西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

# 风急潮不改
## ——2026年四季度A股策略

西南证券研究院
策略团队（程睿智、刘彦宏）
2026年11月

# 目录

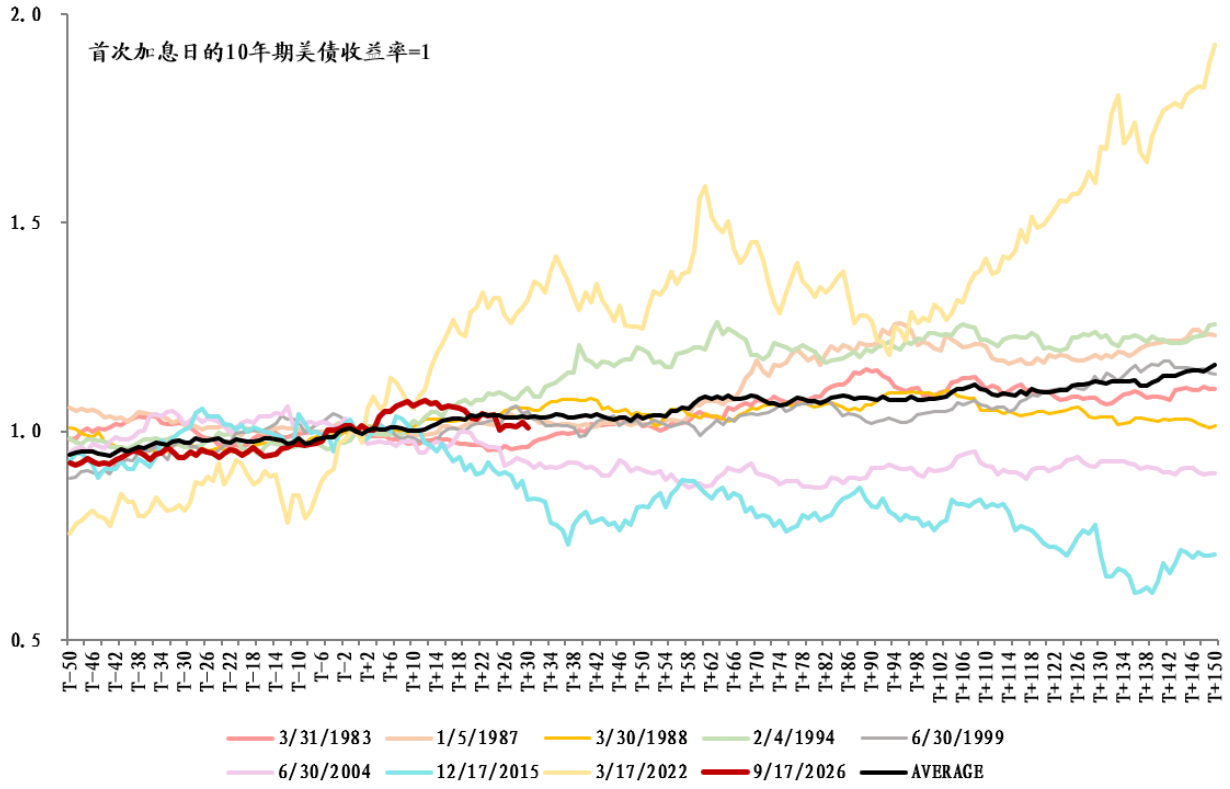
外部环境：加息周期与利率波动

估值面：A股估值&情绪下修接近尾声

资金面：A股牛市基础并未动摇

# 外部环境：加息周期与利率波动

- 与历史加息周期相比，此次9月美联储首次加息之后，长债利率一开始仍高于1980年以来历史平均水平，但随后降至历史平均水平之下。
- 目前加息预期已经较9月下旬的峰值回落，在Coreweave信贷危机爆发之后，10年期美债收益率开始定价经济走弱的风险。







*数据来源：wind、streetstats，西南证券整理*

# 外部环境：加息周期与利率波动

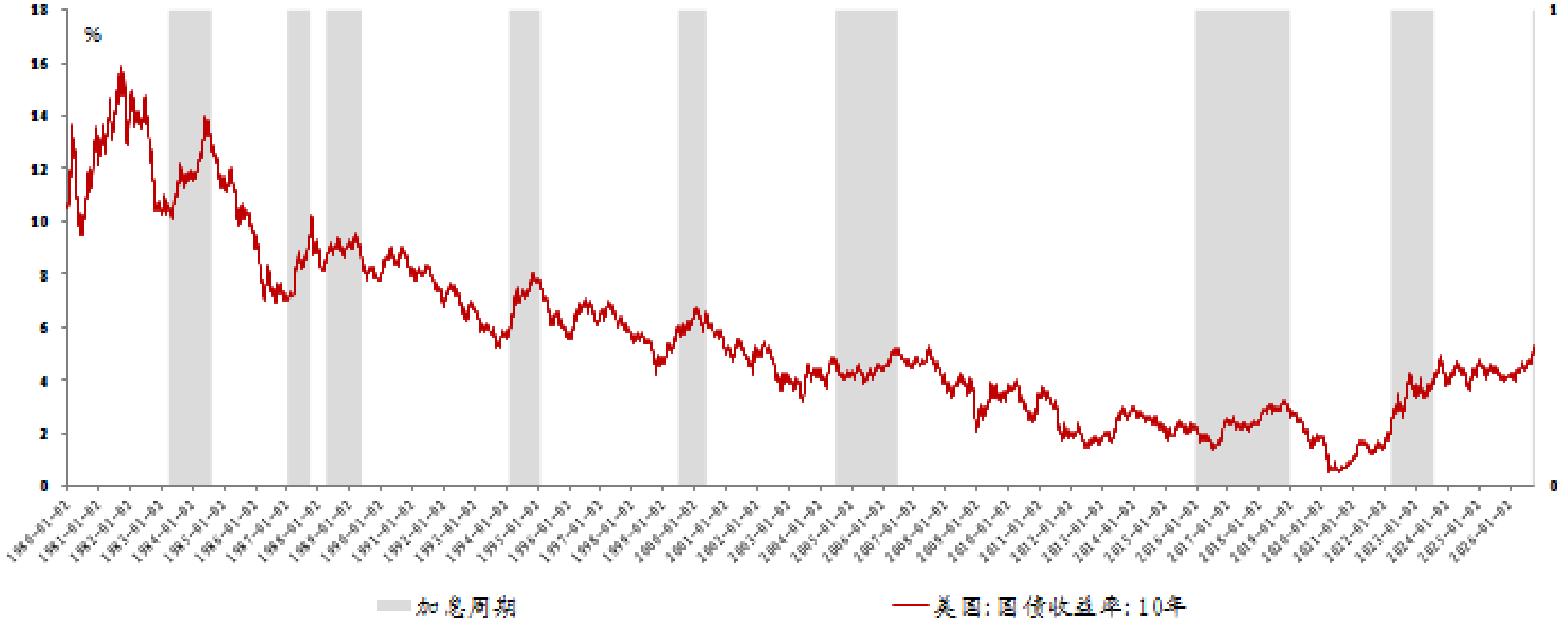
- **整体来看，10年期美债利率在加息周期中通常趋于上行。**回顾1980年以来的历次加息周期，政策利率平均上调约303bp，同期10年期美债利率平均上行约124bp。若以各加息周期内10年期美债利率的最高点相对首次加息时的水平计算，平均最高上行169bp。

| 周期 | 首次加息 | 末次加息 | 净上调(bp) | 区间10年期美债利率总变化(bp) | 10年期美债利率最高值日期 | 10年期美债利率的最高点相对首次加息变化(bp) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1983—1984 | 1983/03/31 | 1984/08/09 | 300 | 199 | 1984/05/30 | 337 |
| 1987 | 1987/01/05 | 1987/09/24 | 143.75 | 243 | 1987/09/16 | 244 |
| 1988—1989 | 1988/03/30 | 1989/05/17 | 331.25 | 23 | 1989/03/20 | 96 |
| 1994—1995 | 1994/02/04 | 1995/02/01 | 300 | 172 | 1994/11/07 | 211 |
| 1999—2000 | 1999/06/30 | 2000/05/16 | 175 | 62 | 2000/01/20 | 98 |
| 2004—2006 | 2004/06/30 | 2006/06/29 | 425 | 60 | 2006/06/26 | 63 |
| 2015—2018 | 2015/12/17 | 2018/12/20 | 225 | 55 | 2018/11/08 | 100 |
| 2022—2023 | 2022/03/17 | 2023/07/27 | 525 | 181 | 2022/10/24 | 205 |
| 2026（进行中） | 2026/09/17 | - | 25 | 19 | 2026/10/05 | 37 |
| **平均值** | | | **303.125** | **124.375** | - | **169.25** |
| **最大值** | | | **525** | **243** | - | **337** |
| **最小值** | | | **143.75** | **23** | - | **63** |

*数据来源：wind，西南证券整理*

# 外部环境：加息周期与利率波动

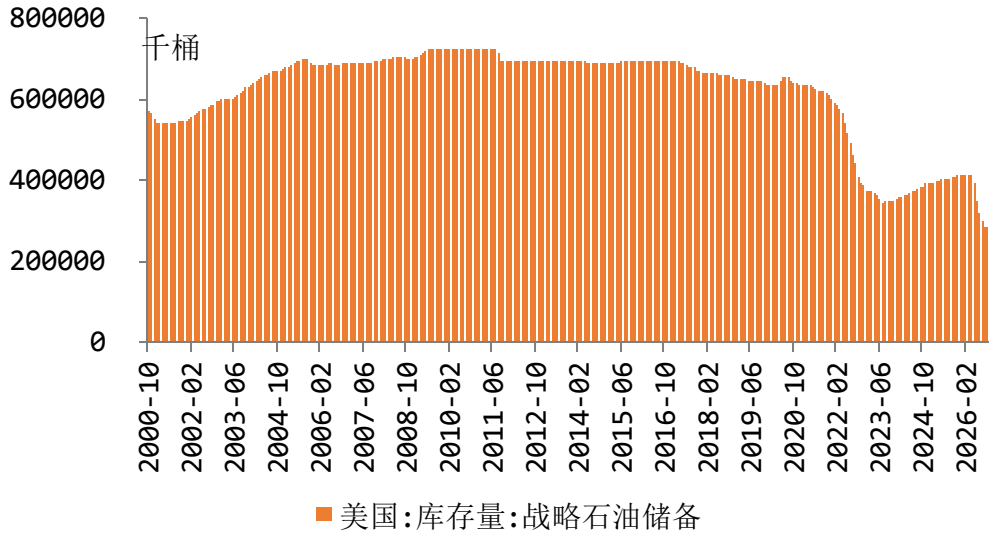
- 首次加息之后，10年期美债利率通常会阶段性回落，主要因为市场在加息之前便已经计价了本次加息的路径，但是随着经济基本面保持韧性，比如出现强就业数据或者通胀来源并未得以消除，美债利率往往在阶段性回落之后，又继续冲高。美债利率最终的拐点通常出现在最后一次加息前后。



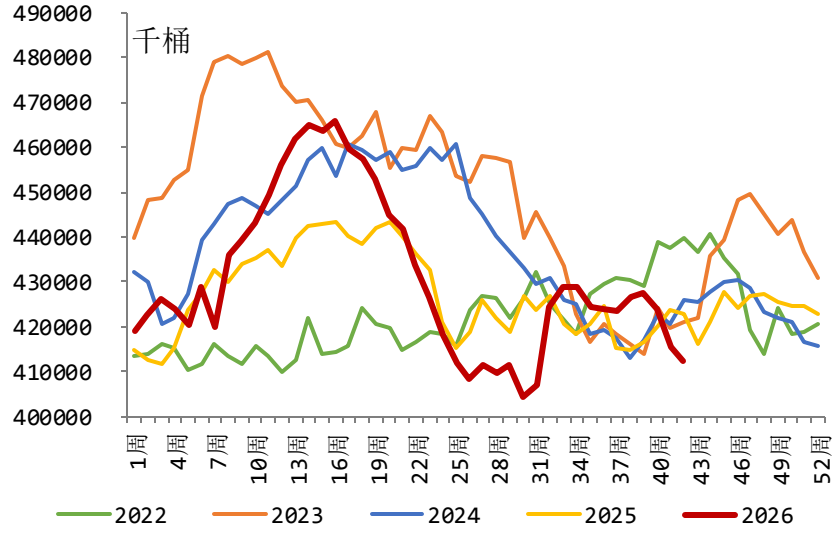

*数据来源：wind，西南证券整理*

# 外部环境：加息周期与利率波动

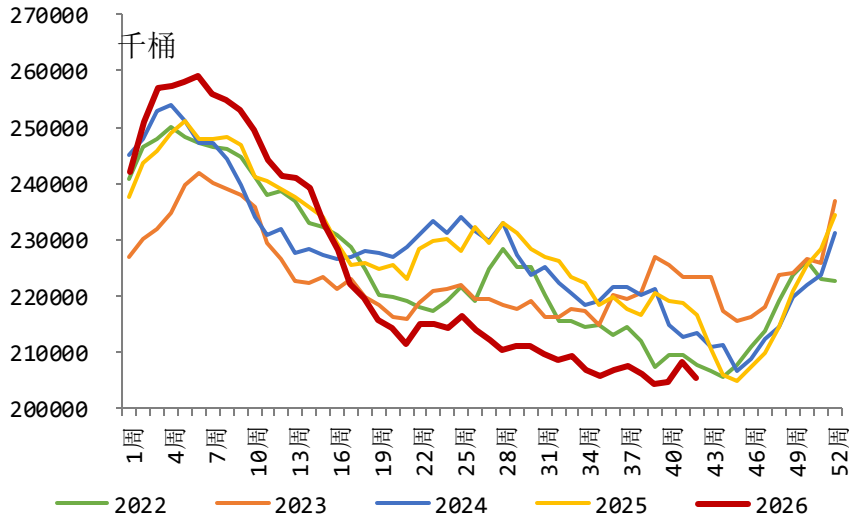
- 与3月份中东冲突刚爆发之际不同的是，此时由于俄罗斯柴油出口中断、中东航运受限以及运费不断上升，再加上美国炼油厂扩产动力不足，美国原油和成品油库存均进入到更低水平，战略石油储备也降至44年以来最低，而中东冲突持续的时间越长，补库需求上升，油价中枢更容易趋于上行。



