济衰退风险+美债利率持续高位，这三重压力可能加剧美国流动性冲击。

3、如果特朗普政府失去众议院控制权，可能加剧美国 AI 的潜在风险

2025 年初，中国 DeepSeek 横空出世的时候，美国 AI 叙事可能已陷入某种悖论：美国 AI 叙事的前提是最大化投入训练顶级模型，再以垄断高价收取高额“AI 税”，从而回收投资并投入下一轮竞赛。但中国 DeepSeek 为代表的高性价比开源模型，明显降低全球 AI 门槛和 API 价格，导致美国很难收到“AI 税”。美国前期 AI 资本开支的回收，目前很大程度依赖滚动融资和估值扩张。若 11 月初特朗普政府失去众议院控制权，可能导致 AI 资本开支放缓，或者美债利率持续高位约束美股 AI 估值，加剧美国 AI 的潜在风险。

4、近期部分宽基 ETF 逆势加仓，A 股短期可能阶段性企稳

今年 7 月 A 股大跌时，宽基 ETF 大规模加仓，带来上证指数和创业板指数企稳回升。而 9 月下旬以来市场再次大跌，但宽基 ETF 逆势加仓的力度明显低于 7 月，同期市场加速调整。不过我们观察到，最近几个交易日宽基 ETF 资金加仓幅度明显加码，后续 A 股可能阶段性企稳回升：近 2 日沪深 300 ETF 净流入与 7 月中旬体量相当，10 月双创类 ETF 净流入也在明显放量。

5、把握 A 股可能反弹的窗口期，积极调整仓位，应对 11 月美国可能的流动性冲击

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，美国可能遭遇流动性风险。因此即便 A 股阶段性反弹，也可考虑继续布局低位

下载日志已记录，仅供内部参考

的地产和消费“防冲击”。待美国的流动性风险充分释放后，可以期待更积极财政政策落地，并中长期布局地产/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等。

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

引言 4
一、 美债高利率仍是全球风险资产的“达摩克里斯之剑” 4
二、 潜在的流动性冲击：压力可能在 11 月初美国中期选举前后 5
三、 如果特朗普政府失去众议院控制权，可能加剧美国 AI 的潜在风险 6
四、 近期部分宽基 ETF 逆势加仓，A 股短期可能阶段性企稳 8
五、 把握 A 股可能反弹的窗口期，积极调整仓位，应对 11 月美国可能的流动性冲击 9
六、 市场复盘及展望 10
七、 风险提示 17

图表目录

图 1：全 A 跌破 60 日均线和 2024/9/24 收盘价的股票占比，在 9 月后明显上升 4
图 2：当前两融资金的平均担保比例持续下降，已触及 2024/9/24 以来的较低水平 4
图 3：事件预测网站 Kalshi 截至今年 9.20 的数据显示，本次美国中选，特朗普所在的共和党大概率会丢掉众议院，也可能参众两院皆丢 5
图 4：民主党议员牵头，美国两党提出法案，强制数据中心承担全部相关输电成本，并将于 11 月下旬审议 6
图 5：若特朗普中选失利，美伊冲突或迁延日久 6
图 6：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 7
图 7：中国高性价比模型推出后，全球 token 价格明显下降 7
图 8：硬科技股价调整是对前期涨价预期的修正，而非 AI 产业逻辑破灭 7
图 9：光伏装机量逐年迅速增加，但 2024 年后光伏组件价格和组件 TOP5 龙头公司的归母净利润却明显下滑 7
图 10：近期沪深 300ETF 净买入力度，与 7 月中旬相当 8
图 11：创业板 3200 点附近及以下，ETF 净买入有所增加 8
图 12：行业配置建议关注 AI+涨价的【牛市杠铃】 9
图 13：市场复盘 16
图 14：市场展望 16

表 1：市场回顾 11
表 2：本周估值概览 13
表 3：经济数据 14

下载日志已记录，仅供内部参考

引言

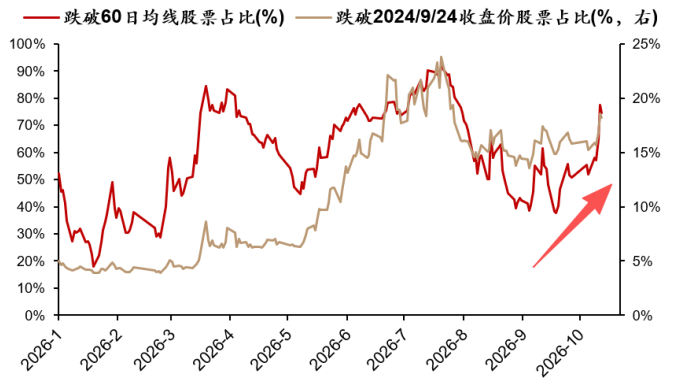
11 月初中期选举，特朗普政府可能会失去众议院控制权，或导致美国 AI 资本开支放缓以及美债利率持续高位，这可能会加剧美国 AI 的潜在风险。最近 A 股宽基 ETF 大幅流入，市场可能阶段性企稳反弹。但 11 月初不排除美国发生流动性风险的可能性，因此我们认为在阶段性反弹中，继续布局低位的地产消费“防冲击”。

