下载日志已记录，仅供内部参考



# A 股策略周报

证券研究报告
2026 年 11 月 01 日

## 被动补库隐现

**国内：10 月制造业 PMI 回落，被动补库隐现**

1）9 月工业企业利润同比止跌回升，TTM 同比继续回落。整体上，库存同比回升，TTM 同比继续回升，被动补库隐现。结构方面，采矿业工业企业利润占比回升。分行业来看，9 月各行业利润、营收增速边际分化，收入利润同步回升的行业增多，但也有部分行业出现增收不增利情况。2）10 月生产活动整体回落，制造业 PMI 指数回落至收缩区间，非制造业、综合 PMI 回落。供给端边际回落，新订单、新出口订单、生产指数均边际下行，上游价格指数转向回落。3）交运高频指标方面，地铁客运量指数回落。4）工业生产腾落指数回升，甲醇、轮胎、纯碱回升，唐山高炉持平，山东地炼回落。5）国内政策跟踪：《中国共产党第二十届中央委员会第五次全体会议公报》发布，全会决定，中国共产党第二十一次全国代表大会于 2027 年下半年在北京召开；中国人民银行设立债市非银大额赎回互换便利；中国人民银行发布公开市场业务公告［2026］第 13 号，进一步优化短端利率调控机制。

**国际：三季度美国 GDP 超预期回暖**

1）俄乌冲突跟踪：美国批准对乌 500 枚“爱国者”导弹军售；俄罗斯总统助理：俄美已开始磋商三方会谈的具体日期。2）中东冲突跟踪：伊朗最高领袖：已下令对任何敌人的威胁进行迅速、有效且不受地理限制的回应；伊朗称 4 艘油轮在霍尔木兹海峡爆炸起火；美媒称美军已准备好再打击伊朗，特朗普或中期选举后下令。3）美国第三季度 GDP 增速回升，且高于预期，结构上看个人消费、私人投资为主要支撑分项，环比来看美国经济整体韧性凸显，消费维持韧性，私人投资回升至高位，扣除库存的投资的贡献回升。

**行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚不易，波折难免，防守反击**

根据经济复苏与市场流动性，可以把投资主线降维为三个方向：1）AI 产业革命带来的算力、存力、电力及应用的科技主线机会，2）内外共振，经济逐步修复，牛市主线风格“强者恒强”，但周期后半段易有所表现，3）赔率思维，即考虑风格轮动、底部反转的可能性。连续三年跑输但第四年跑赢概率较大的行业有食品饮料、农林牧渔、社会服务、医药生物。AI产业趋势的进展取决于 AI 应用端和消费端的突破，重视 AI 巨头的布局。牛市初期资金更偏好少数高景气赛道，后期资金抱团聚焦主线，新增资金获利难度提升，而周期股又具备低估值、高贝塔的属性，易随着基本面回暖的深化而发挥较好的业绩弹性，获得增量资金青睐。

**风险提示：**地缘冲突超预期，海外通胀持续性超预期，流动性收紧超预期。

**作者**

**吴开达** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524030001
wukaida@tfzq.com

**林晨** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524040002
linchen@tfzq.com

**汪书慧** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110526010002
wangshuhui@tfzq.com

**陈英奇** 联系人
chenyingqi@tfzq.com

**相关报告**

1 《投资策略：全力维护资本市场安全稳定-政策与大类资产配置周观察》2026-10-28

2 《投资策略：从集中到再平衡-主动偏股基金 26Q3 重仓股分析》2026-10-28

3 《投资策略：静待美国中期选举-港股策略周观察》2026-10-28

下载日志已记录，仅供内部参考



# 内容目录

1. 国内：10 月制造业 PMI 回落，被动补库隐现.....3
1.1. 9 月工业企业利润 TTM 同比继续回落，库存同比回升.....3
1.2. 10 月制造业 PMI 边际回落至收缩区间，供需、价格端回落.....4
1.3. 交运高频指标跟踪.....5
1.4. 普林格同步高频指标跟踪.....6
1.4.1. 工业生产腾落指数.....6
1.5. 国内政策跟踪.....6
2. 国际：三季度美国 GDP 超预期回暖.....8
2.1. 国际大事跟踪.....8
2.1.1. 俄乌冲突跟踪.....8
2.1.2. 中东冲突跟踪.....8
2.2. 美国 Q3GDP 增速超预期.....8
3. 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚不易，波折难免，防守反击.....11
4. 重点大事前瞻.....11
5. 风险提示.....11

# 图表目录

图 1：利润 TTM 同比继续回落，被动补库隐现.....3
图 2：工业企业利润总额累计同比回落.....3
图 3：三大分项利润率分化.....3
图 4：采矿业利润占比回升.....3
图 5：分行业营收情况.....4
图 6：分行业利润情况.....4
图 7：10 月制造业 PMI 边际回落.....5
图 8：10 月 PMI 分项多数回落（单位%）.....5
图 9：10 月制造业 PMI 分项（单位%）.....5
图 10：10 月非制造业 PMI：建筑业、服务业景气度回落（单位%）.....5
图 11：一线城市地铁客运量.....6
图 12：工业生产腾落指数.....6
图 13：工业生产腾落指数（分年度）.....6
图 14：国内政策跟踪.....7
图 15：美国 GDP 增速回升（%）.....9
图 16：美国 GDP 分项数据情况.....9
图 17：美国 GDP 分项季调后环比折年率情况（单位%）.....10
图 18：CME 加息概率情况.....10
图 19：重点大事前瞻.....11

