下载日志已记录，仅供内部参考

物理 AI：能拯救美国 AI 吗？

策略周末谈（1101）

证券研究报告

2026 年 11 月 01 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、当前美国 AI 缺乏“终局变现能力”，可能会遭遇投资失败风险

本周谷歌和英特尔等 AI 大厂三季报及业绩指引低预期，股价迎来大跌。市场对美国 AI 的关注点正从“资本开支故事”转向“终局变现能力”。美国 AI 企业的大规模投资尚未建立持续可靠的变现能力，持续侵蚀现金流，导致投资者担心美国 AI 投资可能失败。对此，我们在 2026.10.19《警惕美股 AI 潜在风险》中提示：美国 AI 投资达到万亿级别，但始终缺乏“终局变现能力”，如果后续没有源源不断的资本开支继续填进去的话，可能就会遭遇系统性风险。

2、物理 AI 能否拯救美国 AI？关键在于“终局变现能力”

我们在 2026.10.26《如何应对输入性风险？》中进一步指出：缺乏“终局变现能力”可能导致美国 AI 投资失败——（1）美国原本可以售卖高价 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；（2）美国也可以用 AI 改造全球制造业，赚取效率优化的钱，但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。我们认为，现阶段投资者对物理 AI 的思考，除 token 消耗外，更应关注其能否帮助美国 AI 企业实现“终局变现能力”的可能。

3、物理 AI 可能要先工业端量产，然后再消费端变现

复盘工业革命和信息革命，由于技术发展都需要逐步沉淀，所以相应的技术产品都是先“标准化”量产，然后再逐步“定制化”量产的：（1）工业革命以汽车为例，先是“标准化”的福特 T 汽车大规模量产，沉淀了大量技术能力后，再是“定制化”的通用汽车大规模量产；（2）信息革命的电脑为例，先是“标准化”的 IBM 电脑大规模量产，沉淀了大量技术能力之后，再是“定制化”的戴尔电脑大规模量产。我们判断，物理 AI 对应的机器人技术，可能也会经历类似过程：先要大规模量产“标准化”机器人用于工业生产，逐步迭代相关技术后，才能推动“定制化”家用机器人用于消费端变现。

4、美国缺乏大规模工业场景，其物理 AI 可能很难获得“终局变现能力”

当前物理 AI 真实训练数据有巨大缺口，远远达不到所谓的具身智能“ChatGPT”时刻，家庭服务机器人可能还要等很久。我们判断，若物理 AI 维持当前发展进程，虽然美国在模型创新上领先，但物理 AI 的标准化落地也可能发生在中下游领先的中国。美国 Scale AI 政策主管指出：“美国在模型和芯片层面赢得了 AI 竞赛。但可能在最终决定结果的维度上输掉它（数据和实施）。中国在数据和规模化部署上已经建立了显著优势”。2026 年中国机器人出货量全球领先，我国的真实场景和训练场景也在持续铺开，物理 AI 的规模化和标准化环节或许可能发生在中国。

5、物理 AI 可能无法拯救美国 AI 投资，警惕 11 月美国可能的流动性冲击

下载日志已记录，仅供内部参考

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。不过如果全球油价和 VLCC 船运价格未明显回落，11 月美国中期选举特朗普政府可能失去众议院，或导致美国 AI 资本开支放缓+美债利率持续高位，“高投入但缺乏终局变现能力”的美国 AI 投资遭遇失败的风险或明显加大。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、 当前美国 AI 投资缺乏“终局变现能力”，可能会遭遇投资失败风险 4
二、 物理 AI 能否拯救美国 AI 投资？关键在于“终局变现能力” 5
三、 物理 AI 可能要先工业端量产，然后再消费端变现 6
四、 美国缺乏大规模工业场景，其物理 AI 可能很难获得“终局变现能力” 7
五、 物理 AI 可能无法拯救美国 AI 投资，警惕 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：谷歌 Q3 财报披露后，股价下跌 4
图 2：英特尔 Q3 财报披露后，股价下跌 4
图 3：美国 AI 投资的两条变现路径一定程度上受阻，美国或聚焦物理 AI 为新的变现路径 5
图 4：工业革命，汽车销售从标准流水线走向非标定制化 6
图 5：信息革命，计算机销售从标准化产品转向非标定制化服务 6
图 6：技术产品的落地，多是先形成标准化和规模化的产品，然后走向非标定制 6
图 7：全球类人形机器人出货量中国企业领先 7
图 8：目前全球类人形机器人的使用落地以数据科研和商演为主 7
图 9：SCSP 研究指出机器人领域美国可能只在创新上领先中国 7
图 10：我国训练场以标准化工业制造为主，家庭场景为重要拓展 7
图 11：行业配置建议关注 AI+涨价的【牛市杠铃】 9
图 12：市场复盘 16
图 13：市场展望 16