一、美债高利率仍是全球风险资产的“达摩克里斯之剑”

我们 2026.6.22《达摩克里斯之剑》以来反复提示，AI 叙事并不完美，算力高价格正在拖累商业闭环，美伊和平协议或无法缓和美债高利率，全球流动性收紧依然是“达摩克里斯之剑”，三季度建议风格再平衡到“涨价”顺周期。2026.9.7《美国股债汇，三次三杀》中我们再次预警：美债高利率期间，美国连续 3 次“股债汇三杀”可能是美股大跌的前置信号。

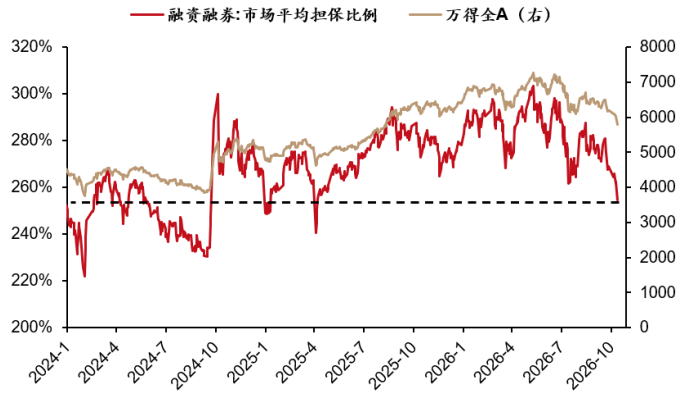
受美债高利率和国内 AI 交易拥挤的影响，A 股近期风险得到较大释放，但未达极值，我们仍需警惕美债高利率风险：(1)两融安全垫来看，杠杆资金的安全边际接近“极致收窄”，可能面临被动降杠杆。当前两融资金的平均担保比例大幅下跌至约 255%，已触及 24 年 924 以来较低位置，表明杠杆资金或已进入负反馈，若后续担保比例逼近预警线触发被动降杠杆，或将是确认市场“极致出清”的信号之一。(2) 全 A 破位结构来看，跌破 60 日均线和跌破 24 年 924 的股票数占比，尚未达到今年 7 月的极致高位。若后续两者进一步向 7 月峰值靠拢，或意味着上一轮行情的涨幅被抹平、出清接近尾声。

图 1：全 A 跌破 60 日均线和 2024/9/24 收盘价的股票占比，在 9 月后明显上升



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：当前两融资金的平均担保比例持续下降，已触及 2024/9/24 以来的较低水平



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

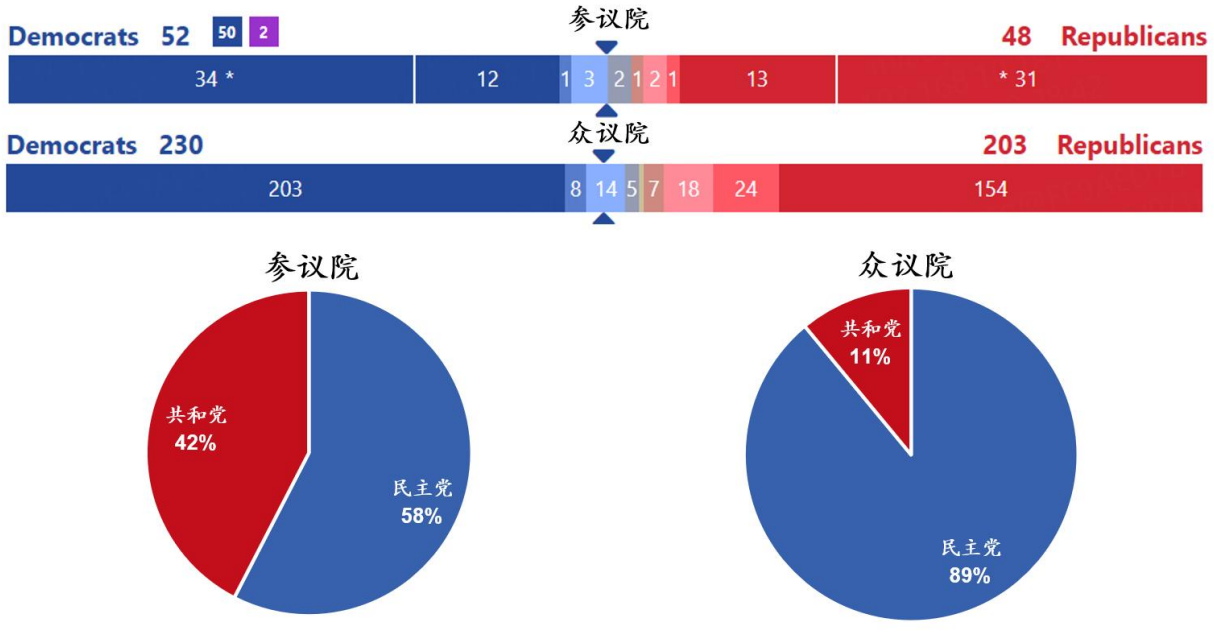
二、潜在的流动性冲击：压力可能在11月初美国中期选举前后

事件预测网站 Kalshi 显示，截至今年 9.20 押注民主党控制众议院的概率高达 90%，中期选举特朗普政府可能失去众议院控制权，成为“跛脚政府”。这可能导致两个后果——