下载日志已记录，仅供内部参考



# 1. 国内：10 月制造业 PMI 回落，被动补库隐现

## 1.1. 9 月工业企业利润 TTM 同比继续回落，库存同比回升

**工业企业利润同比止跌回升，TTM 同比继续回落。**9 月工业企业利润当月同比为 14.4%，前值 4.2%，1-9 月工业企业利润同比报 15.5%，前值为 15.7%。进行 12 个月的平滑处理以后，9 月工业企业利润同比 6.37%，前值 6.77%，TTM 同比继续回落。

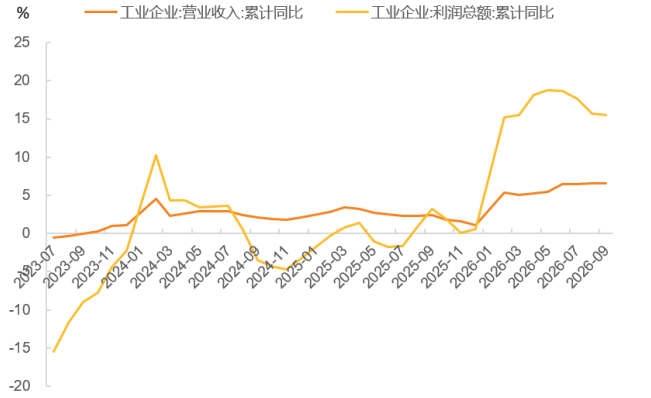
整体上，库存同比回升，TTM 同比继续回升，被动补库隐现。9 月末，规模以上工业企业产成品存货 7.37 万亿元，1-9 月产成品存货累计同比报 11.6%，前值 11%。进行 12 个月的平滑处理以后，产成品库存同比增长 6.51%，8 月报 5.95%。

**图 1：利润 TTM 同比继续回落，被动补库隐现**




资料来源：Wind，天风证券研究所

**图 2：工业企业利润总额累计同比回落**

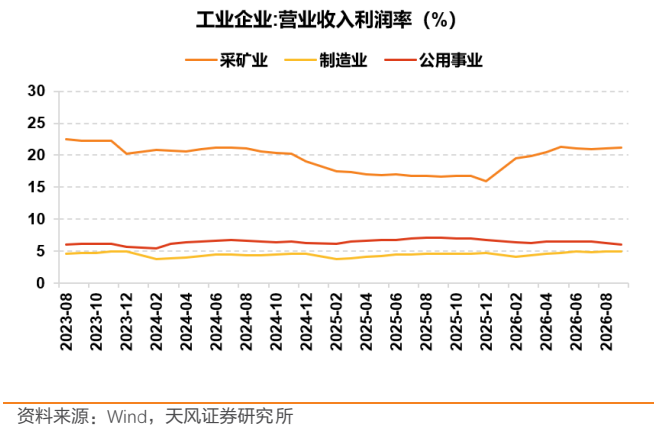



资料来源：Wind，天风证券研究所

**结构方面，采矿业工业企业利润占比回升。**9 月采矿业利润(TTM)在全产业链中的占比为 13.4%，8 月为 13%，占比继续回升，制造业利润(TTM)占比为 76.9%，前值持平，公用事业利润(TTM)占比为 9.7%，前值为 10.1%。

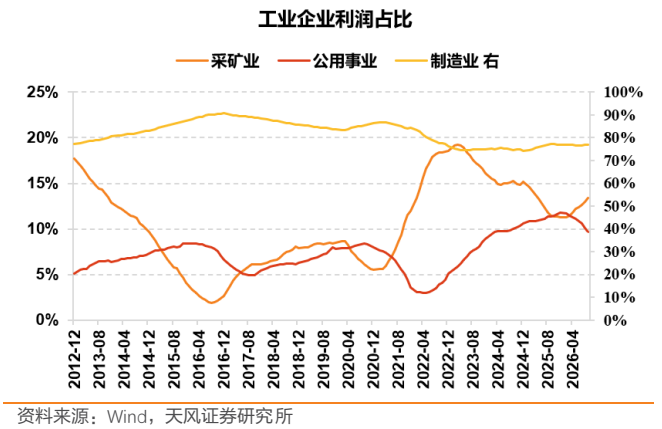
**边际上，三大分项利润率表现分化。**按照公布的利润累计值计算 9 月同比数据，采矿业、制造业、电热燃分别为 62.7%、11.1%、-35.6%。利润率方面，采矿业的利润率达到 21.19%，较前值回升 0.13pct；制造业为 4.95%，回升 0.04pct；公用事业利润率为 6.03%，较前值回落 0.26pct。