表 1：中美两国均提到，在物理 AI 和机器人的发展中，需要重视场景部署和真实训练数据的重要性 8
表 2：市场回顾 11
表 3：本周估值概览 13
表 4：经济数据 14

下载日志已记录，仅供内部参考

引言

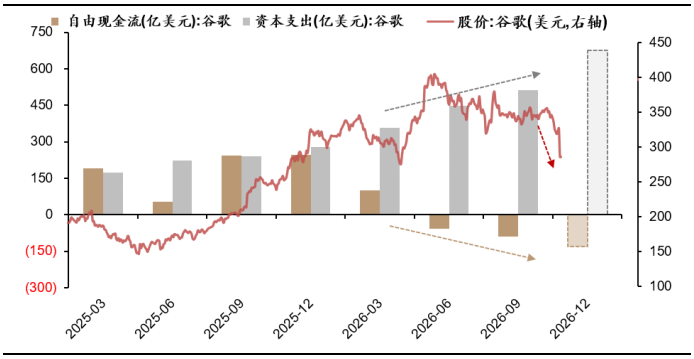
本周谷歌和英特尔股价暴跌，导致市场开始担心，美国 AI 投资失败可能引致金融动荡。我们认为物理 AI 或也难轻易缓解美国 AI 投资缺乏“终局变现能力”的困境。我们维持判断：如果全球油价和 VLCC 船运价格未明显回落的话，11 月初中期选举前后，美国可能遭遇流动性冲击。

一、当前美国AI投资缺乏“终局变现能力”，可能会遭遇投资失败风险

本周谷歌和英特尔等 AI 大厂三季报及业绩指引低预期，财报披露后股价迎来大跌（谷歌财报披露后单日下跌超-12%，英特尔财报披露后单日下跌超-28%），市场对美国 AI 的关注点正从“资本开支故事”转向“终局变现能力”。实际上，美股硬件走弱也已颇有时日，费城半导体指数自 7 月见顶后回撤超 25%，而美国软件指数同期持续上涨超 28%。市场或正对巨额资本开支但难以变现的企业失去信心，转而持续关注软件领域的机会。

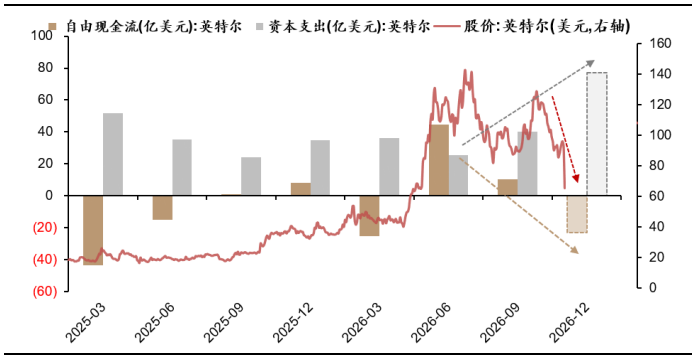
美国 AI 企业的大规模投资尚未建立持续可靠的变现能力，持续侵蚀现金流，导致投资者担心美国 AI 投资可能失败。对此，我们在 2026.10.19《警惕美股 AI 潜在风险》中提示：美国 AI 投资达到万亿级别，但始终缺乏“终局变现能力”，如果后续没有源源不断的资本开支继续填进去的话，可能就会遭遇系统性风险。

图 1：谷歌 Q3 财报披露后，股价下跌



资料来源：Bloomberg，Wind，西部证券研发中心

图 2：英特尔 Q3 财报披露后，股价下跌



资料来源：Bloomberg，Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

二、物理AI能否拯救美国AI投资？关键在于“终局变现能力”

美国的强 AI 叙事的弱点在于终端变现能力尚未闭环。美国 AI 的投资持续加码，用算力投资撑起模型能力，用模型能力撑起企业估值，用高估值再为下一轮融资铺路，但链条持续性，最终取决于终端的变现能力。

我们在 2026.10.26《如何应对输入性风险？》中进一步指出：缺乏“终局变现能力”可能导致美国 AI 投资失败——（1）美国原本可以售卖高价 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；（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。我们认为，现阶段投资者对物理 AI 的思考，除 token 消耗外，更应关注其能否帮助美国 AI 企业实现“终局变现能力”的可能。