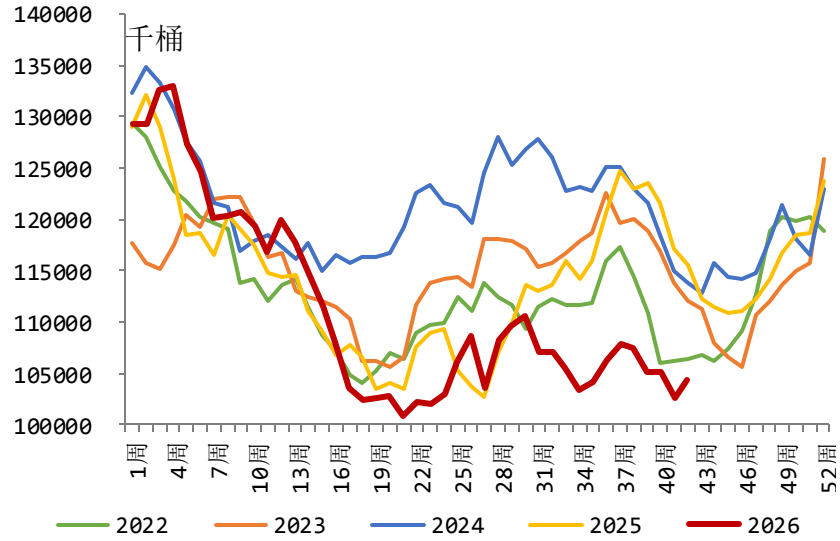

美国商业原油库存




美国汽油库存



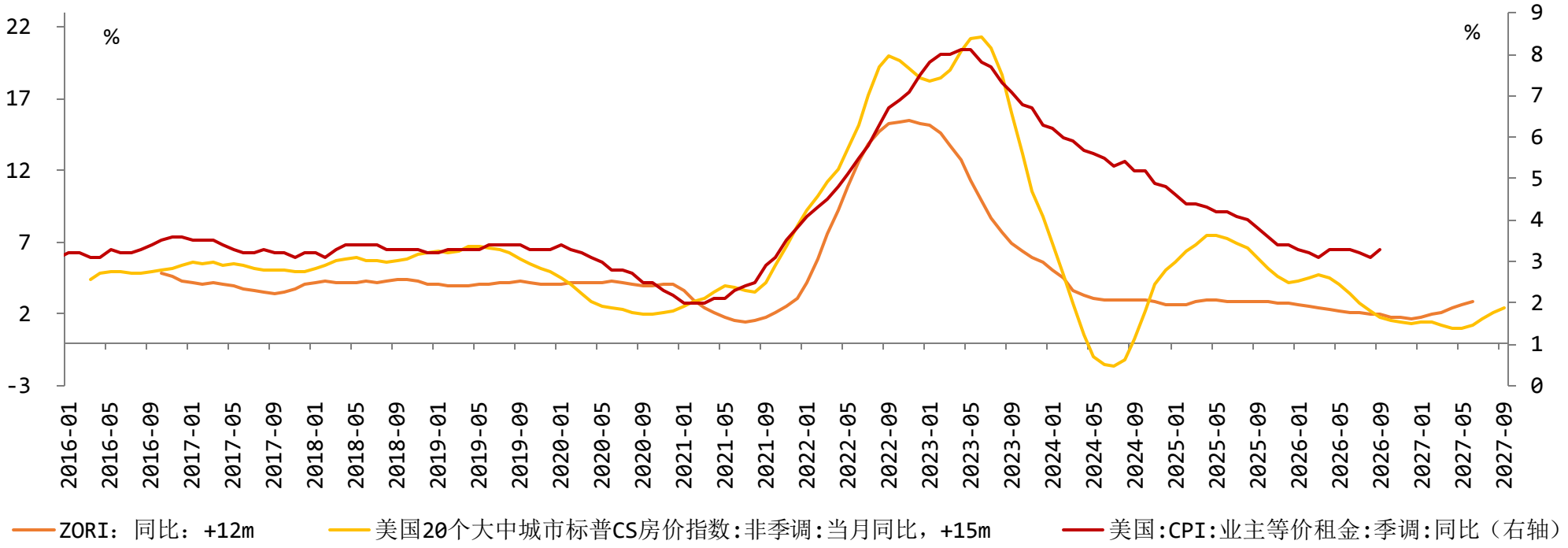

美国馏分油库存




*数据来源：wind，西南证券整理*

# 外部环境：加息周期与利率波动

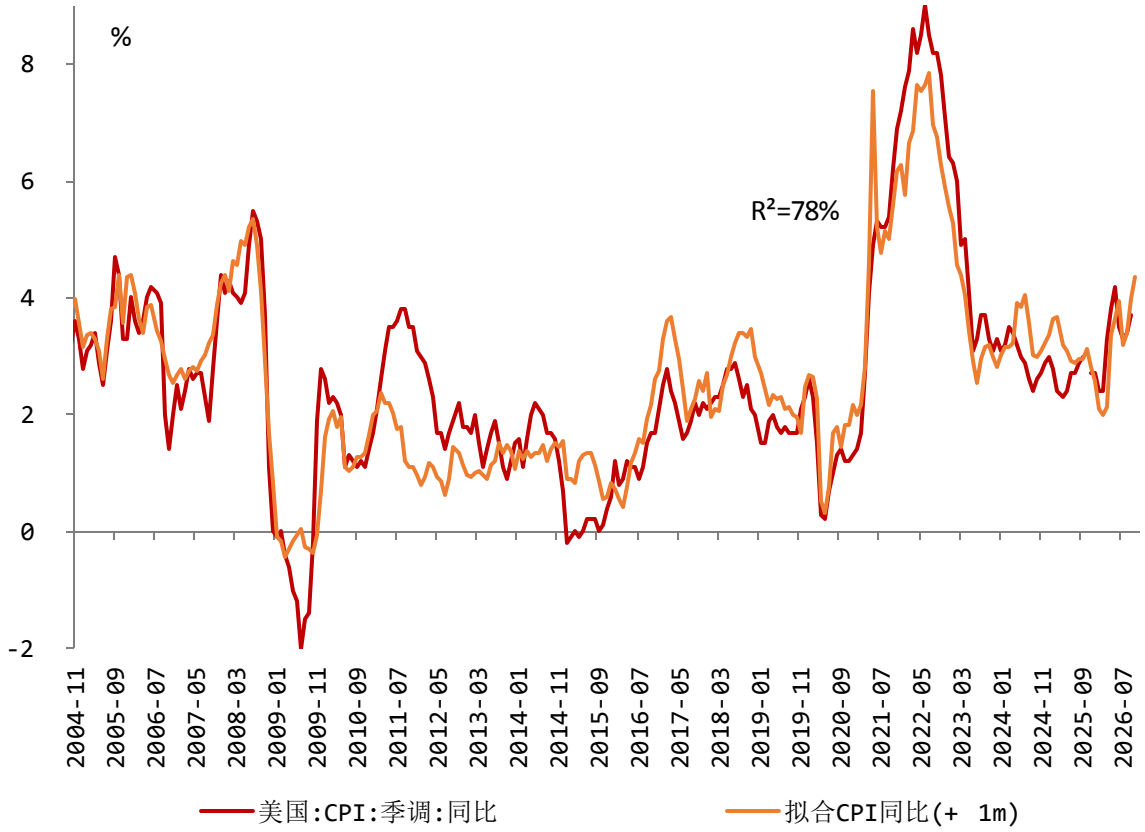
- 截至9月份Zillow观察租金指数（ZORI）环比已连续4个月保持在3%以上，尽管美国30年抵押贷款利率已经升至7%以上，但是美国房价并未显著走低，背后原因是房贷锁定效应，高房价与高利率并存，迫使部分购房需求转向租房市场。
- 美国房价增速自4月以来持续上行。一般而言，房价增速领先CPI租金分项约15个月，因此这可能预示着美国通胀中租金分项的回落将面临阻力。

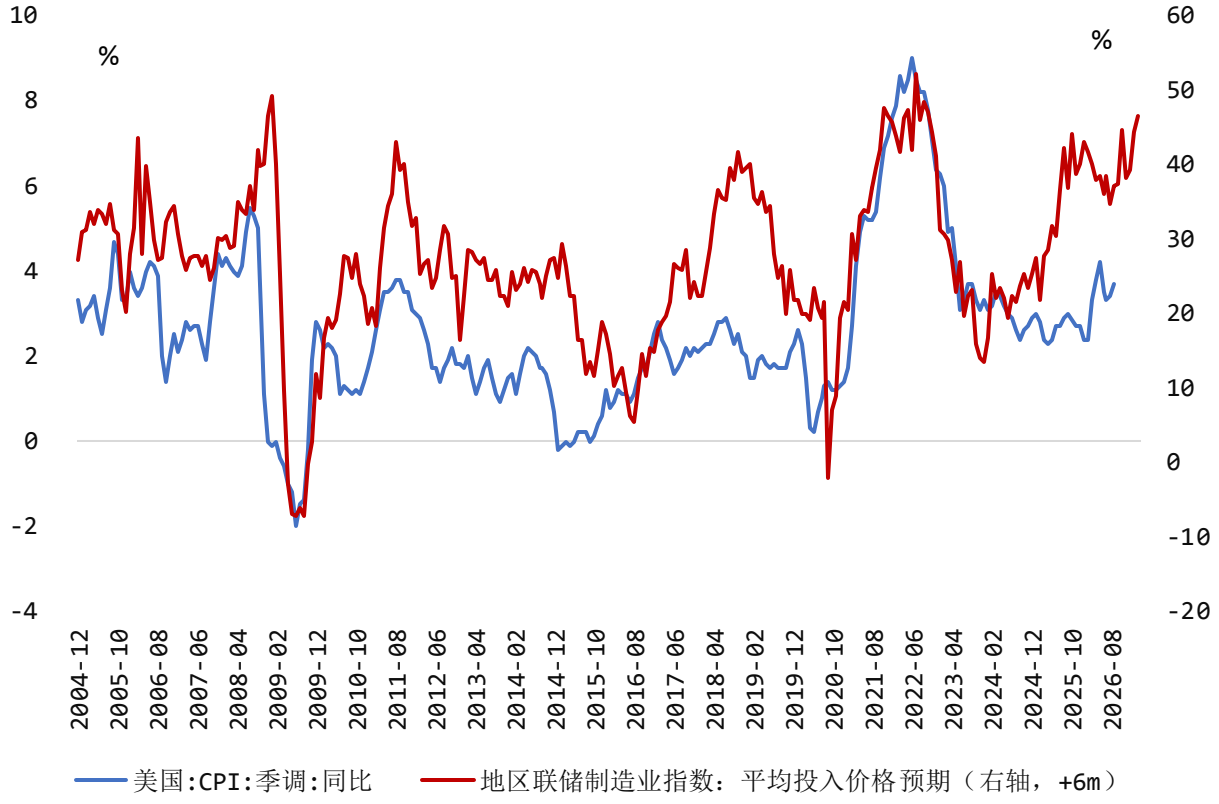



*数据来源：wind，西南证券整理*

# 外部环境：加息周期与利率波动

- 短期来看，采用原油价格、食品价格、美元指数、薪资增速、房价和地区联储对价格预期的调查对美国CPI同比进行了拟合，模型拟合度约为78%，对实际CPI增速有1-2个月的领先性。
- 中期来看，地区联储制造业指数中平均投入价格预期对美国CPI同比也有半年左右的领先性。