**图 3：三大分项利润率分化**




资料来源：Wind，天风证券研究所

**图 4：采矿业利润占比回升**




资料来源：Wind，天风证券研究所

分行业来看，9 月各行业利润、营收增速边际分化，其中采掘、化工、医药、建材、机械

下载日志已记录，仅供内部参考



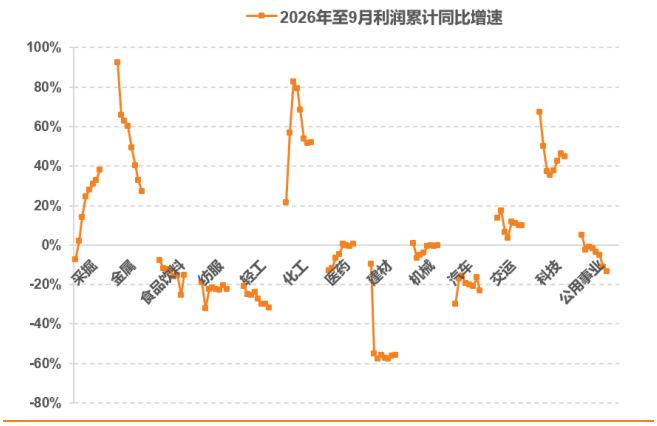
营收增速和利润增速均回升，食品饮料利润增速回升、营收增速回落，交运、科技、公用事业利润增速回落、营收增速回升，出现增收不增利情况，金属、纺织服装、轻工、汽车营收增速和利润增速均下行。

**图 5：分行业营收情况**




资料来源：Wind，天风证券研究所

**图 6：分行业利润情况**




资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 10 月制造业 PMI 边际回落至收缩区间，供需、价格端回落

**10 月份制造业 PMI 边际回落。**10 月制造业采购经理指数（PMI）为 49.3%，上月为 50.1%，跌至收缩区间。非制造业商务活动指数为 49.7%，上月为 50.2%。综合 PMI 产出指数为 49.7%，上月为 50.7%。按照规模划分，大型企业、中型企业、小型企业 PMI 指数分别为 50.2%、48.4%、47.5%，各型企业景气度均回落。

**供需边际回落。**从各分项情况来看，生产指数、新订单指数、新出口订单指数分别为 49.8%、49.4%、48.7%，分别比上月回落 1.9pct、1.1pct、1.3pct。供货商配送时间指数为 50.2%，比上月回升 0.1 个百分点。

**上游价格指数回落。**价格类指标方面，主要原材料购进价格指数为 56.8%，低于上月 4 个百分点，出厂价格指数为 51.7%，低于上月 2.3 个百分点，上游价格指数转向回落。

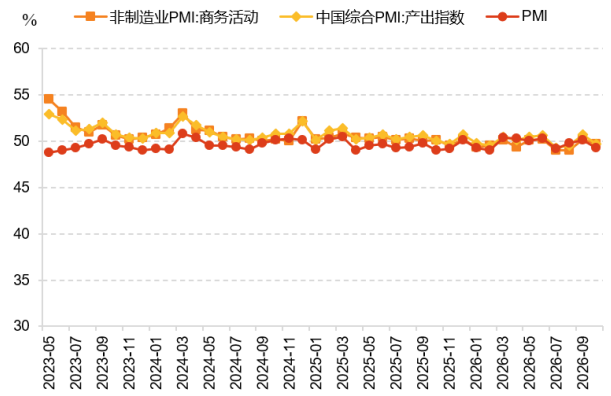
**非制造业方面**，非制造业商务活动指数为 49.7%，比上月回落 0.5 个百分点。分行业看，建筑业指数为 48%，回落 2.3 个百分点；服务业指数为 50%，较上月回落 0.2 个百分点，景气度均回落。

10 月生产活动整体回落，制造业 PMI 指数回落至收缩区间，非制造业、综合 PMI 回落。供需边际回落，新订单、新出口订单、生产指数均边际下行，上游价格指数转向回落。