图 3：美国 AI 投资部分可能的变现路径一定程度上受阻，美国或聚焦物理 AI 为新的变现路径



资料来源：中国金融信息网，Gartner，SEMI，Businesstats，Researchandmarkets，西部证券研发中心

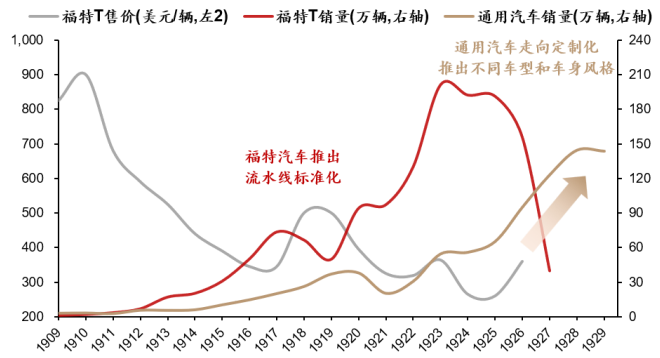
下载日志已记录，仅供内部参考

三、物理AI可能要先工业端量产，然后再消费端变现

复盘工业革命和信息革命，由于技术发展都需要逐步沉淀，所以相应的技术产品都是先“标准化”量产，然后再逐步“定制化”量产的：（1）工业革命以汽车为例，先是“标准化”的福特 T 汽车大规模量产，沉淀了大量技术能力后，再是“定制化”的通用汽车大规模量产；（2）信息革命的电脑为例，先是“标准化”的 IBM 电脑大规模量产，沉淀了大量技术能力之后，再是“定制化”的戴尔电脑大规模量产。

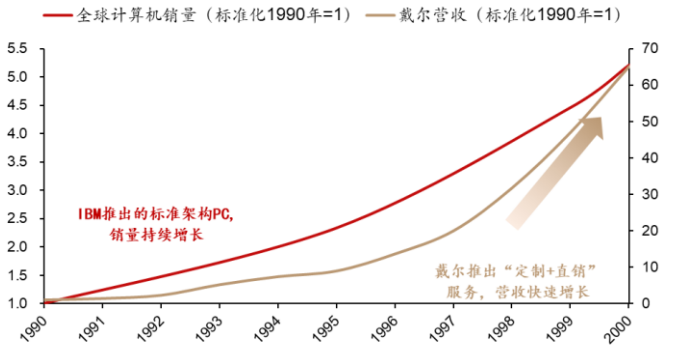
历史总结看，量产落地要先标准化或许是有助于建立模式：配套零件、流程工序、物流供应链和用户使用习惯。这样有利于提升规模，降低成本，而非标定制化产品也在这之上才可能更好的推动落地。我们判断，物理 AI 对应的机器人技术，可能也会经历类似过程：先要大规模量产“标准化”机器人用于工业生产，逐步迭代相关技术后，才能推动“定制化”家用机器人用于消费端变现。

图 4：工业革命，汽车销售从标准流水线走向非标定制化



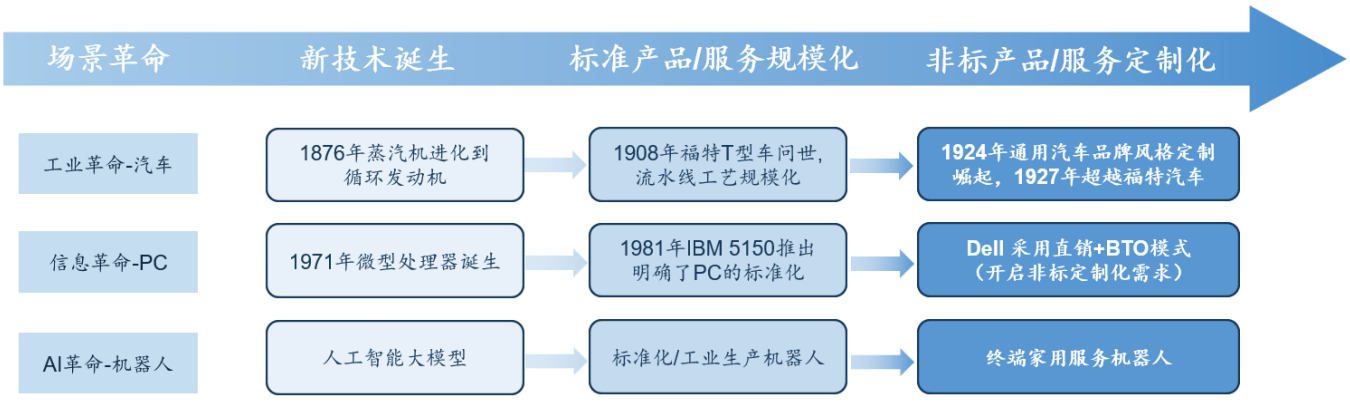
资料来源：新华网，autonews，myntransportblog，steveblank，西部证券研发中心