（1）民主党牵头主张“强制数据中心承担全部相关输电成本”，叠加电力供应瓶颈，可能放缓明年美国 AI 资本开支，导致美国经济陷入衰退担忧。两党已牵头立法，强制数据中心承担全部相关输电成本，若相关法案落地，AI 数据中心的电力成本将从“社会分担”转为“内化承担”，可能会挤压 AI 商业闭环的利润率。我们判断，国会制衡对 AI 的冲击不仅限于支持政策放缓，更在于资本开支的现金流收紧；当前美国经济增长高度依赖 AI 资本开支，若明年开支预期系统性下修，美国经济陷入衰退的风险或将明显放大。

（2）美伊冲突可能久拖不决（既无法 TACO 也无法打赢），导致油价和美债利率持续高位。白宫官员担心中期选举失利，考虑“选后”扩大军事行动，而伊朗方面判断即使民主党控制国会，美伊根本性对抗也不会改变——这意味着若特朗普败选，其以“和解换油价”的 TACO 路径可能失效，冲突或迁延日久，使得油价和美债利率或将维持高位粘性。如果特朗普政府失去众议院控制权，AI 资本开支放缓+美国经济衰退风险+美债利率持续高位，这三重压力可能加剧美国流动性冲击。不过同时也蕴含转机：若美债遭遇流动性冲击、倒逼美联储转向宽松（QE 或加速《巴塞尔协议 III》修订放松银行监管），反而可能成为全球流动性的转折信号。

图 3：事件预测网站 Kalshi 截至今年 9.20 的数据显示，本次美国中选，特朗普所在的共和党大概率会丢掉众议院，也可能参众两院皆丢



资料来源：270towin，Kalshi，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

图 4：民主党议员牵头，美国两党提出法案，强制数据中心承担全部相关输电成本，并将于 11 月下旬审议

时间	发言主体	内容
2026-6-18	众议院两党	提出跨党派H. R. 9340：**各州考虑建立大负荷费率标准，避免居民承担数据中心电网成本。**
2026-9-17	民主党议员	认为H. R. 9340**仅要求各州“考虑”，缺乏实际效力**；主张直接要求数据中心承担并网成本。
2026-9-30	民主党议员	参议院民主党人认为H. R. 9340软弱无力、覆盖范围有限，无法确保数据中心承担相关成本；**希望通过法律采取约束力更强的方案。**
2026-9-30	参议院两党	**两党共同提出S. 5653，强制数据中心承担全部相关输电成本，方案将于11月下旬审议**

资料来源：House Committee on Energy and Commerce，Senate Committee on Energy and Nature resources，美国参议院，美国国会，西部证券研发中心

图 5：若特朗普中选失利，美伊冲突或迁延日久

时间	发言主体	内容
2026-9-3	白宫官员	特朗普助手担心中期选举失利，考虑“选后”扩大军事行动。
2026-9-9	白宫官员	白宫高官称美伊战事或持续至特朗普任期结束。
2026-9-24	美国国务卿鲁比奥	伊朗若指望民主党在中期选举中获胜就能让美国改变对伊政策，是对美国政治体制的“误读”。
2026-10-10	Hamzeh Safavi（德黑兰大学政治学者）	伊朗认为即使民主党控制国会，对美伊根本性对抗也不会改变。

资料来源：金融界，新华网，今日土耳其，美联社，西部证券研发中心

三、如果特朗普政府失去众议院控制权，可能加剧美国AI的潜在风险

美国大模型厂商 ARR（年化经常性收入）仍远低于上游云厂商的资本开支投入，且中国高性价比模型打破了美国 AI 垄断高价的预期，**美国 AI 面临某种悖论。若中期选举特朗普失去众议院控制权，可能导致 AI 资本开支放缓，或者美债利率持续高位约束美股 AI 估值，加剧美国 AI 的潜在风险——**