下载日志已记录，仅供内部参考

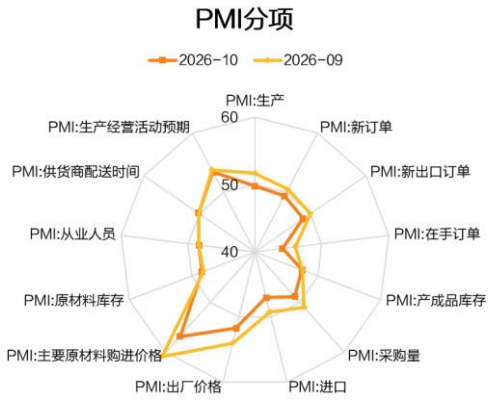


图 7：10 月制造业 PMI 边际回落




资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：10 月 PMI 分项多数回落（单位%）




资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：10 月制造业 PMI 分项（单位%）

| 日期 | | 制造业 2026-10 | 2026-09 | 涨（跌）幅 | 10月历史同期 | 9月历史同期 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| PMI | | 49.3 | 50.1 | -0.8 | 49.4 | 50.0 |
| 需求 | 新订单 | 49.4 | 50.5 | -1.1 | 49.2 | 50.1 |
| | 新出口订单 | 48.7 | 50.0 | -1.3 | 47.3 | 48.0 |
| | 在手订单 | 44.1 | 46.0 | -1.9 | 44.4 | 44.9 |
| | 采购量 | 48.9 | 51.0 | -2.1 | 49.3 | 50.2 |
| | 进口 | 47.0 | 49.2 | -2.2 | 47.2 | 47.8 |
| 供给 | 生产 | 49.8 | 51.7 | -1.9 | 50.4 | 51.8 |
| | 从业人员 | 48.4 | 48.4 | - | 48.3 | 48.4 |
| | 原材料库存 | 48.4 | 48.2 | 0.2 | 48.0 | 48.1 |
| | 产成品库存 | 47.5 | 47.6 | -0.1 | 47.8 | 47.6 |
| 供需关系 | 主要原材料购进价格 | 56.8 | 60.8 | -4.0 | 53.7 | 54.0 |
| | 出厂价格 | 51.7 | 54.0 | -2.3 | 49.1 | 49.4 |
| | 供货商配送时间 | 50.2 | 50.1 | 0.1 | 49.4 | 50.0 |
| 预期 | 生产经营活动预期 | 53.4 | 53.8 | -0.4 | 53.7 | 53.8 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：10 月非制造业 PMI：建筑业、服务业景气度回落（单位%）

| 日期 | | 非制造业 2026-10 | 2026-09 | 涨（跌）幅 | 一建筑业 2026-10 | 2026-09 | 涨（跌）幅 | 一服务业 2026-10 | 2026-09 | 涨（跌）幅 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 非制造业PMI:商务活动 | | 49.7 | 50.2 | -0.5 | 48.0 | 50.3 | -2.3 | 50.0 | 50.2 | -0.2 |
| 需求 | 新订单 | 44.4 | 46.5 | -2.1 | 40.0 | 45.7 | -5.7 | 45.2 | 46.7 | -1.5 |
| | 新出口订单 | 46.5 | 48.5 | -2.0 | | | | | | |
| | 在手订单 | 43.0 | 43.8 | -0.8 | | | | | | |
| 供给 | 从业人员 | 46.0 | 45.9 | 0.1 | 42.0 | 44.3 | -2.3 | 46.7 | 46.2 | 0.5 |
| | 存货 | 44.7 | 46.3 | -1.6 | | | | | | |
| 供需关系 | 投入品价格 | 51.5 | 52.5 | -1.0 | 52.4 | 54.0 | -1.6 | 51.4 | 52.2 | -0.8 |
| | 销售价格 | 49.5 | 50.3 | -0.8 | 48.9 | 48.5 | 0.4 | 49.6 | 50.6 | -1.0 |
| | 供应商配送时间 | 50.7 | 51.3 | -0.6 | | | | | | |
| 预期 | 业务活动预期 | 54.7 | 55.5 | -0.8 | 52.3 | 55.4 | -3.1 | 55.2 | 55.5 | -0.3 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

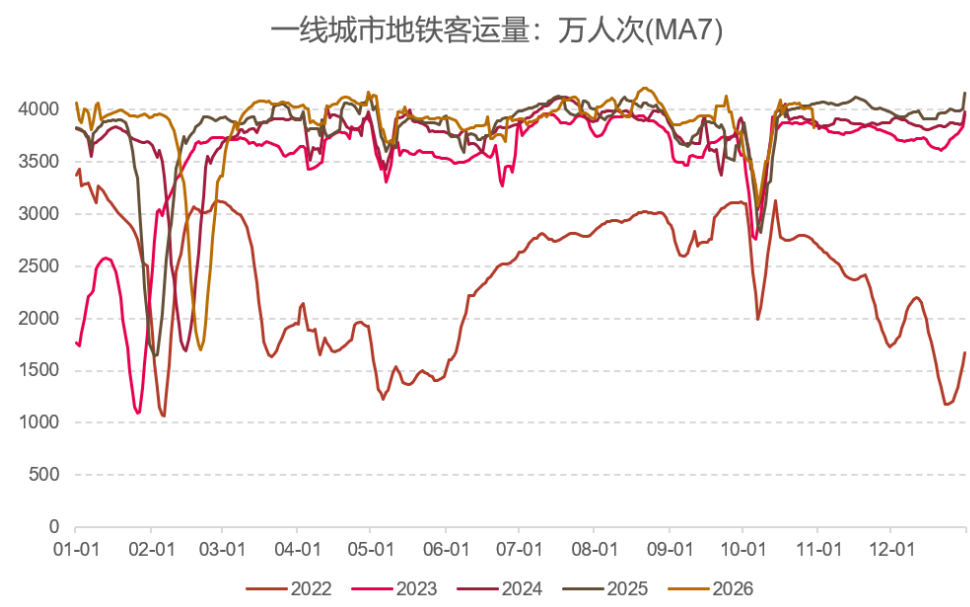
## 1.3. 交运高频指标跟踪

截至 2026/10/30，一线城市地铁客运量（MA7）报 3826 万人次，较上周五的 4049 万人次回落。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 11：一线城市地铁客运量