图 5：信息革命，计算机销售从标准化产品转向非标定制化服务



资料来源：IBM，戴尔公司公告，Dqindia，经济参考报，西部证券研发中心

图 6：技术产品的落地，多是先形成标准化和规模化的产品，然后走向非标定制



资料来源：人民网，intel，新民周刊，中新网，北京汽车博物馆，steveblank，西部证券研发中心

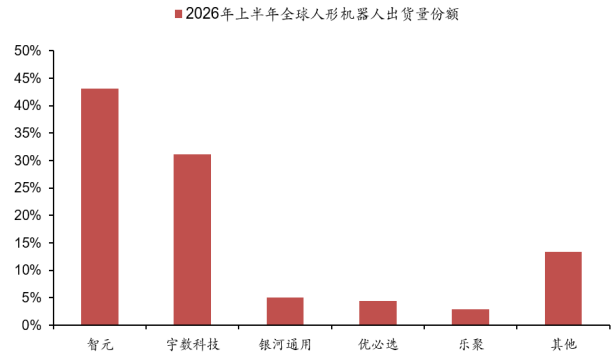
下载日志已记录，仅供内部参考

四、美国缺乏大规模工业场景，其物理AI可能很难获得“终局变现能力”

当前物理 AI 真实训练数据有巨大缺口。中国信通院提到：据估算，全球机器人的高质量真机训练数据，远远达不到令具身智能模型达到“ChatGPT”时刻的训练门槛。事实也是如此，在当前全球人形机器人的使用场景落地中，娱乐表演和数据科研合计超过六成，智能制造和仓储物流不到两成，明确服务家庭场景的落地更少，家庭服务机器人可能还要等很久。

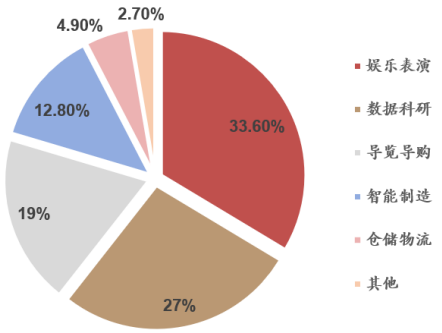
我们判断，若物理 AI 维持当前发展进程，虽然美国在模型创新上领先，但物理 AI 的标准化落地也可能发生在中下游领先的中国。美国 Scale AI 政策主管指出：“美国在模型和芯片层面赢得了 AI 竞赛。但可能在最终决定结果的维度上输掉它（数据和实施）。中国在数据和规模化部署上已经建立了显著优势”。同样的，SCSP 对中美在机器人领域的进行五维打分显示：美国优势在模型和创新领域，而中国工业能力、市场生态、国家政策上都具备优势。物理 AI 的终局变现或依赖标准化产品的规模化落地，而这高度绑定硬件供应链与真实的制造场景，2026 年中国机器人出货量全球领先，而且我国的真实场景和训练场景也在持续铺开，物理 AI 的规模化和标准化环节或也可能发生在中国。

图 7：全球类人形机器人出货量中国企业领先



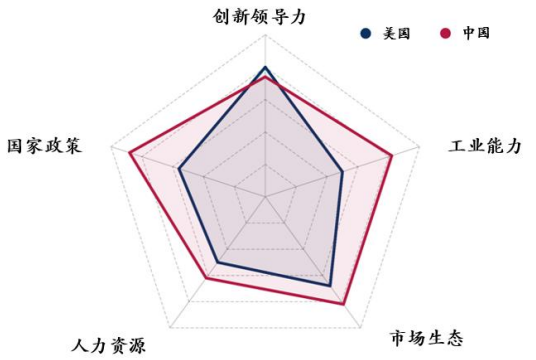
资料来源：Counterpoint Research，西部证券研发中心

图 8：目前全球类人形机器人的使用落地以数据科研和商演为主



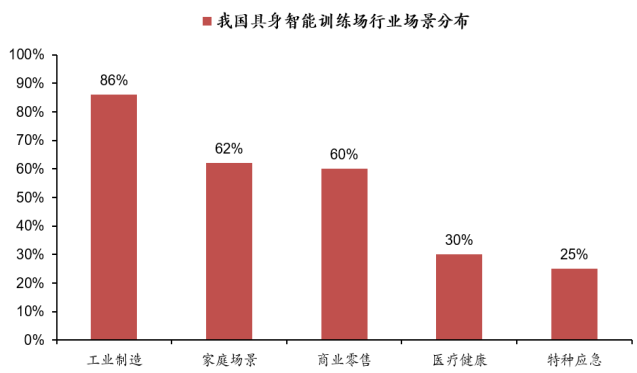
资料来源：Counterpoint Research，西部证券研发中心自制

图 9：SCSP 研究指出机器人领域美国可能只在创新上领先中国



资料来源：SCSP，西部证券研发中心

图 10：我国训练场以标准化工业制造为主，家庭场景为重要拓展



资料来源：中国信通院，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：中美两国均提到，在物理 AI 和机器人的发展中，需要重视场景部署和真实训练数据的重要性