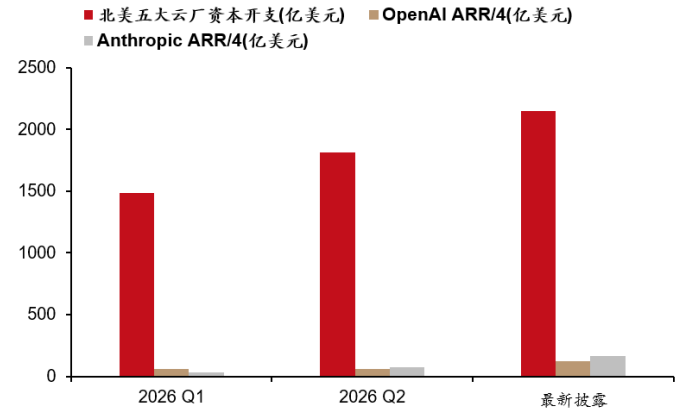
（1）美国 AI 的某种悖论：AI 投资回报兑现明显滞后于“垄断高价”的坍塌。一方面，美国 AI 的收入端跟不上 AI 的投资端扩张：美国五大云厂商季度资本开支已增至约 2150 亿美元（截至 9/30 的彭博预测值），而 OpenAI 与 Anthropic 的季度化收入（ARR/4）合计仅约 300 亿美元量级，投资与收入缺口仍较大。另一方面，2025 年初，中国 DeepSeek 横空出世的时候，美国 AI 叙事可能已陷入某种悖论：美国 AI 叙事的前提是最大化投入训练顶级模型，再以垄断高价收取高额“AI 税”，从而回收投资并投入下一轮竞赛。但中国 DeepSeek 为代表的高性价比开源模型，明显降低全球 AI 门槛和 API 价格，或导致美国很难收到“AI 税”。美国前期 AI 资本开支的回收，目前很大程度依赖后续滚动融资和估值扩张。

（2）光伏的镜鉴：中国“极致低价”挑战了杰文斯悖论，“以量换价”的资本回收路径可能失效。杰文斯悖论的本意是：上游价格下降带来应用扩张，总需求放大，上游仍能以量换价、获得超额利润。中国光伏近十年恰恰给出反例：光伏电站快速铺开，装机容量从 0.77 亿千瓦扩至 12.0 亿千瓦（×15.5），应用随处可见，但组件价格从 3.25 元/W 跌至 0.68 元/W（-79%），TOP5 组件龙头净利润从 2023 年峰值 336.6 亿元，转为 2025 年合计亏损 239.3 亿元。光伏行业的困境在于，供给扩张超过了有效需求的吸收能力，组件价格和电价明显下行，技术进步和规模效应带来的成本红利大量传导至下游，但上中游制造端却

下载日志已记录，仅供内部参考

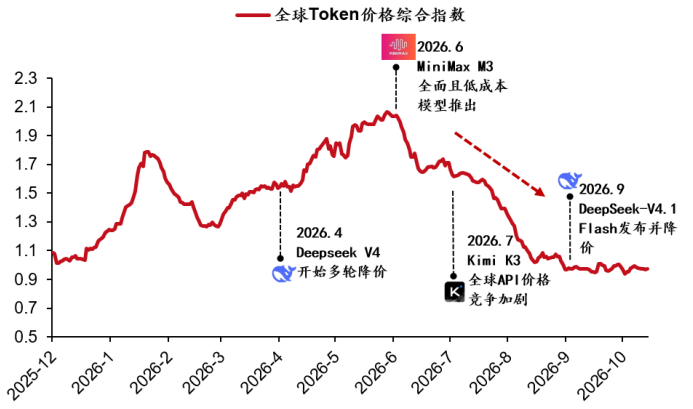
未能形成可观利润。类比 AI 来看：中国模型把 Token 打到“低价”，美国“垄断高价—资本开支回收—再投资”的闭环从价格端或一定程度被证伪。事实上，全球硬科技（涨价链）自 6 月末峰值明显回撤，而美股云厂商与 Mag 7 相对稳健，市场修正的是“涨价预期”，而非 AI 需求本身。

图 6：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



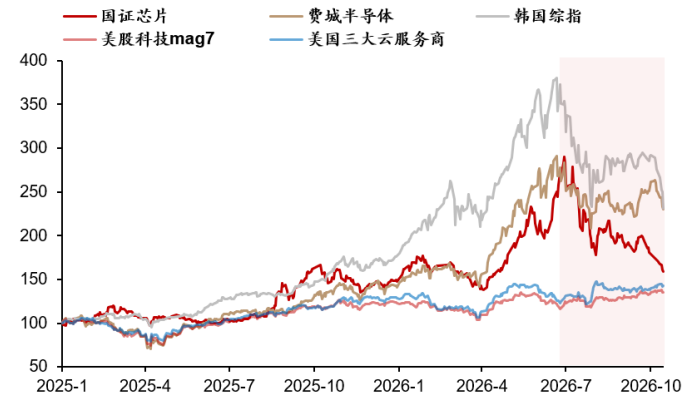
资料来源：OpenAI，Anthropic，The Information，华尔街见闻，21 世纪经济报道，西部证券研发中心