资料来源：Wind，天风证券研究所

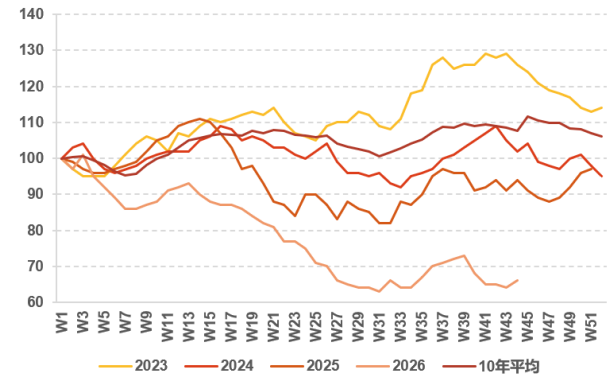
## 1.4. 普林格同步高频指标跟踪

### 1.4.1. 工业生产腾落指数

截至 2026/11/1，**工业生产腾落指数为 77，上一期为 75。**从分项上看，甲醇、轮胎、纯碱回升，唐山高炉持平，山东地炼回落。（涤纶长丝、水泥当期未更新，记为 0）

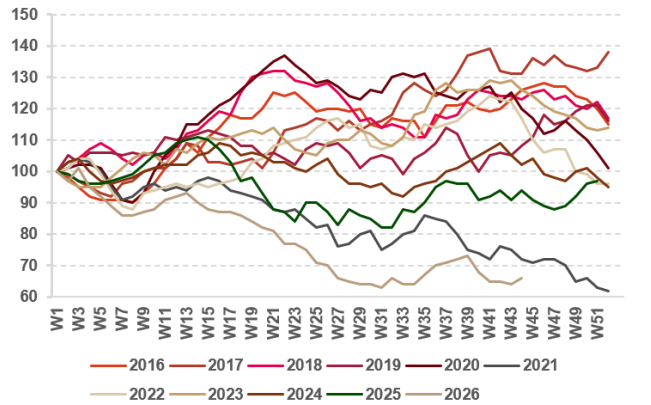
*（我们编制了两类高频指标来监测经济活力，跟踪复工复产的情况，加强对普林格周期同步指标走势的把握：一是工业生产腾落指数，二是以高德拥堵延时指数为基础加工处理得到的主要工业城市加权拥堵延时指数与同比扩散指数。）*

图 12：工业生产腾落指数




资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：工业生产腾落指数（分年度）




资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.5. 国内政策跟踪

本期关注重点：《中国共产党第二十届中央委员会第五次全体会议公报》发布，全会决定，中国共产党第二十一次全国代表大会于 2027 年下半年在北京召开；中国人民银行设立债市非银大额赎回互换便利；中国人民银行发布公开市场业务公告［2026］第 13 号，进一步优化短端利率调控机制。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图 14：国内政策跟踪**