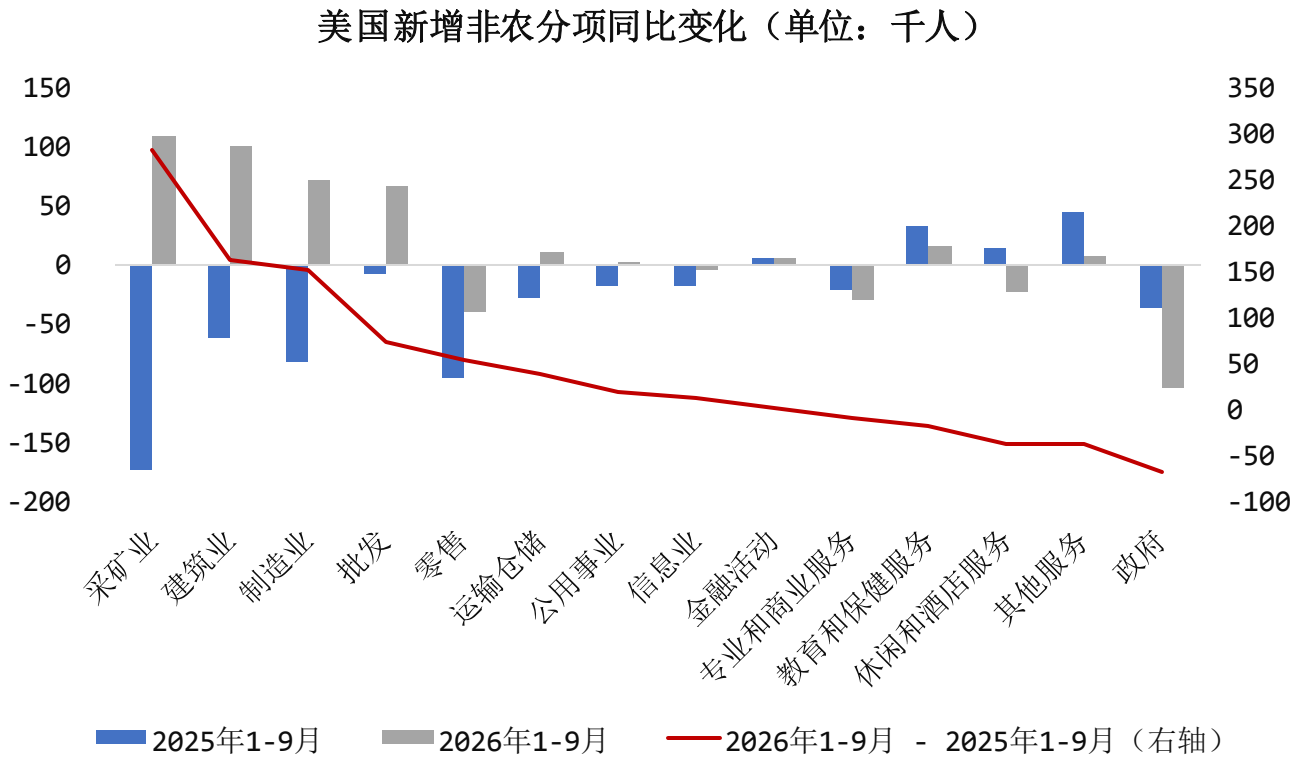


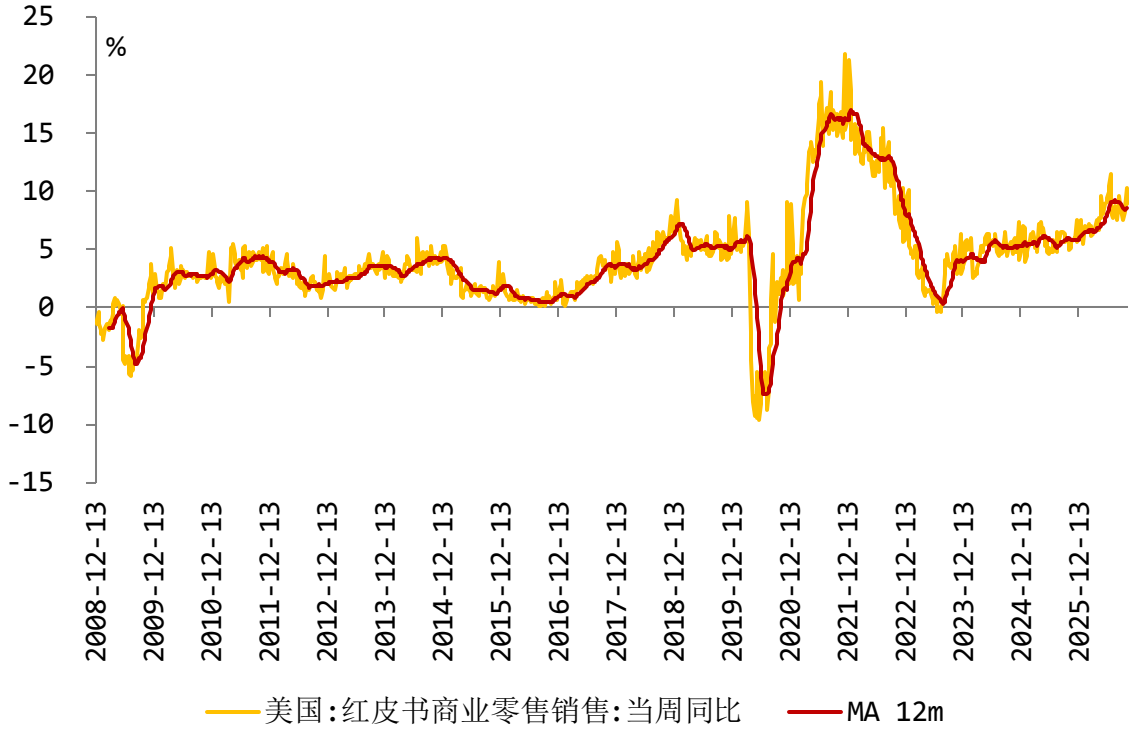




*数据来源：wind，西南证券整理*

# 外部环境：加息周期与利率波动

- 今年以来美国就业市场较去年同期强劲，去年1-9月新增非农就业23.2万人，2026年则为61.2万人，其中，除了教育和保健服务（+37.8万人）的结构性长期需求之外，制造业（+7.2万人）、建筑业（+9.2万人）、专业和商业服务（+11万人）、批发零售业（+10.2万人）新增就业人数较多。
- **主要来自于数据中心建设拉动，以及消费韧性。**

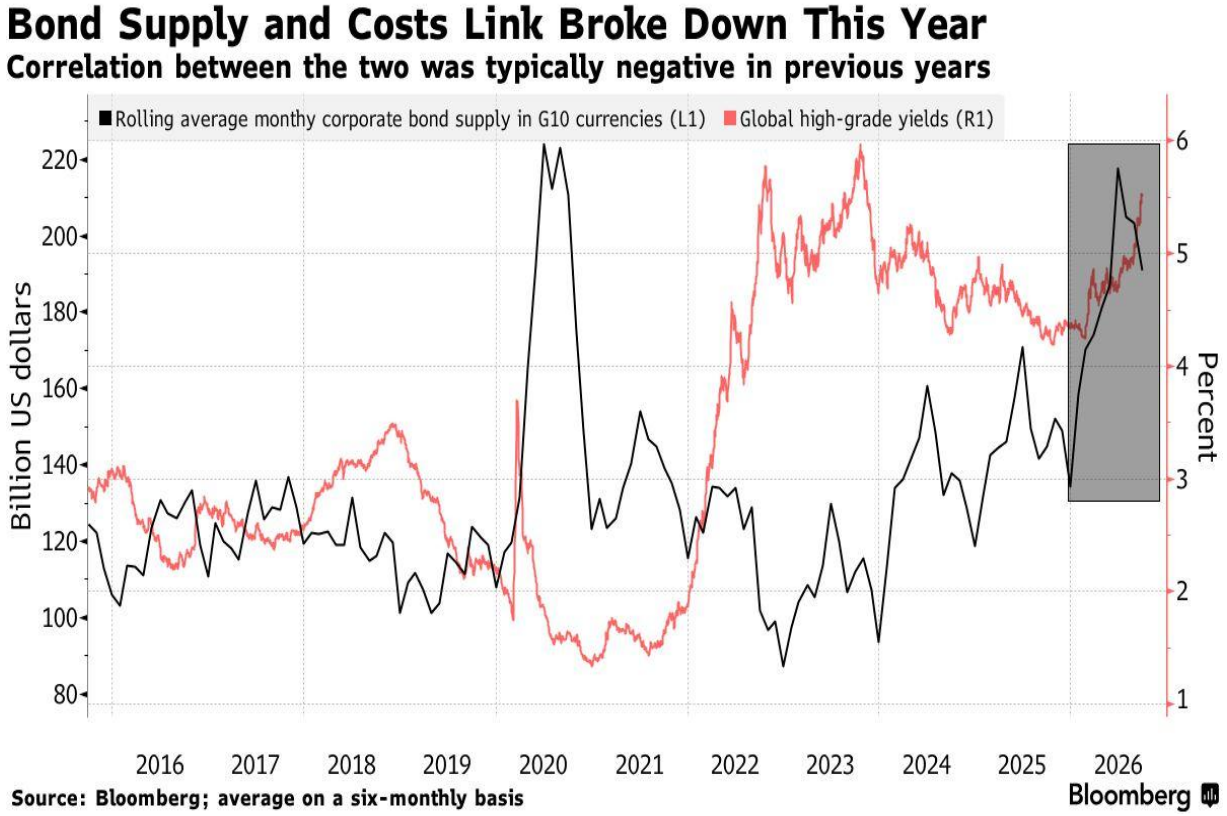


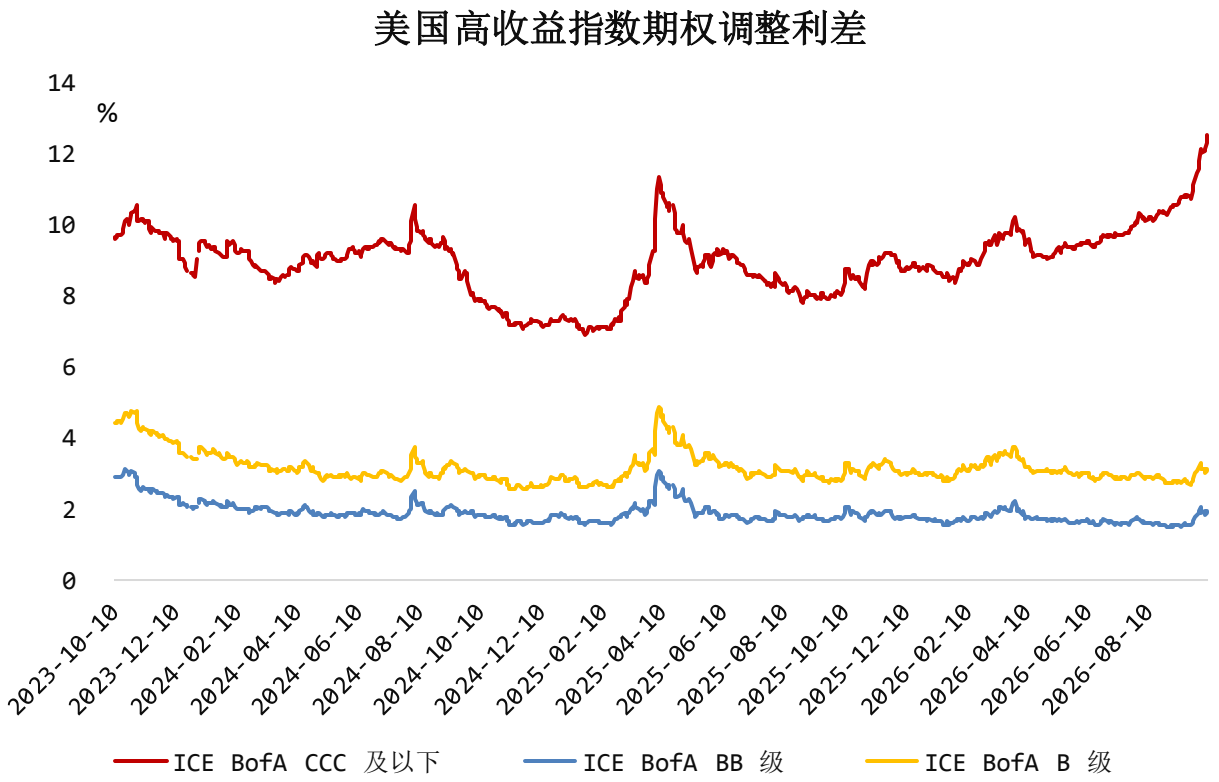




*数据来源：wind，西南证券整理*

# 外部环境：加息周期与利率波动

- 通常当融资成本上升时，企业通常会放缓债券发行。但今年以来利率持续走高，但大型科技公司仍愿意支付更高的收益率发债融资，进行数据中心建设和AI芯片等投资。
- 发债规模的持续扩大体现在科技公司的信用衍生品和风险溢价上，例如美国风险最高的公司债券利差自2023年地区银行业危机以来首次突破1000个基点，对高杠杆借款人形成压力。