图 7：中国高性价比模型推出后，全球 token 价格明显下降



资料来源：Bloomberg，智谱，Deepseek，Minimax，Kimi，西部证券研发中心

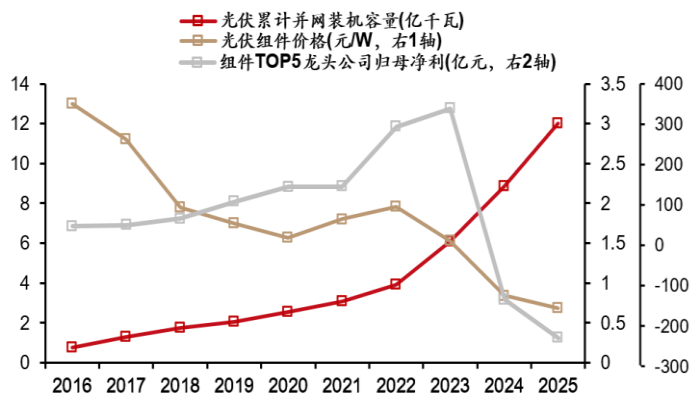
图 8：硬科技股价调整是对前期涨价预期的修正，而非 AI 产业逻辑破灭



资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：美国三大云服务商是指用亚马逊、微软、谷歌 A 构建的等权指数。

图 9：光伏装机量逐年迅速增加，但 2024 年后光伏组件价格和组件 TOP5 龙头公司的归母净利润却明显下滑



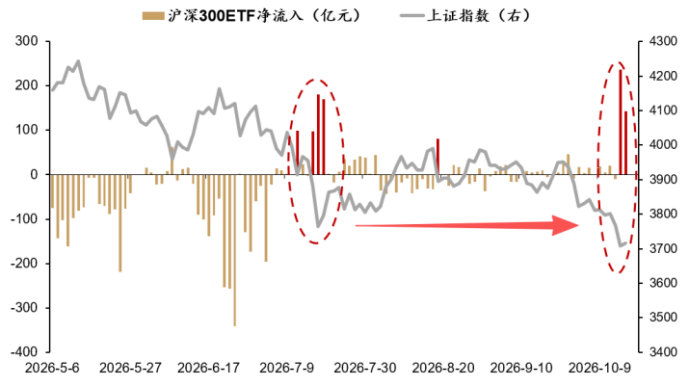
资料来源：Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

四、近期部分宽基ETF逆势加仓，A股短期可能阶段性企稳

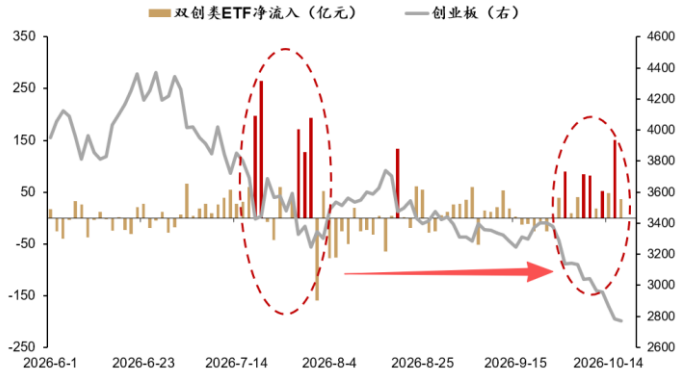
今年 7 月市场大跌时，宽基 ETF 大规模加仓，带来上证指数和创业板指数企稳回升。而 9 月下旬以来市场再次大跌，但宽基 ETF 逆势加仓的力度明显低于 7 月，同期 A 股加速调整。不过我们观察到，最近几个交易日宽基 ETF 资金加仓幅度明显加码，后续 A 股可能阶段性企稳回升：(1)从大盘来看，7 月中旬上证指数急跌至 3800 点附近时，沪深 300ETF 单日净流入均值约 175 亿元；近期上证指数回落至 3700 点附近，沪深 300ETF 单日净流入均值约 190 亿元，逐步为市场注入信心。(2) 从偏进攻方向的双创来看，7 月中旬创业板回落至 3400 点附近，双创类 ETF 净流入单日均值约 230 亿元，而今年 9.28 后创业板跌至 3200 点下方，双创类 ETF 单日净买入力度弱于 7 月，但近几日已有所放量。

图 10：近期沪深 300ETF 净买入力度，与 7 月中旬相当



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 11：创业板 3200 点附近及以下，ETF 净买入有所增加



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、把握A股可能反弹的窗口期，积极调整仓位，应对11月美国可能的流动性冲击