来源	针对物理AI和机器人场景训练数据重要性的内容
中国信通院	1.具身智能模型性能的提升持续受益于数据规模扩展。但其与大语言模型不同，训练数据依赖真实场景采集，当前真实数据面临巨大的资源缺口。 2.假设具身智能“ChatGPT 时刻”的模型是 55B 参数，按大语言模型的缩放定律需要约 1.1 万亿 token 的训练数据：如果全部靠真机采集（8Hz 控制频率、每步约 3 个预测 token、每天有效交互 2 小时、每年 300 天），需要 21200 台机器人连续工作一整年，才能产出千万小时级有效数据——而全球现在可用的高质量真机数据只有数十万到百万小时级，远未达到门槛。
美国众议院国土安全委员会	1.就机器人领域而言，例如仓储物流等大型设施：内部密集部署机器、全天候连续运转，其目的不在于搬运货物而在于产出用于训练的有效数据。中国已将这一流程产业化，美国则尚未做到。 2.尽管美国在模型和算力上保持优势，但中国在数据和规模化场景部署上已经建立了显著优势。

资料来源：美国众议院，中国信通院，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

五、物理AI可能无法拯救美国AI投资，警惕11月美国可能的流动性冲击

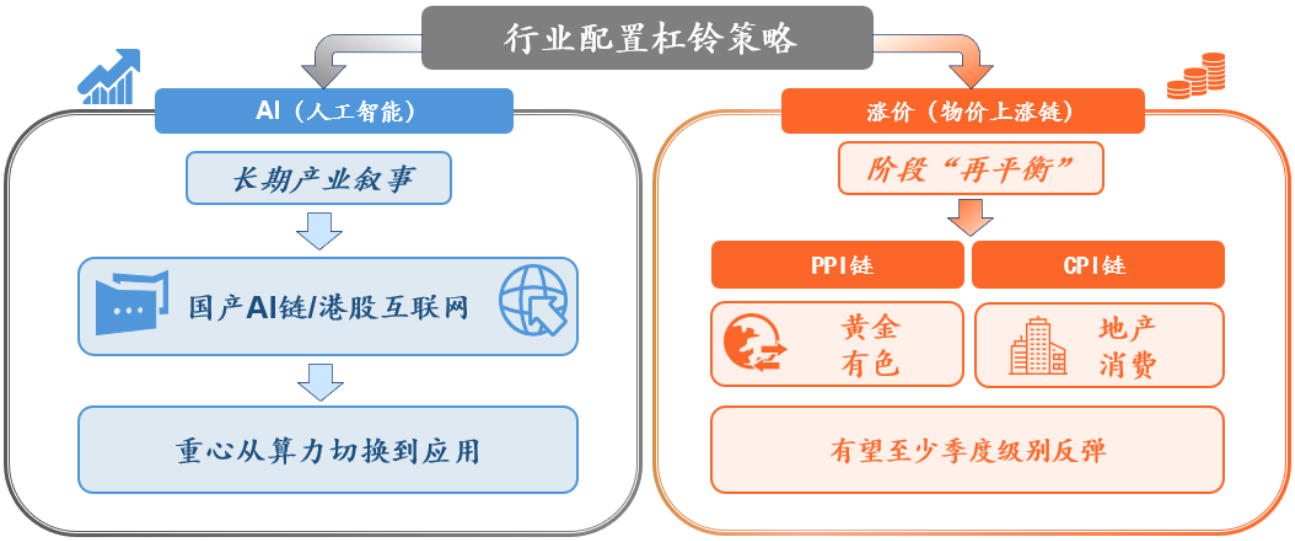
人民币升值仍在驱动财富跨境回流，我们中长期对 A 股应继续保持积极态度。不过如果全球油价和 VLCC 船运价格未明显回落，11 月美国中期选举特朗普政府可能失去众议院，或导致美国 AI 资本开支放缓+美债利率持续高位，“高投入但缺乏终局变现能力”的美国 AI 投资遭遇失败的风险或明显加大。因此，可考虑继续配置低位的地产+消费“防冲击”，待美国流动性风险充分释放后，中长期布局地产/消费、港股互联网、黄金/有色——

（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。

图 11：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 4.06%，上证指数本周下跌 2.48%，沪深 300 本周下跌 2.92%，中证 500 本周下跌 8.05%，创业板指本周下跌 10.08%，科创 50 本周下跌 13.73%。

各类市场风格中，大盘价值本周上涨 4.06%，大盘成长本周下跌 5.91%，小盘价值本周下跌 0.73%，小盘成长本周下跌 8.18%。

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 3.20%、1.29%，TMT 与中游制造本周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为-11.25%、-6.44%。

一级行业中，本周涨跌幅前三行业为银行、石油石化、食品饮料，涨跌幅分别为 4.97%、3.50%、3.29%；本周涨跌幅后三行业为通信、电子、计算机，涨跌幅分别为-14.77%、-13.82%、-10.85%。