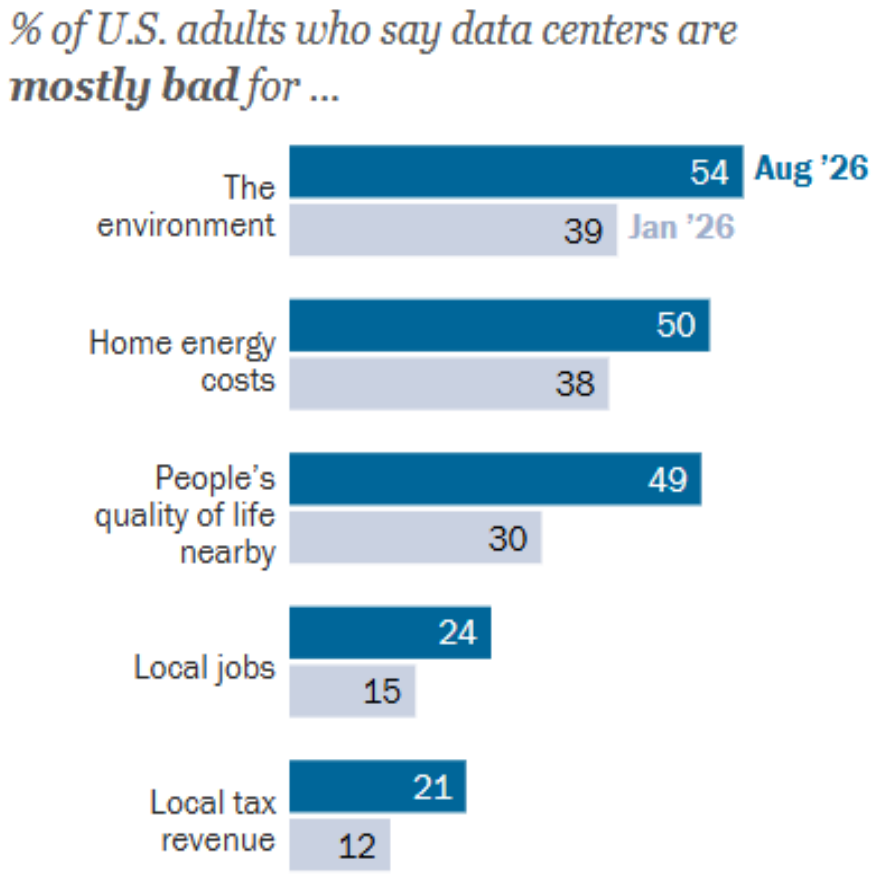


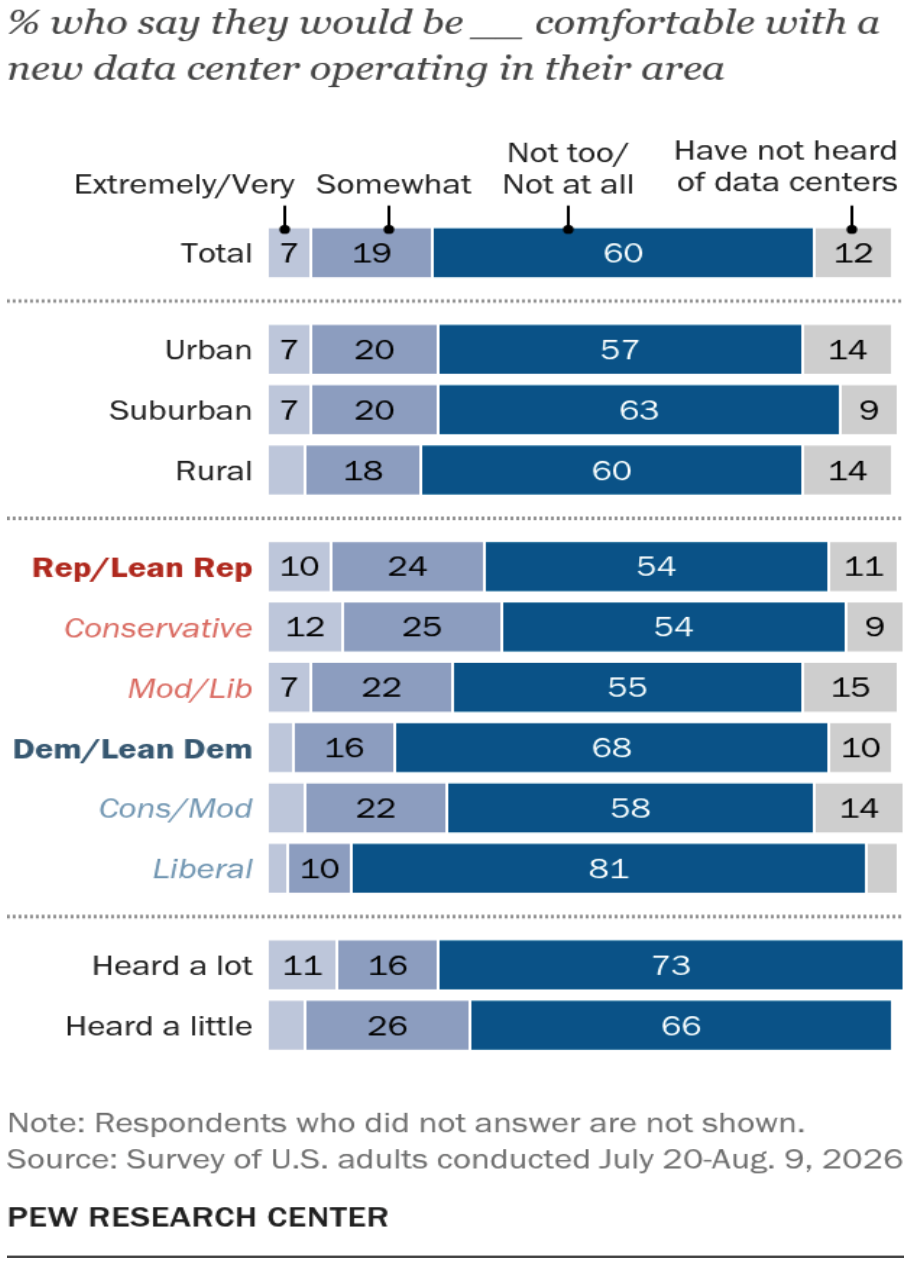




*数据来源：FRED、BBG，西南证券整理*

# 外部环境：加息周期与利率波动

- 根据皮尤研究中心在2026年7月20日-8月9日的调查，6成美国人会对当地新建数据中心感到不太自在或完全不自在。



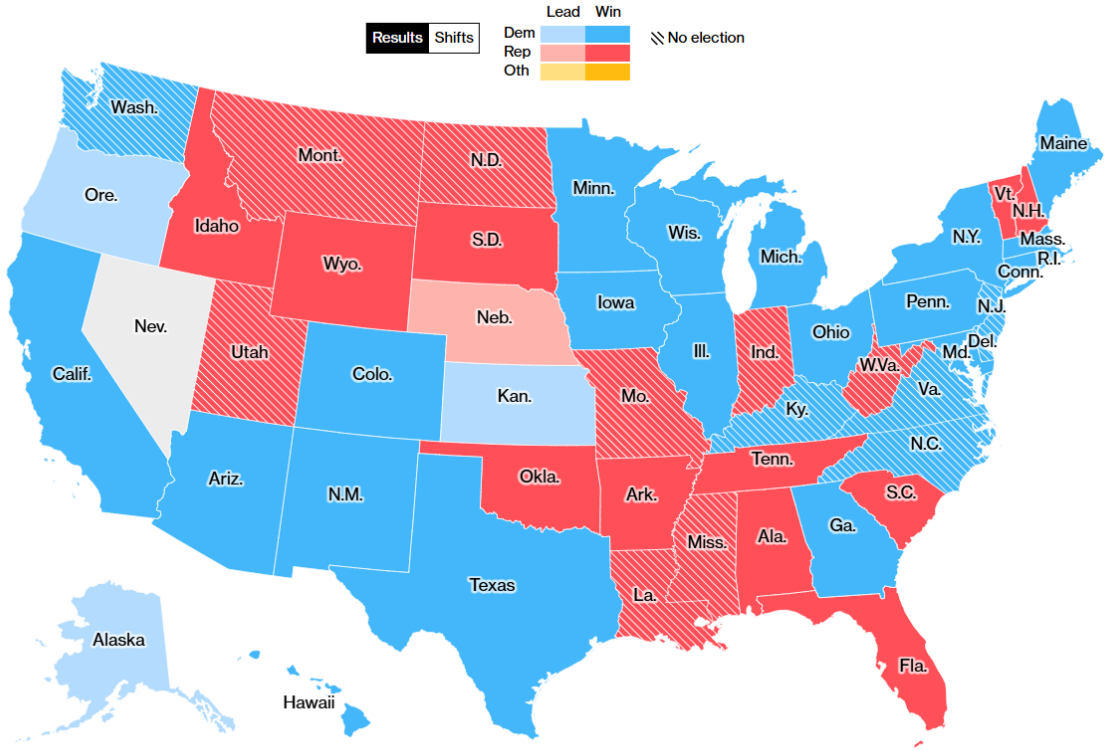

*数据来源：PEW，西南证券整理*

# 外部环境：加息周期与利率波动

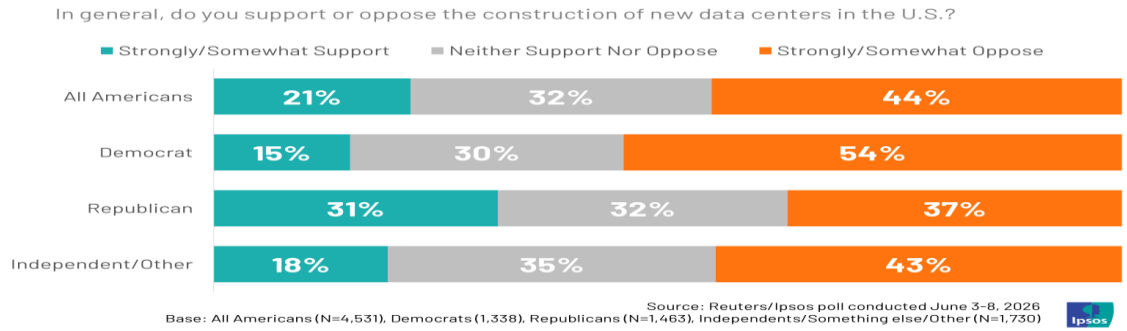
- **美国中选结果落地，德州州长易手是更大的意外。**据美联社开票判断，民主党赢得联邦参众两院控制权，与选前预测方向一致。更超预期的是，民主党候选人Gina Hinojosa击败共和党现任州长，成为得州30多年来首位民主党州长。

- **德州是美国大型AI数据中心的重要建设地，州长易手使当地项目的审批和成本面临更大的政策不确定性。**Hinojosa主张在州议会出台居民保护措施前暂停新项目，推动取消超大型数据中心税惠，并要求项目方承担电网扩建成本、保障当地供水和社区参与。若相关主张落地，短期影响可能先体现在待批项目的开工节奏上，中期则可能推高新增项目的投资和运营成本。