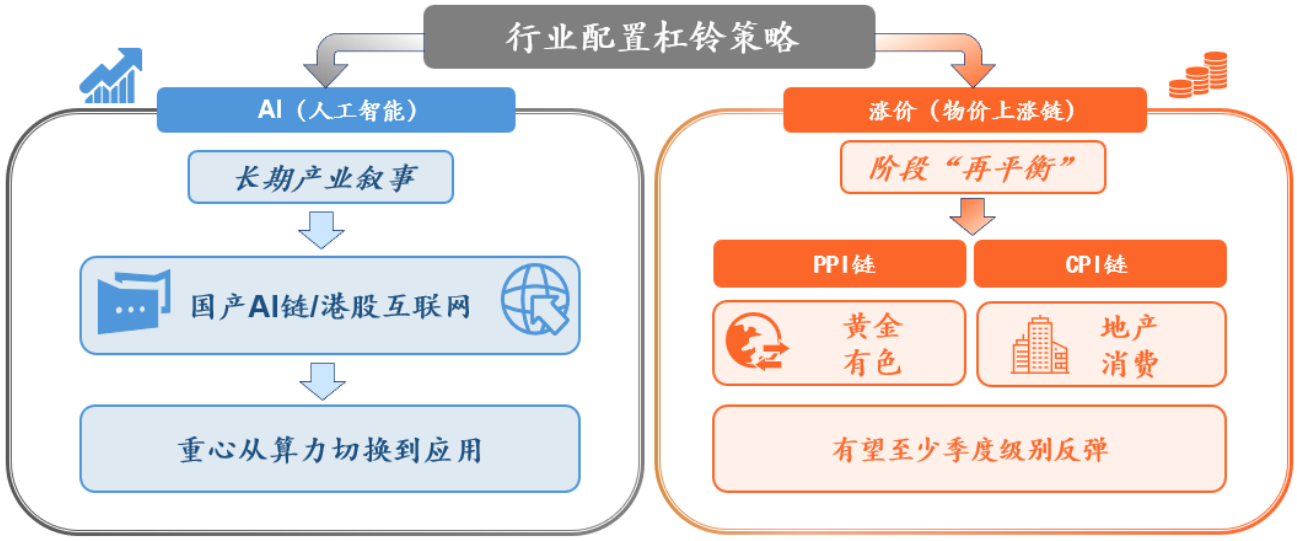
我们判断：如果全球油价和 VLCC 价格未明显回落，11 月初美国中期选举前后，美国可能遭遇流动性风险。因此即便 A 股阶段性反弹，也可考虑继续布局低位的地产和消费“防冲击”。待美国的流动性风险充分释放后，可以期待更积极财政政策落地，并中长期布局地产/消费、港股互联网、黄金/有色——

（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 12：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

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 3.81%，上证指数本周下跌 2.56%，沪深 300 本周下跌 3.40%，中证 500 本周下跌 6.60%，创业板指本周下跌 8.90%，科创 50 本周下跌 6.77%。

各类市场风格中，大盘价值本周上涨 1.21%，大盘成长本周下跌 5.55%，小盘价值本周下跌 3.44%，小盘成长本周下跌 6.94%。

大类行业中，金融服务与服务业本周涨跌幅靠前，涨跌幅分别为 1.29%、0.08%，TMT 与中游材料本周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为-6.87%、-6.00%。

一级行业中，本周涨跌幅前三行业为食品饮料、银行、煤炭，涨跌幅分别为 1.89%、1.52%、-0.14%；本周涨跌幅后三行业为通信、电子、电力设备，涨跌幅分别为-10.87%、-8.75%、-7.42%。

本周境外市场涨跌不一，其中标普 500 下跌 1.95%、恒生指数下跌 0.10%。

大宗商品原油上涨，金属下跌，其中布油上涨 4.99%、COMEX 黄金下跌 0.70%。

截至本周收盘，中国十年期国债收益率为 1.65%，较上周下降 3.84 个 BP。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：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	-0.98%	-3.81%	-7.57%	0.00%	标普500	1.15%	-1.95%
上证指数	-0.74%	-2.56%	-6.36%	1.20%	道琼斯工业指数	0.93%	0.67%
沪深300	-0.93%	-3.40%	-9.92%	-2.35%	恒生指数	1.00%	-0.10%
中证500	-2.48%	-6.60%	-9.28%	-1.71%	英国富时100	0.86%	3.13%
创业板指	-2.93%	-8.90%	-13.45%	-5.88%	德国DAX	-0.57%	2.13%
科创50	-4.75%	-6.77%	1.07%	8.64%	日经225	1.06%	-5.37%
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	0.64%	1.21%	-4.18%	3.39%	美元指数	101.78	-0.44%
大盘成长	-1.61%	-5.55%	-14.05%	-6.49%	美元兑人民币	6.69	-0.08%
小盘价值	0.54%	-3.44%	-7.98%	-0.42%	港元兑人民币	0.85	-0.09%
小盘成长	-2.87%	-6.94%	-10.50%	-2.93%	英镑兑人民币	8.90	0.45%
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	7.53	0.33%
周期类	0.34%	-3.64%	-8.52%	-0.95%	100日元兑人民币	4.24	0.18%
资源类	1.87%	-0.98%	3.50%	11.07%	主要利率	最新值	周度环比变化
中游材料	0.21%	-6.00%	-8.90%	-1.33%	中国十年期国债收益率	1.68%	#N/A
中游制造	-1.28%	-5.43%	-18.22%	-10.65%	中国一年期国债收益率	1.22%	#N/A
大消费	-0.60%	-2.99%	-15.48%	-7.91%	期限利差（10Y-1Y）	0.46%	#N/A
可选消费	-0.83%	-3.72%	-19.70%	-12.13%	R007	1.38%	0.30BP
必需消费	-0.45%	-2.53%	-12.58%	-5.02%	DR007	1.37%	#N/A
金融服务	-0.18%	1.29%	-1.84%	5.73%	7天逆回购利率	1.40%	0BP
服务业	0.61%	0.08%	-3.85%	3.72%	美国十年期国债收益率	5.09%	-15.00BP
TMT	-3.53%	-6.87%	1.09%	8.66%	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	2.24%	4.99%
食品饮料	0.64%	1.89%	-13.90%	-6.33%	WTI原油	0.60%	7.83%
银行	-0.05%	1.52%	1.97%	9.54%	COMEX黄金	1.39%	-0.70%
煤炭	2.74%	-0.14%	24.13%	31.70%	COMEX白银	1.15%	-6.41%
电力设备	0.12%	-7.42%	-24.16%	-16.60%	LME铜	2.04%	-1.24%
电子	-5.66%	-8.75%	8.02%	15.58%	LME铝	-1.40%	-1.33%
通信	-4.72%	-10.87%	5.08%	12.65%	上期所螺纹钢	-1.16%	-0.19%