本周境外市场涨跌不一，其中标普 500 下跌 0.57%、恒生指数上涨 0.87%。

大宗商品原油美欧分化，贵金属调整，其中布油上涨 1.52%、COMEX 黄金下跌 3.07%。

截至本周收盘，中国十年期国债收益率为 1.65%，较上周上升 1.00 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	-0.66%	-4.06%	-11.90%	0.00%	标普500	-0.47%	-0.57%
上证指数	-0.69%	-2.48%	-9.32%	2.59%	道琼斯工业指数	0.41%	-0.85%
沪深300	-1.57%	-2.92%	-13.92%	-2.02%	恒生指数	-4.52%	0.87%
中证500	0.62%	-8.05%	-16.07%	-4.16%	英国富时100	-1.76%	0.37%
创业板指	-3.18%	-10.08%	-24.65%	-12.75%	德国DAX	-1.72%	2.53%
科创50	-0.97%	-13.73%	-13.64%	-1.74%	日经225	-4.03%	0.95%
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	-1.68%	4.06%	-1.97%	9.94%	美元指数	101.96	0.21%
大盘成长	-3.06%	-5.91%	-21.61%	-9.71%	美元兑人民币	6.66	-0.23%
小盘价值	-1.05%	-0.73%	-9.62%	2.29%	港元兑人民币	0.85	-0.31%
小盘成长	1.97%	-8.18%	-16.21%	-4.30%	英镑兑人民币	8.92	-0.08%
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	7.45	-0.30%
周期类	-1.60%	-2.73%	-12.45%	-0.54%	100日元兑人民币	4.24	-0.55%
资源类	-2.11%	1.18%	2.51%	14.42%	主要利率	最新值	周度环比变化
中游材料	-2.09%	-5.35%	-15.58%	-3.67%	中国十年期国债收益率	1.65%	1.00BP
中游制造	-0.53%	-6.44%	-23.89%	-11.99%	中国一年期国债收益率	1.17%	-0.83BP
大消费	0.07%	-1.76%	-16.90%	-5.00%	期限利差（10Y-1Y）	0.48%	1.83BP
可选消费	-0.22%	-3.10%	-22.36%	-10.45%	R007	1.43%	5.86BP
必需消费	0.26%	-0.91%	-13.15%	-1.25%	DR007	1.39%	6.84BP
金融服务	-1.29%	3.20%	0.00%	11.90%	7天逆回购利率	1.40%	0BP
服务业	-1.05%	1.29%	-3.64%	8.27%	美国十年期国债收益率	4.94%	-6.00BP
TMT	0.17%	-11.25%	-10.12%	1.78%	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	6.85%	1.52%
银行	-1.58%	4.97%	5.36%	17.26%	WTI原油	4.46%	-0.31%
石油石化	-1.54%	3.50%	6.96%	18.86%	COMEX黄金	-4.09%	-3.07%
食品饮料	-0.56%	3.29%	-11.57%	0.33%	COMEX白银	-5.84%	-8.92%
计算机	5.21%	-10.85%	-28.14%	-16.23%	LME铜	-0.76%	-1.34%
电子	0.15%	-13.82%	-6.77%	5.13%	LME铝	1.30%	0.62%
通信	-3.60%	-14.77%	-13.67%	-1.77%	上期所螺纹钢	-0.81%	-0.43%

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 19.27 倍升至本周的 19.51 倍，PB（LF）从上周的 1.63 倍降至本周的 1.54 倍；A 股非金融 PE（TTM）从上周的 32.52 倍降至本周的 30.82 倍，PB（LF）从上周的 2.23 倍降至本周的 2.08 倍；

（2）创业板 PE（TTM）从上周的 51.61 倍降至本周的 46.15 倍，PB（LF）从上周的 3.63 倍降至本周的 3.19 倍；科创板 PE（TTM）从上周的 114.52 倍降至本周的 91.31 倍，PB（LF）从上周的 4.98 倍降至本周的 4.31 倍；

（3）创业板/沪深 300 的相对 PE（TTM）从上周的 4.05 降至本周的 3.42，相对 PB（LF）从上周的 2.72 降至本周的 2.43；科创板/沪深 300 的相对 PE（TTM）从上周的 8.99 降至本周的 6.77，相对 PB（LF）从上周的 3.73 降至本周的 3.30；

（4）A 股总体总市值本周下降 3.34%；A 股非金融总市值本周下降 5.04%；

（5）A 股非金融 ERP 从上周的 1.43%升至本周的 1.59%，股债收益差从上周的 0.20%升至本周的 0.29%，正向利差走阔。

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 13.15 倍降至本周的 13.04 倍；A 股非金融重点公司全动态 PE 从上周的 18.05 倍降至本周的 17.62 倍；

（2）创业板重点公司全动态 PE 从上周的 22.22 倍降至本周的 20.61 倍；科创板重点公司全动态 PE 从上周的 55.74 倍降至本周的 54.24 倍；