| 发布日期 | 文件/会议 | 主要内容 |
|---|---|---|
| 2026年10月26日 | 中国人民银行设立债市非银大额赎回互换便利 | 为进一步落实好“构建科学稳健的货币政策体系和覆盖全面的宏观审慎管理体系”的要求，维护债券市场稳定，中国人民银行决定设立债市非银大额赎回互换便利（Bond Market NBFI Swap Facility，简称BNSF）。在资管机构面临群体性流动性风险、债券市场出现系统性压力的特定情景下，支持具有系统性影响的银行理财子公司、公募基金管理人（或对应母行、证券母公司等），从中国人民银行借入央行票据用于市场回购融资，以购买本公司（或资管子公司）遭赎回公募产品的符合条件的债券或产品份额，并向中国人民银行抵押。参与机构应持续满足金融市场审慎管理要求，维护市场纪律。 |
| 2026年10月26日 | 李强签署国务院令 公布《事业单位登记管理条例》 | 《条例》旨在全面加强事业单位党的领导，强化事业单位公益性职责，规范事业单位登记管理，保障事业单位合法权益，发挥事业单位在经济社会高质量发展中的作用。明确事业单位登记管理的总体原则。规定事业单位登记管理工作应当坚持中国共产党的领导，坚持深化事业单位改革方向，坚持公益为民、严格管理、强化监督、协同高效、权责一致。加强事业单位党的领导。规定事业单位应当坚持中国共产党的领导，坚决贯彻执行党的路线方针政策，自觉用习近平新时代中国特色社会主义思想武装头脑、指导实践、推动工作。 |
| 2026年10月28日 | 2026年8000亿元新型政策性金融工具完成投放 | 截至10月28日，2026年8000亿元新型政策性金融工具全部完成投放，支持了一批重点领域项目建设，服务扩大有效投资。国开新型政策性金融工具投放3650亿元，涉及项目总投资5.5万亿元；进银新型政策性金融工具投放1200亿元，拉动总投资逾1.7万亿元；农发新型政策性金融工具投放3150亿元，涉及项目总投资约4.39万亿元。新型政策性金融工具于2025年设立，当年完成5000亿元投放，重点投向数字经济、人工智能、消费基础设施，以及交通、能源、地下管网建设改造等城市更新领域。 |
| 2026年10月29日 | 《中国共产党第二十届中央委员会第五次全体会议公报》发布 | 全会强调，持之以恒推进全面从严治党遵循的原则是：坚持服务使命任务，坚持以党的政治建设为统领，坚持全面从严，坚持问题导向，坚持守正创新，坚持以上率下，坚持依规治党。全会决定，中国共产党第二十一次全国代表大会于2027年下半年在北京召开。全会认为，党的二十一大是我们党在基本实现社会主义现代化的关键时期、向第二个百年奋斗目标进军新征程上召开的一次十分重要的代表大会，是党和国家政治生活中的一件大事。 |
| 2026年10月29日 | 中国人民银行公开市场业务公告［2026］第13号 | 为进一步优化短端利率调控机制，从2026年11月2日起，公开市场操作进行如下调整：一、每个工作日开展隔夜逆回购操作招标，采用固定利率、数量招标。目前操作利率为1.25%。二、7天期逆回购操作调整为固定数量、利率招标、多重价位中标，主要在税期、月末等时点开展。三、原在7天期逆回购操作利率基础上加减点的其他工具，包括临时正/逆回购、境外央行类机构回购工具等，均调整为在隔夜逆回购操作利率基础上加减点，加减点幅度不变。 |
| 2026年10月30日 | 李强主持召开国务院党组会议 学习贯彻习近平总书记在党的二十届五中全会上的重要讲话和全会精神 | 会议指出，党的二十届五中全会是在我国发展关键节点召开的一次历史性会议，充分体现了以习近平同志为核心的党中央强党强国的历史主动，彰显了把党的伟大自我革命进行到底的坚定决心和鲜明态度。习近平总书记在全会上所作的工作报告和重要讲话，总结了党的二十届四中全会以来党和国家各项事业取得的新成就，对贯彻落实全会精神、做好各方面工作提出了明确要求。 |

资料来源：中国政府网，央行官网，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



# 2. 国际：三季度美国 GDP 超预期回暖

## 2.1. 国际大事跟踪

### 2.1.1. 俄乌冲突跟踪

**美国批准对乌 500 枚“爱国者”导弹军售。**据英国广播公司(BBC)报道，美国国务院当地时间 10 月 30 日发表声明称，已决定批准向乌克兰出售 500 枚“爱国者”导弹及相关设备，价值总额达 21 亿美元，费用“完全由合作伙伴和盟友承担”。根据声明，乌克兰已提出采购 500 枚“爱国者先进能力-3”分段增强型导弹(PAC-3 MSE)及其各类备件和相关后勤支持服务。声明还称，乌克兰将利用加拿大、德国和挪威提供的捐款以及欧盟相关贷款来支付此次费用，不涉及任何美国政府资金。

**俄罗斯总统助理：俄美已开始磋商三方会谈的具体日期。**当地时间 10 月 30 日，俄罗斯总统助理乌沙科夫表示，俄美已开始磋商预计在阿联酋阿布扎比举行的俄美乌三方会谈的具体日期。乌沙科夫当天在接受媒体采访时称，此前曾谈及谈判将在 11 月中旬举行，但俄美双方并没有讨论具体时间。俄罗斯总统助理乌沙科夫此前曾于 10 月 28 日表示，俄方不打算邀请欧洲方面参加乌克兰问题谈判。乌沙科夫说，俄美乌三方谈判的日期将很快公布，但他未确认谈判定于 11 月 10 日举行。同日，俄罗斯总统新闻秘书佩斯科夫表示，一旦莫斯科、华盛顿和基辅代表在阿布扎比举行的乌克兰问题三方谈判日期确定，克里姆林宫将予以公布。

*以上消息来源于中新网。*

### 2.1.2. 中东冲突跟踪

**伊朗最高领袖：已下令对任何敌人的威胁进行迅速、有效且不受地理限制的回应。**据伊朗媒体报道，伊朗最高领袖穆杰塔巴·哈梅内伊 10 月 31 日在声明中表示，他已下令对任何敌人的威胁进行迅速、有效且不受地理限制的回应。穆杰塔巴·哈梅内伊强调，如果敌人再次发动军事袭击或恐怖袭击，那么能决定新一轮冲突的结束时间和结束条件的，将是伊朗。