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）从上周的 20.15 倍降至本周的 19.46 倍，PB（LF）从上周的 1.69 倍降至本周的 1.64 倍；A 股非金融 PE（TTM）从上周的 34.51 倍降至本周的 32.89 倍，PB（LF）从上周的 2.35 倍降至 2.24 倍；

（2）创业板 PE（TTM）从上周的 56.49 倍降至本周的 52.13 倍，PB（LF）从上周的 3.98 倍降至本周的 3.68 倍；科创板 PE（TTM）从上周的 125.61 倍降至本周的 116.40 倍，PB（LF）从上周的 5.34 倍降至本周的 4.93 倍；

（3）创业板/沪深 300 的相对 PE（TTM）从上周的 4.33 降至本周的 4.04，相对 PB（LF）从上周的 2.93 降至本周的 2.73；科创板/沪深 300 的相对 PE（TTM）从上周的 9.63 降至本周的 9.01，相对 PB（LF）从上周的 3.93 降至本周的 3.65；

（4）A 股总体总市值本周下降 3.31%；A 股非金融总市值本周下降 4.45%；

（5）A 股非金融 ERP 从上周的 1.21%升至本周的 1.39%，股债收益差从上周的 0.04%升至本周的 0.21%，正向利差进一步走阔。

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 13.74 倍降至本周的 13.33 倍；A 股非金融重点公司全动态 PE 从上周的 19.09 倍降至本周的 18.29 倍；

（2）创业板重点公司全动态 PE 从上周的 24.81 倍降至本周的 22.75 倍；科创板重点公司全动态 PE 从上周的 60.52 倍降至本周的 55.05 倍；

（3）创业板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从上周的 2.07 降至本周的 1.92；科创板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从上周的 5.06 降至本周的 4.65；

（4）A 股非金融重点公司全动态 ERP 从上周的 3.55%升至本周的 3.82%。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：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 3：经济数据