（3）创业板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从上周的 1.91 降至本周的 1.74；科创板/沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 从上周的 4.78 降至本周的 4.58；

（4）A 股非金融重点公司全动态 ERP 从上周的 3.89%升至本周的 4.03%。

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		-3.34%	A股总体剔除金融服务业		-5.04%					
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	19.51	68.8%	0.25	1.54	12.9%	-0.08	13.04	61.6%	-0.11		
	A股非金融	30.82	66.8%	-1.70	2.08	26.7%	-0.15	17.62	54.7%	-0.44		
	沪深300	13.49	71.8%	0.74	1.31	15.3%	-0.03	11.85	70.6%	0.18		
	创业板	46.15	23.8%	-5.46	3.19	15.8%	-0.44	20.61	2.4%	-1.61		
	科创板	91.31	67.1%	-23.21	4.31	42.7%	-0.66	54.24	45.6%	-1.49		
大类板块	周期类	26.00	67.8%	-0.44	1.66	30.2%	-0.07	14.12	50.7%	0.00		
	资源类	14.14	26.7%	-0.55	1.79	74.8%	-0.02	11.67	29.3%	0.37		
	中游材料	38.19	73.3%	2.46	1.51	20.3%	-0.09	13.42	37.8%	-0.61		
	中游制造	37.28	77.7%	-0.31	1.86	18.3%	-0.14	17.63	52.7%	-0.46		
	大消费	54.46	97.0%	0.68	2.15	2.0%	-0.07	20.25	59.7%	0.27		
	可选消费	106.72	98.0%	7.61	1.72	5.4%	-0.07	15.83	72.6%	0.07		
	必需消费	41.85	72.8%	0.09	2.54	1.0%	-0.07	23.94	43.2%	0.43		
	金融服务	8.48	67.8%	0.99	0.81	22.3%	0.01	7.78	70.6%	0.37		
	服务业	13.30	69.8%	1.10	1.05	11.9%	-0.01	9.93	60.6%	0.35		
	TMT	39.41	15.8%	-8.46	3.19	39.1%	-0.53	25.27	28.3%	-2.54		
本周涨幅靠前的一级行业	银行	7.76	89.6%	0.25	0.74	36.1%	0.02	7.85	93.0%	0.36		
	石油石化	13.83	48.0%	0.05	1.50	76.2%	0.07	12.16	48.2%	0.79		
	食品饮料	22.99	26.7%	1.33	3.52	5.9%	-0.02	19.92	33.3%	0.97		
	煤炭	18.93	81.7%	-0.28	1.78	78.2%	0.01	14.23	78.1%	0.51		
	交通运输	18.64	48.0%	0.54	1.28	7.4%	0.02	14.50	41.2%	0.70		
本周涨幅靠后的一级行业	机械设备	39.17	57.9%	-3.18	2.46	41.6%	-0.24	20.35	53.7%	-1.64		
	建筑材料	572.37	99.5%	418.09	1.26	11.9%	-0.12	17.37	80.5%	-1.91		
	计算机	100.86	78.7%	-8.00	3.25	9.9%	-0.40	26.60	12.4%	-2.48		
	电子	42.47	22.3%	-12.78	4.19	73.3%	-0.93	31.45	60.1%	-3.37		
	通信	24.79	16.3%	-3.80	2.25	41.6%	-0.25	19.23	25.8%	-1.36		
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	3.24%	33.7%	0.17%	ERP	1.59%	85.6%	0.16%				
	股息率	1.94%	87.1%	0.10%	股债收益差	0.29%	97.5%	0.09%				
1.64%	全动态PE倒数	5.68%	45.5%	0.14%	全动态ERP	4.03%	9.7%	0.13%				