中期选举州长选举情况




PI 民主党人相对共和党人更反对数据中心




*数据来源：Bloomberg、IPOSOS，西南证券整理*

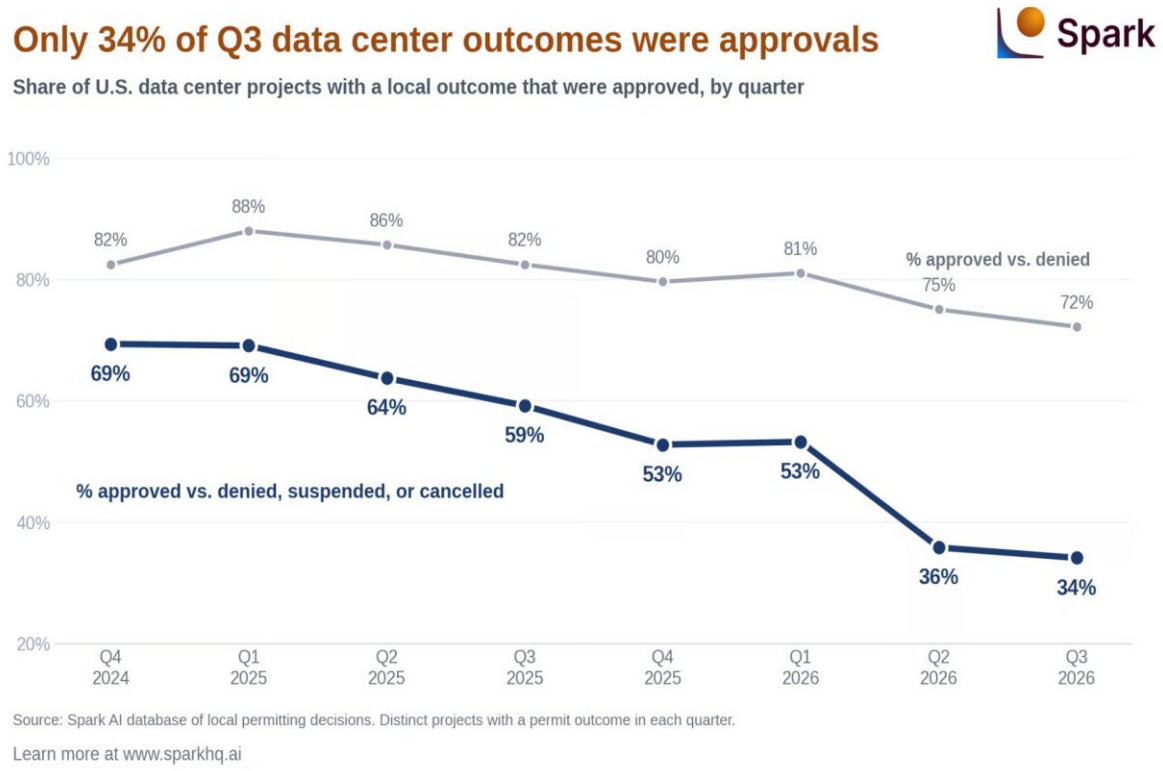
# 外部环境：加息周期与利率波动

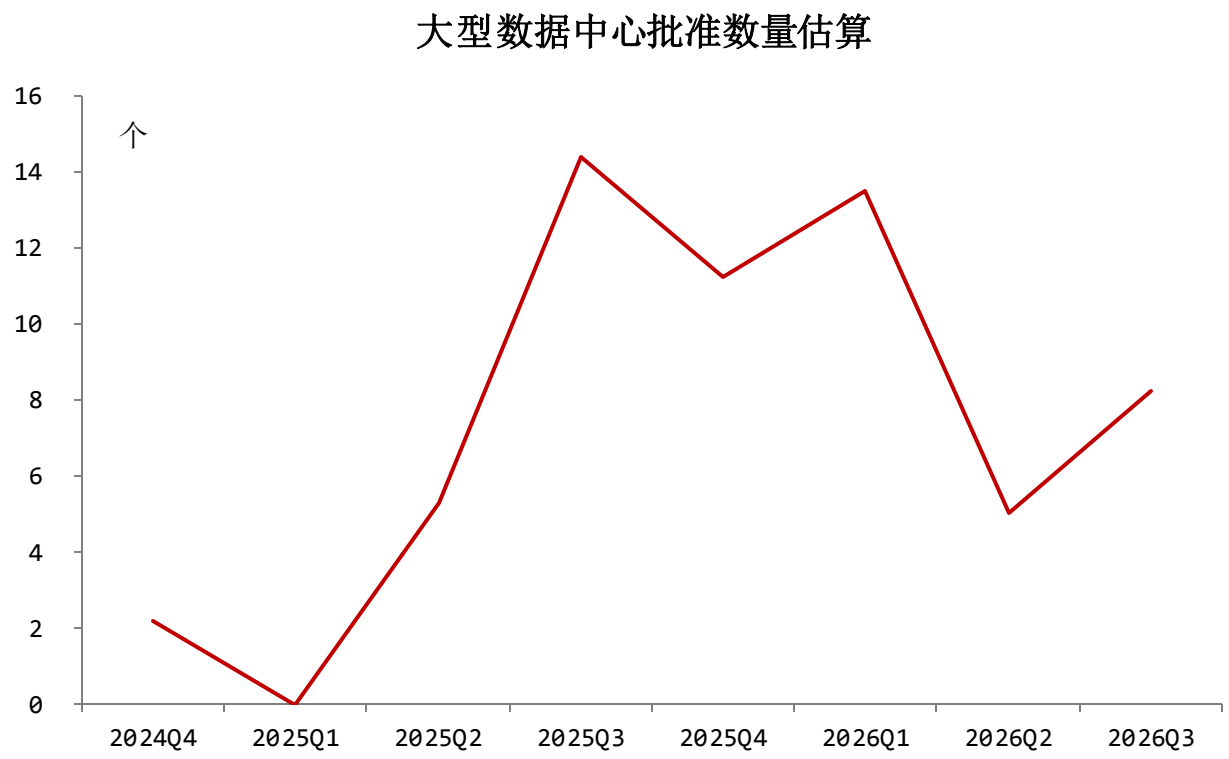
| 州 | 法案原表编号 | 法案推出时间 | 原表内容概述 | 状态 |
|---|---|---|---|---|
| 特拉华州 Delaware | SB 353 | 2026-06-30 | 暂停超过100MW数据中心的许可，至2027年1月。 | 未通过 |
| 佐治亚州 Georgia | HB 1059 | 2026-01-28 | 拟禁止地方政府核发新数据中心许可，至2028年12月。 | 已提出 |
| 缅因州 Maine | LD 307 | 2025-01-30 | 拟暂停超过20MW的数据中心，至2027年11月。 | 已否决 |
| 马里兰州 Maryland | HB 120 | 2026-01-14 | 拟禁止建设或批准新的数据中心。 | 未通过 |
| 密歇根州 Michigan | HB 5594 / HB 5595 | 2026-02-26 | 拟暂停地方政府及公用事业委员会批准新数据中心，至2027年4月。 | 已提出 |
| 明尼苏达州 Minnesota | HB 4888 / SB 4298 | 2026-03-09 | 拟暂停新数据中心许可，等待公用事业委员会报告，至少至2027年7月。 | 未通过 |
| 新罕布什尔州 New Hampshire | HB 1265 | 2026-01-07 | 拟对数据中心建设实施一年暂停。 | 未通过 |
| 新泽西州 New Jersey | AB 5482 | 2026-09-14 | 拟暂停数据中心批准、建设和税收激励六个月。 | 已提出 |
| 纽约州 New York | A 11560/S 10642 | 2026-06-04 | 拟对峰值用电需求≥20MW的大型数据中心，暂停州环境保护厅（DEC）发放新许可一年。 | 已通过州参众两院 |
| 俄克拉何马州 Oklahoma | SB 1488 | 2026-02-02 | 拟暂停数据中心建设，至2029年11月。 | 未通过 |
| 宾夕法尼亚州 Pennsylvania | SB 1359 / HB 2533 | 2026-05-27 | 拟全州暂停新数据中心三年并开展研究，或赋予地方政府暂停权限。 | 已提出 |
| 南卡罗来纳州 South Carolina | H 5526 | 2026-04-14 | 拟停止地方审批，直至州议会建立综合监管框架。 | 已提出 |
| 南达科他州 South Dakota | SB 232 | 2026-02-04 | 拟暂停数据中心新建或扩建一年。 | 未通过 |
| 佛蒙特州 Vermont | S 205 | 2026-01-06 | 拟暂停数据中心至2030年，并要求影响研究。 | 已提出 |
| 弗吉尼亚州 Virginia | HB 1515 | 2026-01-23 | 拟暂停新项目最终批准，至并网请求处理完毕或2028年7月，以较早者为准。 | 继续审议 |
| 威斯康星州 Wisconsin | SB 1061 / AB 1099 | 2026-02-26 | 拟在14项条件满足前禁止数据中心运营。 | 未通过 |
| 弗吉尼亚州 Virginia（增补） | SB 843（2027会期） | 2026-10-09 | 拟自2027年7月1日起暂停地方数据中心选址及开发最终批准、州机构相关许可，以及供配电、并网和现场发电配套批准；2030年7月1日失效。 | 已提出 |

*数据来源：美国州议会，西南证券整理*

# 外部环境：加息周期与利率波动

- **美国数据中心的建设进度正在面临民意和政策的阻碍。**据Spark统计，2024Q4有82%的数据中心项目获得批准，这一比例到2026Q3已缓慢降至72%。如果剔除被否决、暂停和取消的项目，2026Q3仅34%的项目被最终批准，较2024Q4的69%明显下滑。
- 据估算，美国大型数据中心批准数量于2026年下半年同比已有所下滑。



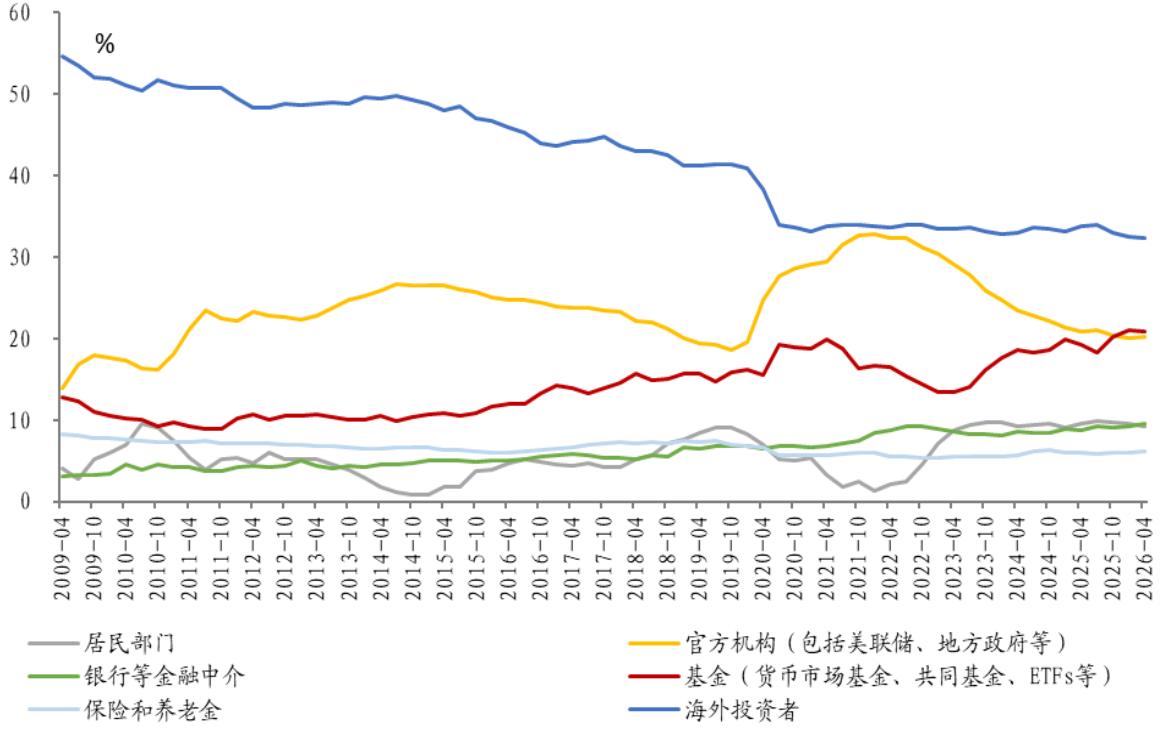




*数据来源：Spark、Programs.com，西南证券整理；注：大型数据中心（规模至少为 100 MW 或至少 10 亿美元的项目）批准数量估算采用的是Programs.com统计的被取消的大型数据中心项目数（包括否决、撤回、拒绝和交易终止等），以及Spark统计的数据中心批准（剔除的范围包括被拒绝、暂停和取消）的比例，从数据库的覆盖程度来看Spark的覆盖范围更广，可能会存在一定误差。*

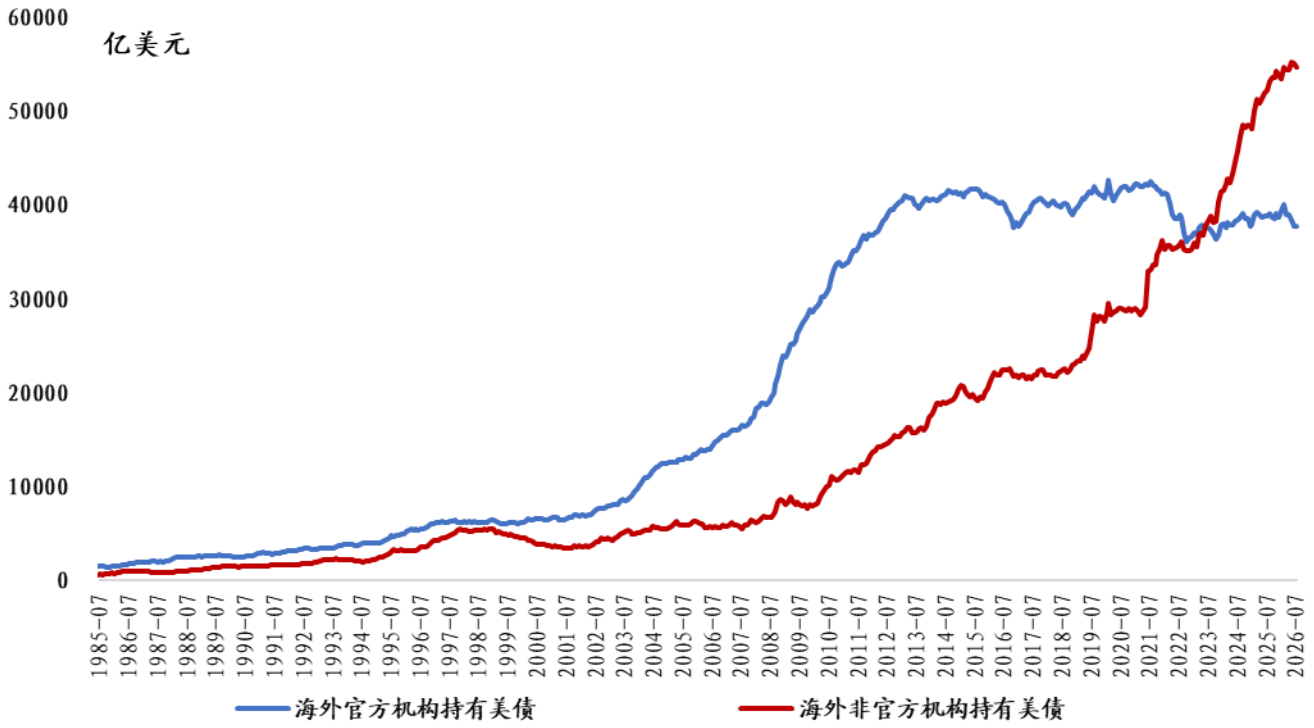
# 外部环境：加息周期与利率波动

- 2009年以后海外投资者在美债需求结构中的占比走低，其中若按官方和私人来划分，在2013年后外国官方投资者持有的美国国债增长陷入停滞，而非官方投资者持有的美国国债自2018年之后快速升高。