数据类别	主要变化
国内宏观	**9 月国内出口、PPI、社融均超预期：** 9 月中国政府债券融资规模存量同比 13.70%，高于 8 月的 13.50%； 9 月中国 CPI 同比 0.90%，高于 8 月的 0.80%； 9 月中国 PPI 同比 5.00%，高于 8 月的 3.80%； 9 月中国 M0 同比 10.60%，低于 8 月的 11.20%； 9 月中国 M1 同比 3.20%，低于 8 月的 4.10%； 9 月中国 M2 同比 7.20%，低于 8 月的 7.50%； 9 月中国社融规模 3.55 万亿元，同比增长 0.43%，高于 8 月的-35.32%； 9 月中国社融规模存量同比 7.10%，低于 8 月的 7.20%； 9 月中国新增人民币贷款 1.08 万亿元，同比下降 16.28%，相比 8 月的-89.83%降幅收窄； 9 月中国出口金额累计同比 21.30%，高于 8 月的 19.30%； 9 月中国进口金额累计同比 27.50%，高于 8 月的 27.00%。
海外宏观	**美国 9 月 CPI 和 PPI 均超预期：** 上周美国初申请失业金人数 19.90 万人，高于前一周的 19.80 万人； 上周 EIA 商业原油库存环比增减-8.56 百万桶，低于前一周的-3.19 百万桶； 9 月美国 CPI 同比 3.70%，高于 8 月的 3.40%； 9 月美国核心 CPI 同比 2.60%，高于 8 月的 2.40%； 9 月美国 PPI(季调)同比 6.30%，高于 8 月的 5.60%； 9 月美国核心 PPI(季调)同比 5.10%，高于 8 月的 5.00%； 9 月美国零售和食品服务销售额(季调)同比 6.29%，高于 8 月的 5.56%。
上游资源品	本周 COMEX 黄金期货收盘价(活跃合约)4177.00 美元/盎司，低于上周的 4191.40 美元/盎司； 本周阴极铜期货收盘价(活跃合约)109.86 元/千克，低于上周的 110.11 元/千克； 本周铝期货收盘价(活跃合约)23.27 元/千克，低于上周的 23.47 元/千克； 本周中国铜冶炼厂粗炼费(TC)-240.93 美元/千吨，低于上周的-238.00 美元/千吨； 本周中国铜冶炼厂精炼费(RC)-24.28 美分/磅，低于上周的-23.88 美分/磅； 本周 LME 铜库存 22.54 万吨，低于上周的 23.30 万吨； 本周 LME 铝库存 23.79 万吨，低于上周的 23.89 万吨； 本周英国布伦特原油(Dtd)现货价 116.93 美元/桶，低于上周的 132.95 美元/桶； 本周美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价 101.41 美元/桶，高于上周的 91.85 美元/桶。
中游材料	本周尿素(小颗粒)出厂价 1700.00 元/吨，低于上周的 1740.00 元/吨； 本周华东地区 PTA 市场均价 7000.00 元/吨，低于上周的 7193.33 元/吨； 本周高炉开工率 80.49%，低于上周的 81.35%； 本周主要钢厂开工率 36.37%，低于上周的 37.39%； 10 月上旬社会钢材库存 9.39 百万吨，高于 9 月下旬的 9.14 百万吨； 10 月上旬重点企业钢材库存 16.97 百万吨，高于 9 月下旬的 15.65 百万吨； 上周螺纹钢现货价 3325.00 元/吨，低于前一周的 3339.00 元/吨； 上周华东地区水泥平均价 425.00 元/吨，高于前一周的 422.00 元/吨； 本周南华玻璃指数 645.67 点，低于上周的 655.45 点。

下载日志已记录，仅供内部参考

必需消费	9 月纺织业 PPI 当月同比 2.20%，高于 8 月的 1.70%。
可选消费	9 月汽车销量 295.62 万辆，同比下降 8.37%，相比 8 月的-5.07%降幅扩大； 9 月乘用车销量 258.75 万辆，同比下降 9.48%，相比 8 月的-6.18%降幅扩大； 9 月商用车销量 36.87 万辆，同比增长 0.24%，低于 8 月的 3.80%； 9 月新能源乘用车销量 169.76 万辆，同比增长 11.99%，低于 8 月的 15.39%； 本周 100 大中城市成交土地溢价率 1.68%，低于上周的 4.81%。
服务业	9 月中国物流业景气指数(LPI):业务总量(季调)51.50%，高于 8 月的 50.90%； 9 月中国物流业景气指数(LPI):新订单(季调)51.20%，高于 8 月的 50.80%； 9 月金融机构新增人民币存款 17.70 千亿元，同比下降 19.91%，相比 8 月的-41.75%降幅收窄； 9 月天然气进口量累计同比-3.90%，高于 8 月的-4.40%； 8 月天然气表观消费量当月同比-4.30%，低于 7 月的-2.60%。

资料来源：Wind，西部证券研发中心

6.3 经济要闻回顾

多地发布细则，商品住房销售制度改革落地实施：据新华社消息，近日深圳、杭州两地同日发布商品住房销售制度改革相关细则，加强预售管理、推进现房销售。至此，全国已有北京、上海、广州、武汉、天津、杭州、深圳等多个城市出台地方性政策，现房销售进入落地实施阶段。从已出台细则看，各城市总体框架高度一致：统一以 8 月 28 日为“新老划断”分界点，对在途项目设置过渡期，最长延至 2028 年底；预售门槛统一抬升至主体结构封顶，预售资金实行全额全过程监管；同时通过土地出让金分期缴纳、优化保函置换、预登记等配套安排缓解开发企业资金压力。

（资料来源：新华社）

特朗普签署行政令豁免对俄多项制裁：美国白宫 16 日发布的消息显示，美国总统特朗普当日签署一份行政令，豁免对俄罗斯实施多项制裁措施。豁免内容涉及《2026 年格雷厄姆制裁俄罗斯和伊朗法案》中大部分条款，包括对从俄进口的商品最高征收 500%从价关税，对俄原油或天然气前五大进口方的输美商品最高征收 100%从价关税。豁免将持续有效，直至美国总统或国务卿与财政部长等官员协商后采取进一步行动。此前美国财政部已于 9 日宣布放松针对俄罗斯柴油贸易的制裁，分析人士认为，此次大范围豁免或将加剧白宫与国会在对俄制裁上的紧张关系。

（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 13：市场复盘



资料来源：Choice，Wind，金十数据，西部证券研发中心

图 14：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。