**伊朗称 4 艘油轮在霍尔木兹海峡爆炸起火。**据伊朗媒体报道，当地时间 10 月 30 日，伊朗伊斯兰革命卫队表示，在霍尔木兹海峡，当天有四艘“违规”油轮爆炸起火。声明称，两艘“违规”油轮在试图经由霍尔木兹海峡未经授权的航道通行时发生意外，后在海峡以南海域被拦停。声明补充道，这两艘油轮关闭了导航和定位系统，在美军支持下，试图通过未经授权的航道驶离霍尔木兹海峡；这两艘油轮多次无视伊朗的无线电警告后，进入了不安全区域，随后发生意外。

**美媒称美军已准备好再打击伊朗，特朗普或中期选举后下令。**据美国有线电视新闻网(CNN)报道，当前部署在中东地区的美军已做好准备，一旦美国总统特朗普下令，美军可在“96 小时内”对伊朗进行新一轮大规模打击。美官员指出，特朗普可能在 11 月美国中期选举后下达行动指令。

*以上消息来源于中新网。*

## 2.2. 美国 Q3GDP 增速超预期

美国第三季度实际 GDP 年化环比初值为 3.4%，预期 3.2%，二季度终值为 2.2%。

**个人消费支出、私人投资是 Q3 经济的主要支撑分项（环比折年率）。**分项来看，个人消费支出、国内私人投资总额、政府消费支出和投资总额、商品和服务出口、商品和服务进口的环比折年率季调分别为 3.8、19.4、5.3、-5.7、19.7（%），较 Q2 变化 0、14.8、5.4、-10.7、7.1pct。消费、投资、净出口、政府开支对 GDP 的拉动分别为 2.52、3.27、-3.32、0.9 个百分点，私人投资贡献最高。

下载日志已记录，仅供内部参考



**消费对 GDP 的拉动微升。**消费对于 GDP 环比增长率的贡献为 2.52%，较前值回升 0.01pct。其中商品项环比 3%，前值 4.5%。耐用品回落，环比报 2.3%，较前值回落 5.1 个百分点。

**投资对 GDP 环比折年率的贡献回升。**投资方面，固定投资环比 9.4%，住宅为-3.3%，设备投资环比为 20.9%，投资对 GDP 的环比拉动为 3.27%。库存对 GDP 环比拉动率的贡献为 1.61%，即扣除库存的投资的贡献为 1.66%，前值 1.35%，反映真实投资情况边际小幅回升。

**进口回升，出口回落，商品强于服务。**进出口方面，进口环比为 19.7%，回升 7.1pct，出口环比为-5.7%，较前值回落 10.7pct。出口中，商品、服务环比分别为-7.4%、-2.6%，进口中，商品、服务环比分别为 26.4%、-4.2%。

**政府支出转正。**政府消费支出和投资总额环比为 5.3%，回升 5.4pct。非国防支出、国防支出环比分别录得 22.2%、11.7%。

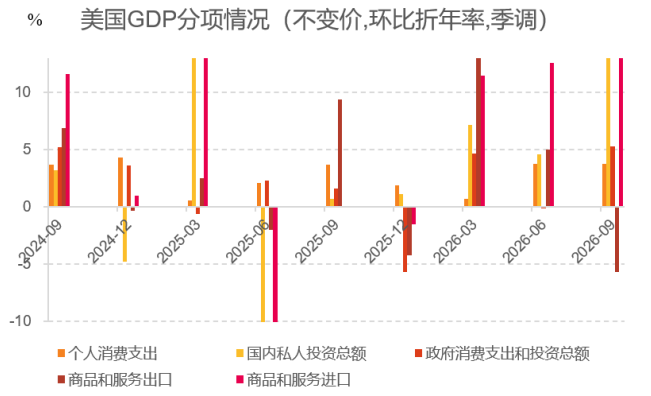
**美国第三季度 GDP 增速回升，且高于预期，结构上看个人消费、私人投资为主要支撑分项，**环比来看美国经济整体韧性凸显，消费维持韧性，私人投资回升至高位，扣除库存的投资的贡献回升。

**图 15：美国 GDP 增速回升（%）**




资料来源：Wind，天风证券研究所

**图 16：美国 GDP 分项数据情况**




资料来源：Wind，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



图 17：美国 GDP 分项季调后环比折年率情况（单位%）

| 一级分项 | 二级分项 | 2026-09 | 环比变化 |
|---|---|---|---|
| 个人消费支出 | | 3.80 | 0.00 |
| | 商品 | 3.00 | -1.50 |
| | 耐用品 | 2.30 | -5.10 |
| | 非耐用品 | 3.40 | 0.30 |
| | 服务 | 4.10 | 0.70 |
| 国内私人投资总额 | | 19.40 | 14.80 |
| | 固定投资 | 9.40 | 1.70 |
| | 非住宅 | 12.70 | 3.70 |
| | 建筑 | 5.40 | 5.30 |
| | 设备 | 20.90 | 7.50 |
| | 知识产权产品 | 8.40 | -0.80 |
| | 住宅 | -3.30 | -6.10 |
| 商品和服务出口 | | -5.70 | -10.70 |
| | 商品 | -7.40 | -17.30 |
| | 服务 | -2.60 | 0.60 |
| 商品和服务进口 | | 19.70 | 7.10 |
| | 商品 | 26.40 | 11.10 |
| | 服务 | -4.20 | -6.80 |
| 政府消费支出和投资总额 | | 5.30 | 5.40 |
| | 联邦政府 | 15.80 | 18.20 |
| | 州和地方政府 | -0.10 | -1.30 |
| | 国防 | 11.70 | 6.40 |
| | 非国防 | 22.20 | 34.90 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