美债的需求结构




美债的海外投资者结构

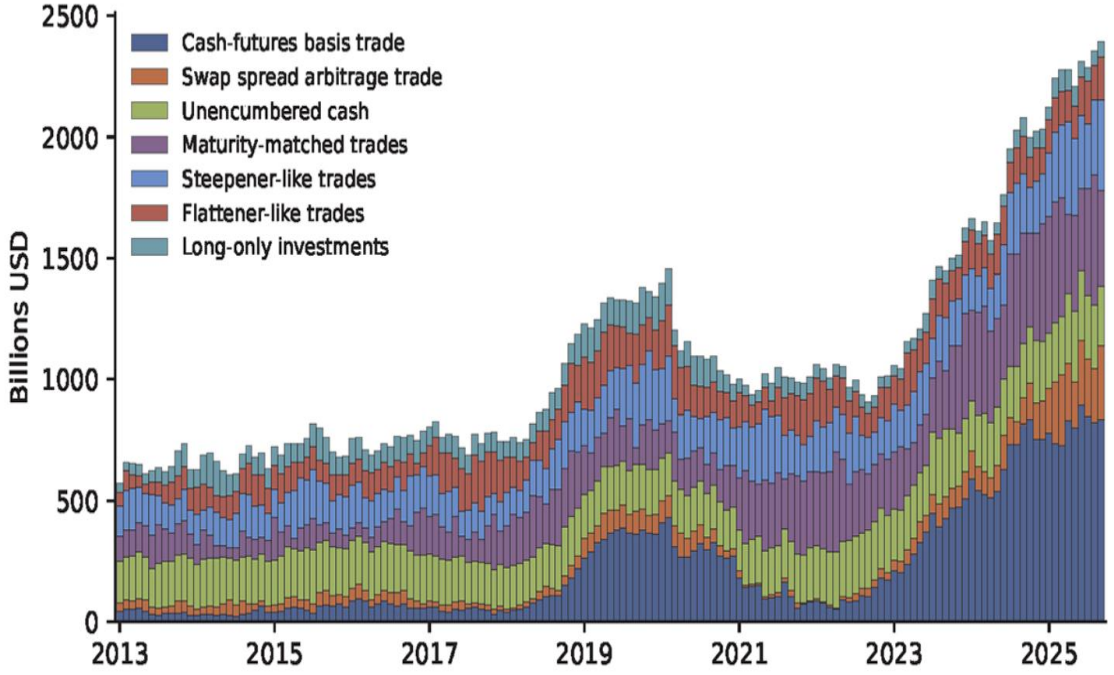



*数据来源：FRED，西南证券整理*

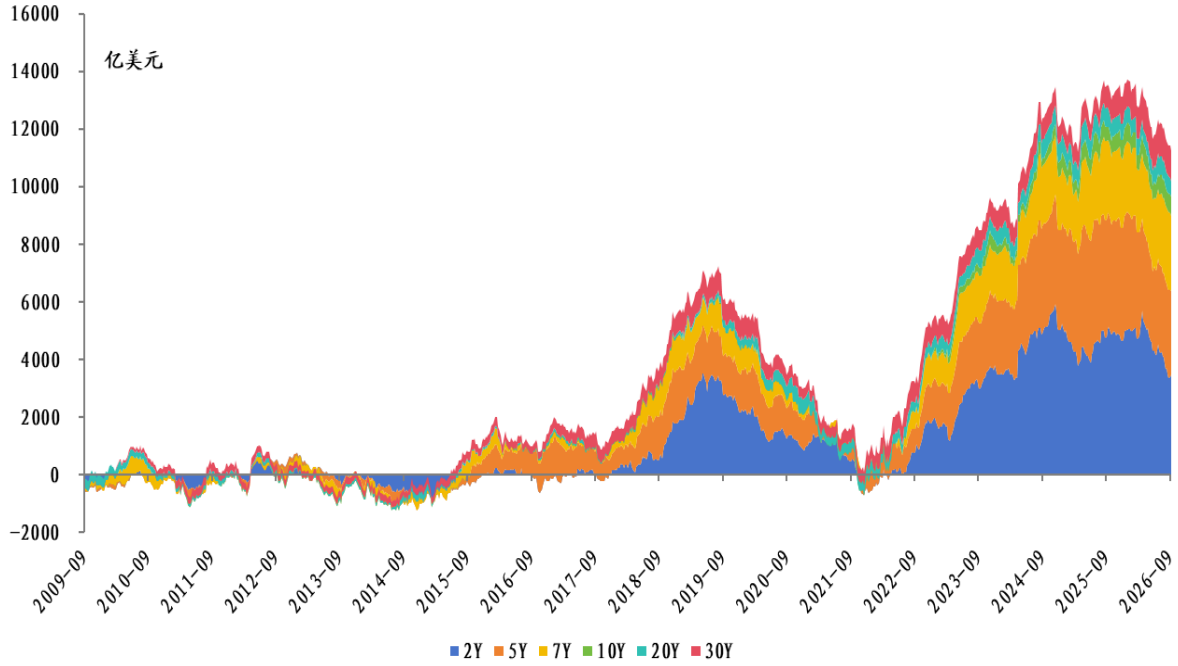
# 外部环境：加息周期与利率波动

- 对冲基金增持美债主要由套利行为构成：基差交易、互换利差套利、期限匹配交易、曲线陡峭/平坦化交易等。
- 按“杠杆基金+交易商美债期货净空头持仓”口径估算，截至2026年9月，美债基差交易规模约为1.1万亿美元，较此前接近1.4万亿美元的高位明显回落，但绝对规模仍处历史较高水平。分期限来看，2026年以来2Y、5Y合约的基差交易收缩最为明显，7Y、10Y、20Y及30Y对应的中长端基差头寸回落幅度较小。

大型对冲基金的“美债多头敞口”拆解




估算不同期限美债基差交易规模变化

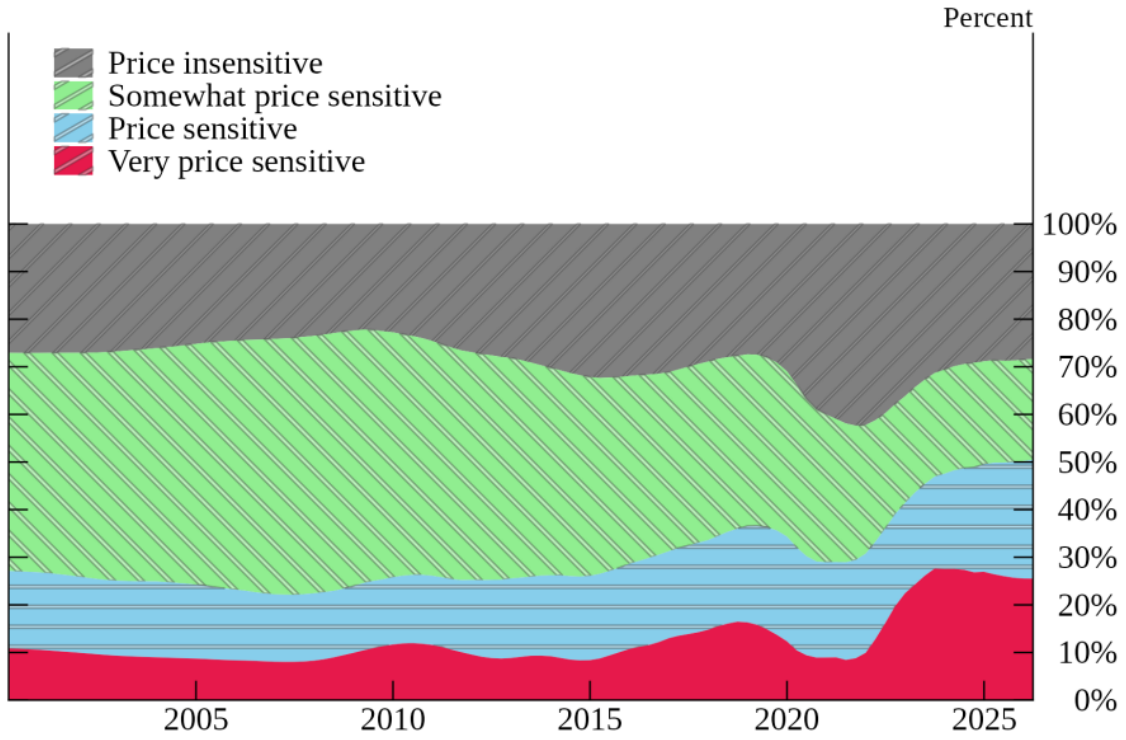



*数据来源：FED、OFR，西南证券整理*

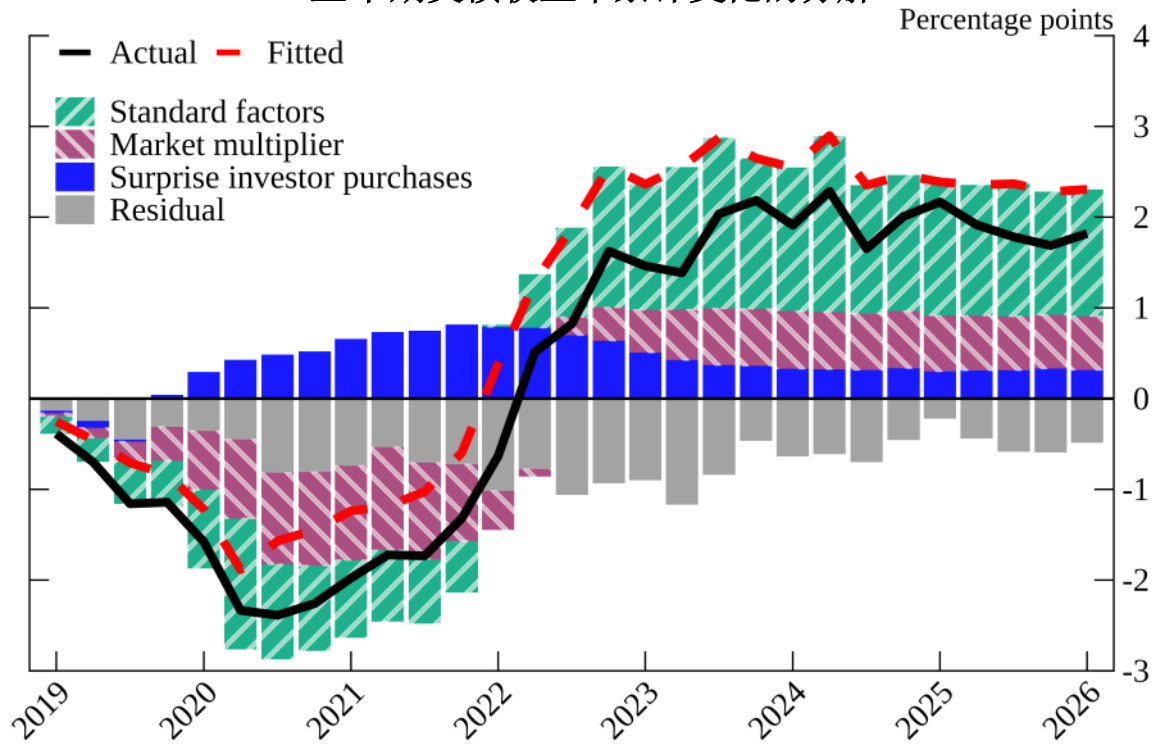
# 外部环境：加息周期与利率波动

- 根据美联储测算，随着外国官方投资者持仓占比下降、对冲基金等价格敏感型私人投资者占比提高，当前美国国债供给每增加1000亿美元，5年期美债收益率约上升3bp。
- 2021年后，价格敏感投资者占比提高，这种买家结构变化对应的market multiplier（市场乘数=1/市场弹性）下降，对随后5年期美债收益率上升形成了正向贡献。

按价格敏感度分组的平滑持仓份额




五年期美债收益率累计变化的分解




*数据来源：FED，西南证券整理*

# 外部环境：加息周期与利率波动

- 美国油价、租金等压力仍在持续，同时期限溢价也有可能会抬升，短期利率在市场开始讲衰退叙事时会因为避险的逻辑走低。但是利率是否还会二次飙升，取决于美国就业，而美国就业很大程度上依赖今年AI资本开支和数据中心建设带来的新增需求。