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	**10 月国内 PMI 低预期：** 10 月中国制造业 PMI49.30%，低于 9 月的 50.10%； 9 月中国地方政府债券专项债券发行额 77.87 百亿元，同比增长 22.46%，低于 8 月的 32.25%； 9 月中国工业企业利润同比 15.50%，低于 8 月的 15.70%。
海外宏观	**美国三季度 GDP 超预期：** 9 月美国 PCE 同比 3.65%，高于 8 月的 3.44%； 9 月美国核心 PCE 同比 3.12%，高于 8 月的 3.03%； 9 月美国新建住房销售折年数(季调)67.60 万套，同比下降 5.32%，相比 8 月的-2.58%降幅扩大； 三季度美国 GDP 环比折年率 3.40%，高于二季度的 2.20%； 9 月美国个人消费支出折年数(季调)22.45 万亿美元，同比增长 6.28%，高于 8 月的 6.23%； 9 月美国人均可支配收入折年数(季调)7.08 万美元，同比增长 4.38%，低于 8 月的 4.57%； 9 月美国耐用品新增订单 36.86 百亿美元，同比增长 10.03%，高于 8 月的 8.32%； 上周美国初申请失业金人数 19.40 万人，低于前一周的 19.50 万人； 上周 EIA 商业原油库存环比增减-1.89 百万桶，高于前一周的-3.06 百万桶； 9 月德国失业率 4.10%，较 8 月维持不变； 9 月欧盟失业率(季调)6.20%，较 8 月维持不变； 10 月德国 IFO 商业景气指数(季调)90.20%，高于 9 月的 89.90%； 10 月德国 CPI 同比 2.80%，低于 9 月的 3.30%。
上游资源品	本周 COMEX 黄金期货收盘价(活跃合约)3876.60 美元/盎司，低于上周的 3990.00 美元/盎司； 本周阴极铜期货收盘价(活跃合约)108.05 元/千克，低于上周的 108.74 元/千克； 本周铝期货收盘价(活跃合约)23.39 元/千克，高于上周的 23.35 元/千克； 本周中国铜冶炼厂粗炼费(TC)-245.43 美元/千吨，低于上周的-241.17 美元/千吨； 本周中国铜冶炼厂精炼费(RC)-24.63 美分/磅，低于上周的-24.21 美分/磅； 本周 LME 铜库存 27.40 万吨，高于上周的 27.38 万吨； 本周 LME 铝库存 23.12 万吨，低于上周的 23.58 万吨； 本周英国布伦特原油(Dtd)现货价 119.06 美元/桶，低于上周的 126.93 美元/桶； 本周美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价 104.12 美元/桶，高于上周的 103.27 美元/桶。
中游材料	本周尿素(小颗粒)出厂价 1710.00 元/吨，低于上周的 1720.00 元/吨； 本周华东地区 PTA 市场均价 6986.00 元/吨，低于上周的 7156.00 元/吨； 本周高炉开工率 80.01%，低于上周的 80.40%； 本周主要钢厂开工率 35.73%，低于上周的 36.74%； 上周华东地区水泥平均价 440.00 元/吨，高于前一周的 420.00 元/吨； 本周南华玻璃指数 650.18 点，高于上周的 628.39 点。
必需消费	9 月生猪存栏:能繁母猪 36.02 百万头，同比下降 10.73%，相比 6 月的-6.51%降幅扩大； 9 月生猪定点屠宰企业屠宰量 39.86 百万头，同比增长 11.22%，低于 8 月的 12.09%； 9 月纺织服装、鞋、帽制造业出口价格指数 97.71%，低于 8 月的 98.09%。
可选消费	本周十大城市:商品房成交面积 78.33 万平方米，高于上周的 74.41 万平方米； 本周 30 大中城市:商品房成交面积 156.88 万平方米，高于上周的 141.97 万平方米； 本周 100 大中城市成交土地溢价率 0.68%，高于上周的 0.36%。

下载日志已记录，仅供内部参考

服务业	9 月铁路客运量当月同比 12.80%，高于 8 月的 3.10%； 9 月公路客运量当月同比 0.40%，高于 8 月的-0.10%； 9 月铁路货运量当月同比 0.80%，高于 8 月的-3.70%； 9 月公路货运量当月同比 1.10%，较 8 月维持不变。

资料来源：Wind，西部证券研发中心

6.3 经济要闻回顾

二十届五中全会公报发布，审议通过全面从严治党决定：据新华社消息，中国共产党第二十届中央委员会第五次全体会议于 10 月 26 日至 29 日在北京举行，审议通过《中共中央关于持之以恒推进全面从严治党若干重大问题的决定》。全会强调要做好岁末年初各项工作，用好用足宏观政策，深入挖掘内需潜力，进一步深化改革开放，推动经济持续向新向优向好发展，确保完成今年经济社会发展主要目标任务，实现“十五五”良好开局。全会同时决定，党的二十一大将于 2027 年下半年在北京召开。

（资料来源：新华社）

美联储 10 月维持利率不变，沃什拒绝提供前瞻指引：据新华财经消息，美联储 10 月议息会议以 10 比 2 的投票结果将联邦基金利率目标区间维持在 3.75%至 4%不变，两名投反对票的官员主张加息 25 个基点。政策声明将经济活动描述由“稳健扩张”上调为“强劲扩张”，并强调通胀仍处高位。美联储主席沃什在新闻发布会上未就 12 月政策走向给出指引，并宣布自 2027 年起调整 FOMC 会议安排，增设讨论货币政策战略的会议。市场仍预期美联储可能在 12 月再次加息。

（资料来源：新华财经）

6.4 未来重点关注

11 月 2 日美国公布 10 月 ISM 制造业 PMI；

11 月 3 日澳洲联储公布利率决议；

11 月 4 日美国公布 10 月 ADP 就业人数；

11 月 5 日英国央行公布利率决议；

11 月 6 日美国公布 10 月非农就业数据。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：市场复盘



资料来源：Choice，Wind，金十数据，西部证券研发中心

图 13：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。