据 CME“美联储观察”，截至 2026/10/31，美联储 **2026 年 12 月加息 25 基点的概率为 70.7%，维持现有利率的概率为 29.3%。**

图 18：CME 加息概率情况

| | CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| MEETING DATE | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 |
| 2026/12/9 | 0.0% | 29.3% | 70.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| 2027/1/27 | 0.0% | 21.9% | 60.3% | 17.9% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2027/3/17 | 0.0% | 10.4% | 40.2% | 40.0% | 9.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2027/4/28 | 0.0% | 7.8% | 32.5% | 40.1% | 17.2% | 2.4% | 0.0% | 0.0% |
| 2027/6/9 | 0.0% | 5.2% | 24.3% | 37.6% | 24.8% | 7.3% | 0.8% | 0.0% |
| 2027/7/28 | 0.0% | 4.7% | 22.6% | 36.4% | 25.9% | 8.9% | 1.4% | 0.1% |
| 2027/9/15 | 0.0% | 4.2% | 20.8% | 35.0% | 27.0% | 10.6% | 2.1% | 0.2% |
| 2027/10/27 | 0.1% | 4.6% | 21.1% | 34.8% | 26.6% | 10.4% | 2.1% | 0.2% |
| 2027/12/8 | 0.5% | 6.0% | 22.2% | 34.1% | 25.3% | 9.8% | 1.9% | 0.2% |

资料来源：CME Group，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

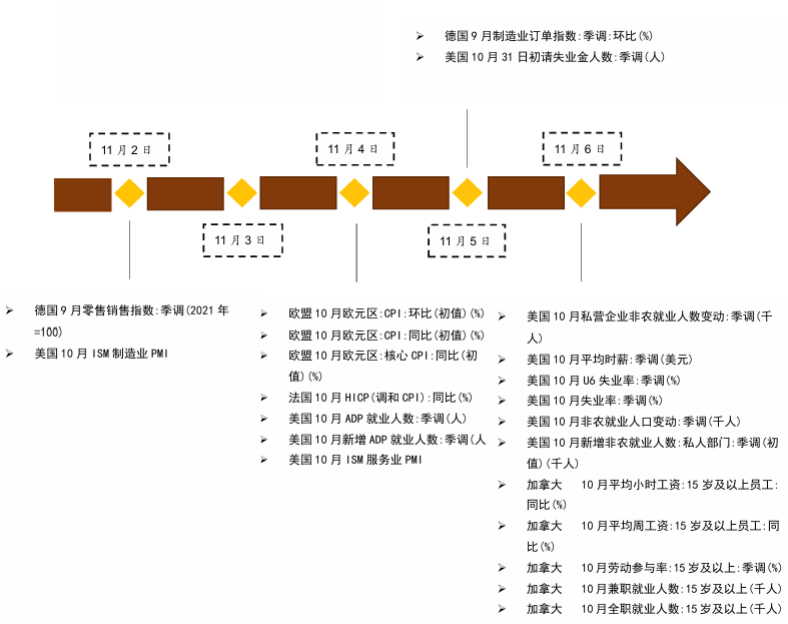


## 3. 行业配置建议：赛点 2.0 第三阶段攻坚不易，波折难免，防守反击

根据经济复苏与市场流动性，可以把投资主线降维为三个方向：1）AI 产业革命带来的算力、存力、电力及应用的科技主线机会，2）内外共振，经济逐步修复，牛市主线风格“强者恒强”，但周期后半段易有所表现，3）赔率思维，即考虑风格轮动、底部反转的可能性。连续三年跑输但第四年跑赢概率较大的行业有食品饮料、农林牧渔、社会服务、医药生物。AI 产业趋势的进展取决于 AI 应用端和消费端的突破，重视 AI 巨头的布局。牛市初期资金更偏好少数高景气赛道，后期资金抱团聚焦主线，新增资金获利难度提升，而周期股又具备低估值、高贝塔的属性，易随着基本面回暖的深化而发挥较好的业绩弹性，获得增量资金青睐。

## 4. 重点大事前瞻

**图 19：重点大事前瞻**




资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

地缘冲突超预期，海外通胀持续性超预期，流动性收紧超预期。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。
本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。
天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|---|---|---|---|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益-10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益-10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅-5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下 |

## 天风证券研究


| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|---|---|---|---|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼 | 深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 22 层 |
| 邮编：100088 | A 栋 23 层 2301 房 | 邮编：200082 | 邮编：518028 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：570102 | 电话：(8621)-60256006 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 电话：(0898)-65365390 | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |
| | 邮箱：research@tfzq.com | | |