  （1）若数据中心建设不及预期、就业转弱，将直接验证AI相关经济动能放缓，并带动利率下行；

  （2）若数据中心建设超预期、就业保持强劲，则可能推动利率继续上行、融资条件进一步收紧，最终反过来压制AI投资，直至相关经济活动放缓。

- 打破这一循环的因素：

  （1）中东问题得以解决、油价大幅下跌、加息预期下调，利率在经济下行之前走低；

  （2）美股AI企业Q3财报大超预期，只要潜在营收增长快于资本开支和利率上行速率，就可以抵消利率上行的副作用。

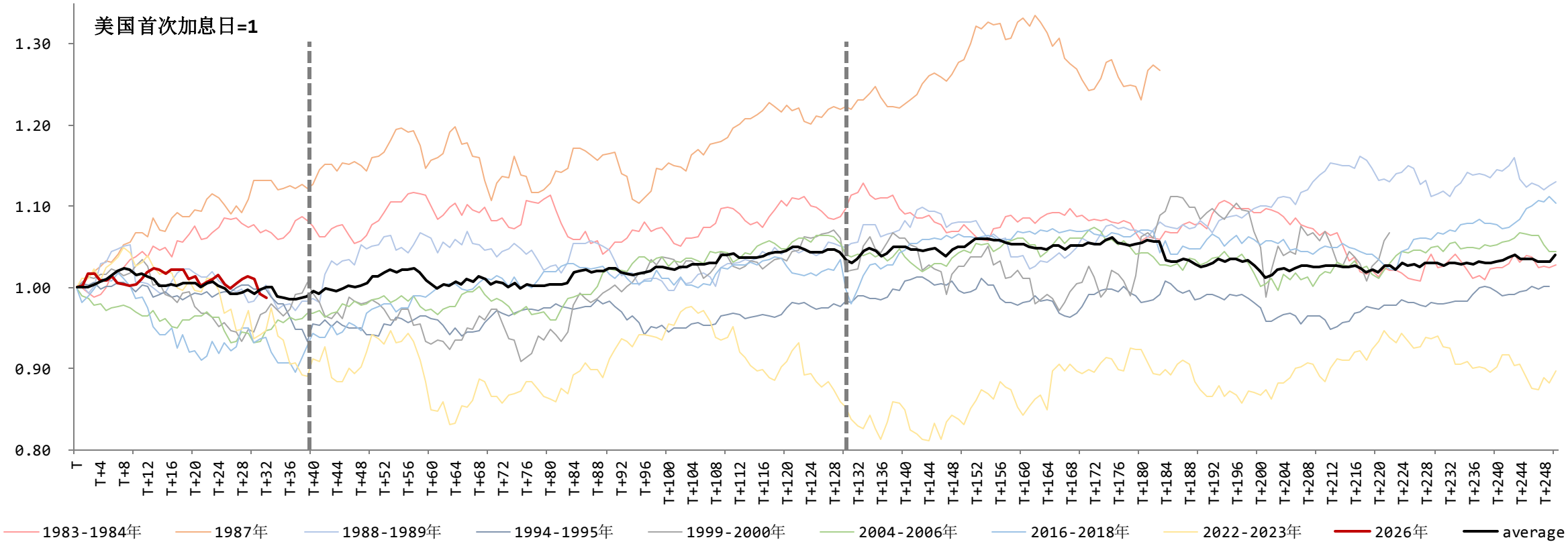
- 极端情况下，美股越跌越有可能触发高杠杆基差交易平仓，导致美债大规模抛售，利率反冲，进一步压制股价。

- 对于风险资产来说，美债收益率第一波快速上行往往压缩估值、推动股市调整，但随着收益率上行趋缓、市场逐步消化加息预期，股市有望迎来阶段性修复。

# 外部环境：加息周期与利率波动

- 首次加息后250个交易日内，标普500平均累计上涨3.2%，整体走势呈现先调整、后修复的特征，平均最大回撤约4.3%（T+181日-T+201日）。从回撤时点来看，标普500于首次加息后第37日附近触及最低点，较首次加息日下跌约1.5%。下跌完成后通常会迎来反弹，至T+126平均上涨4.3%，但随后行情仍有反复。

美国加息周期标普500指数走势

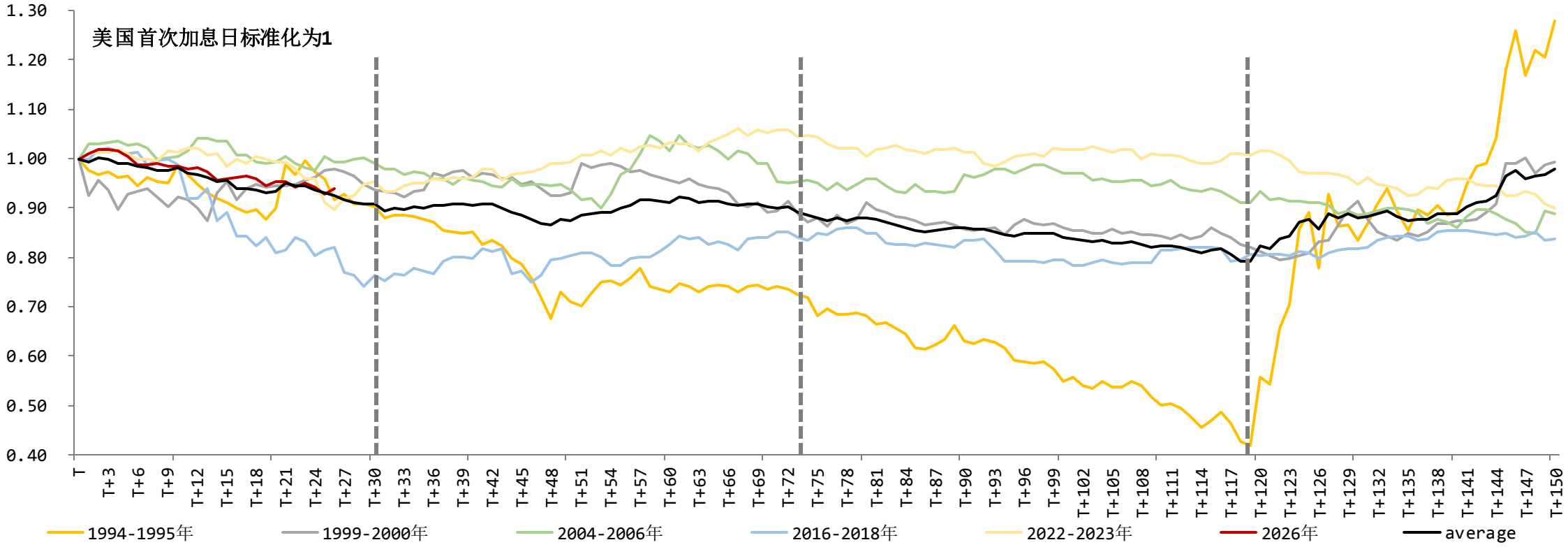



*数据来源：wind，西南证券整理*

# 外部环境：加息周期与利率波动

- 美国首次加息后150个交易日内，上证指数平均呈现先调整、后修复的走势。分阶段看，指数在T+30前累计下跌约9.1%，随后转入震荡，至T+73较首次加息日下跌约11.0%。此后指数再度探底，于T+119触及区间低点，累计下跌约20.7%。探底后修复较快至T+150，平均走势较低点反弹约23.5%。

美国加息周期上证指数走势




*数据来源：wind，西南证券整理*

# 目录

外部环境：加息周期与利率波动

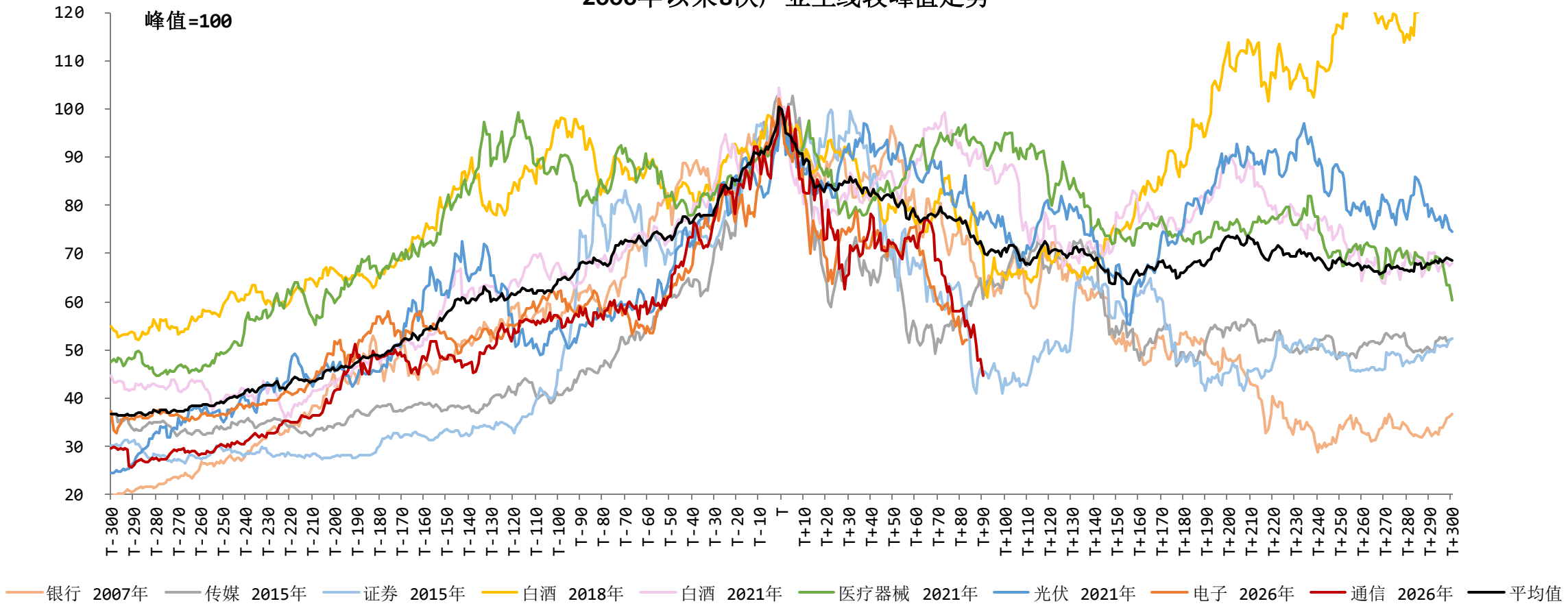
估值面：A股估值&情绪下修接近尾声

资金面：A股牛市基础并未动摇

# 估值面：A股估值&情绪下修接近尾声

- 复盘2006年以来8轮产业主线行情，本轮电子、通信板块自高点以来的调整幅度明显大于历史同期均值，下跌节奏也更快，与2015年证券、传媒板块的深度调整较为接近，后续有望在抛压缓和后迎来阶段性筑底反弹。

2006年以来8次产业主线较峰值走势

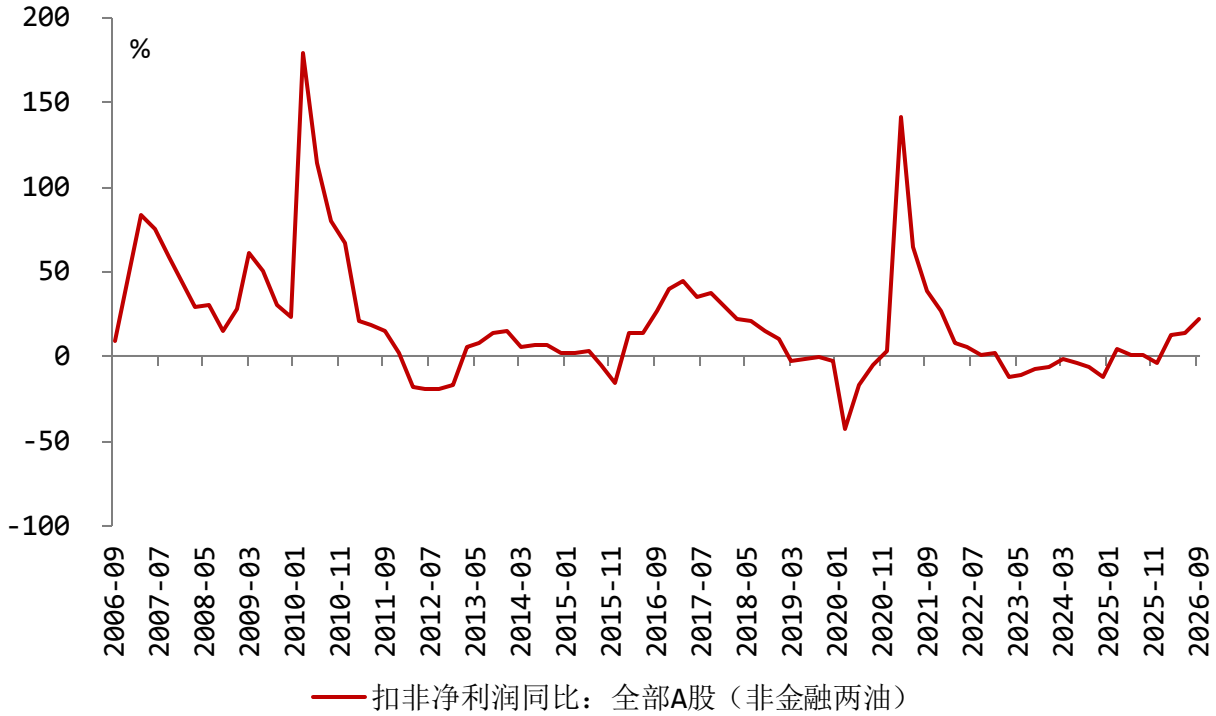



*数据来源：wind，西南证券整理*

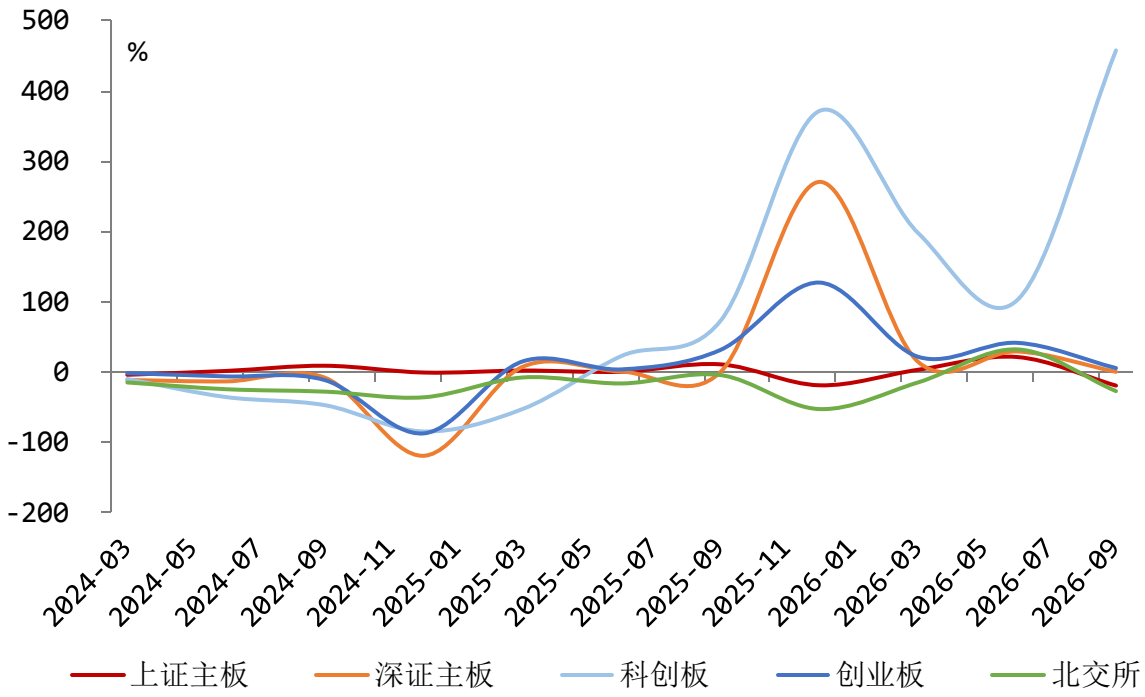
# 估值面：A股估值&情绪下修接近尾声

- 近期A股市场调整，更多源于外围市场冲击：美联储加息收紧流动性、长端利率上行推升AI融资成本、中选后数据中心建设受限等叙事发酵，共同压制海外科技板块以及A股科技股的估值；但与此同时，A股盈利增速仍保持稳中有升。

A股盈利增速保持稳中向上




分板块归母净利润增速

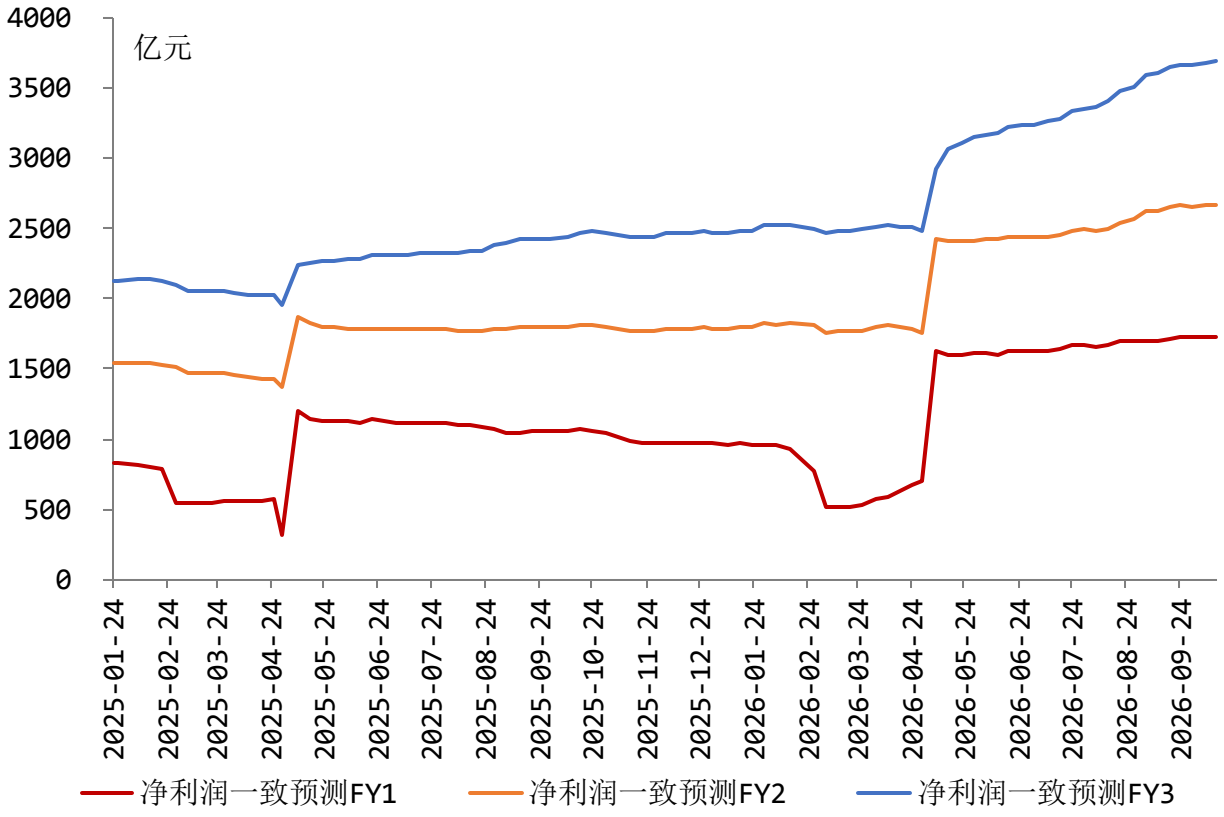



*数据来源：wind，西南证券整理*

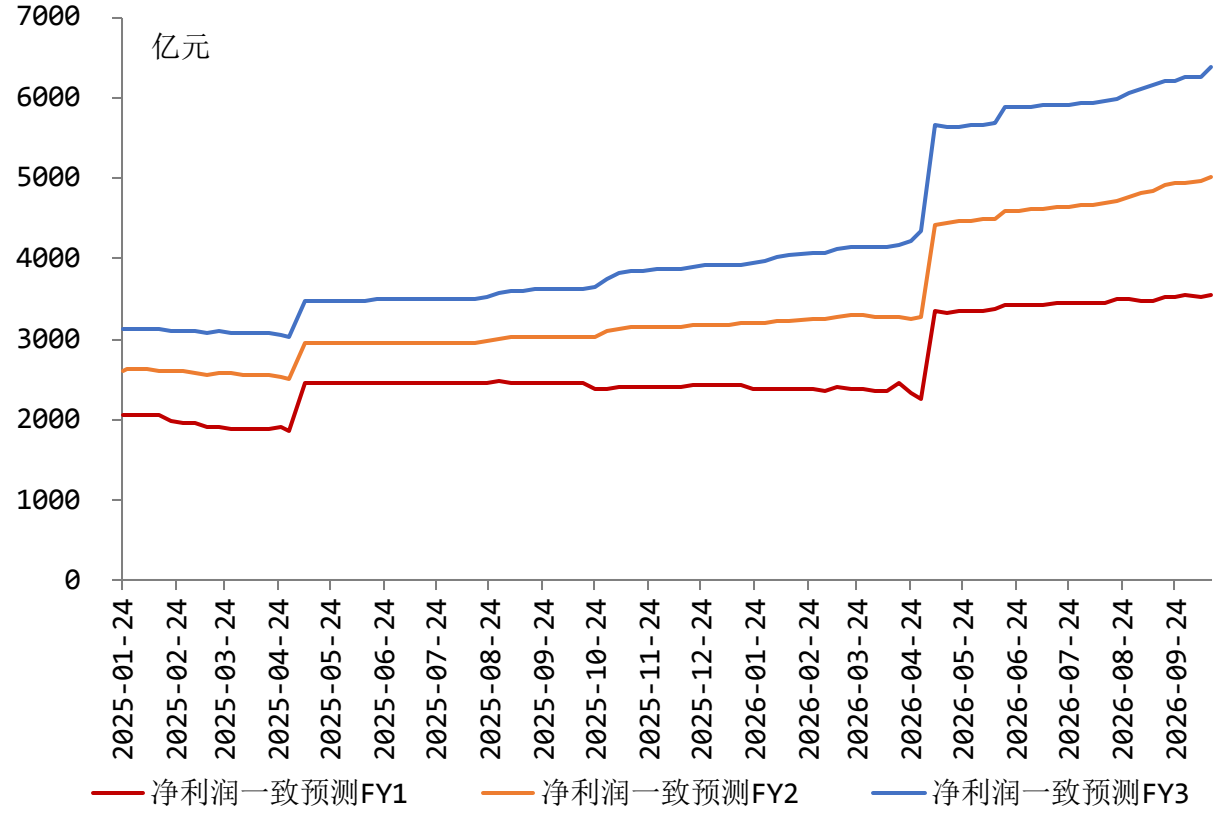
# 估值面：A股估值&情绪下修接近尾声

- **科技板块的盈利预测仍在上修。**2026年5月以来，科创综指与创业板指的FY1至FY3净利润一致预期均持续上修，其中FY3上修幅度最大，显示市场对两大成长板块的中期盈利前景更趋乐观。

科创综指净利润一致预测




创业板指净利润一致预测

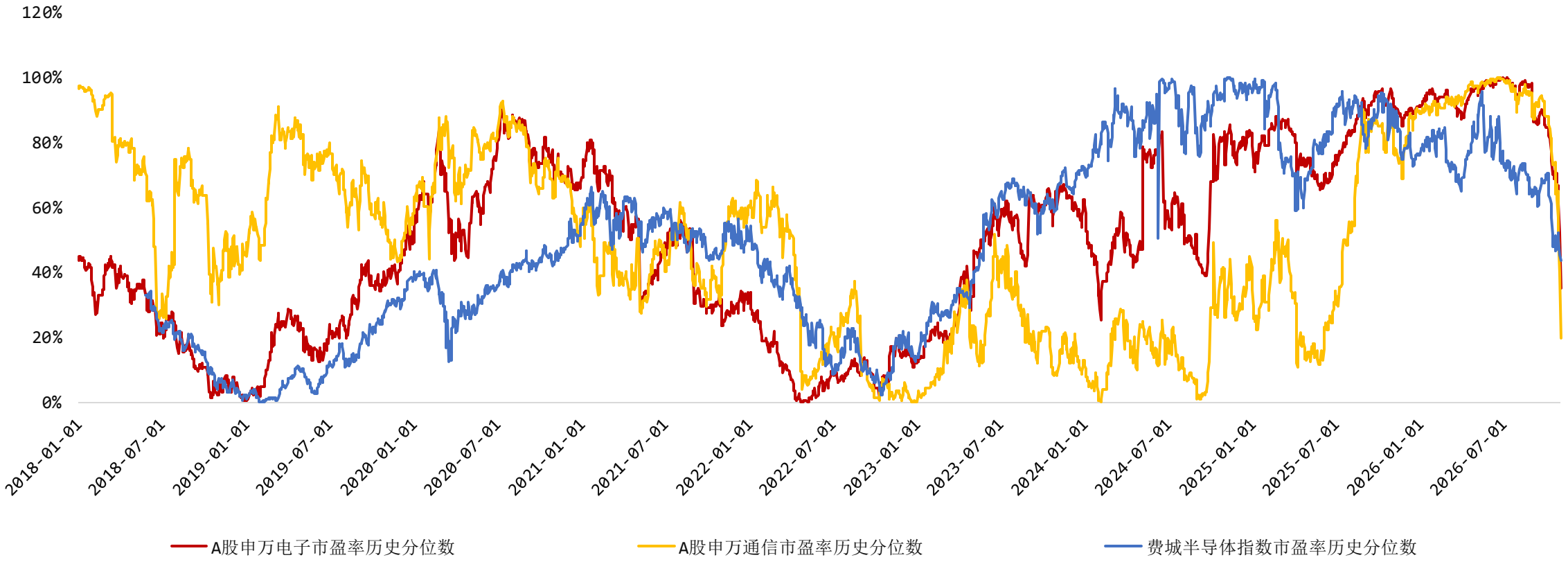



*数据来源：wind，西南证券整理*

# 估值面：A股估值&情绪下修接近尾声

- A股科技板块前期回调更多体现为估值与情绪层面的调整。与费城半导体相比，国内通信、电子板块的市盈率历史分位数原本偏高；但经近期回调后，二者已降至费城半导体之下，估值压缩较为显著。

目前A股科技板块估值分位数已经降至低位

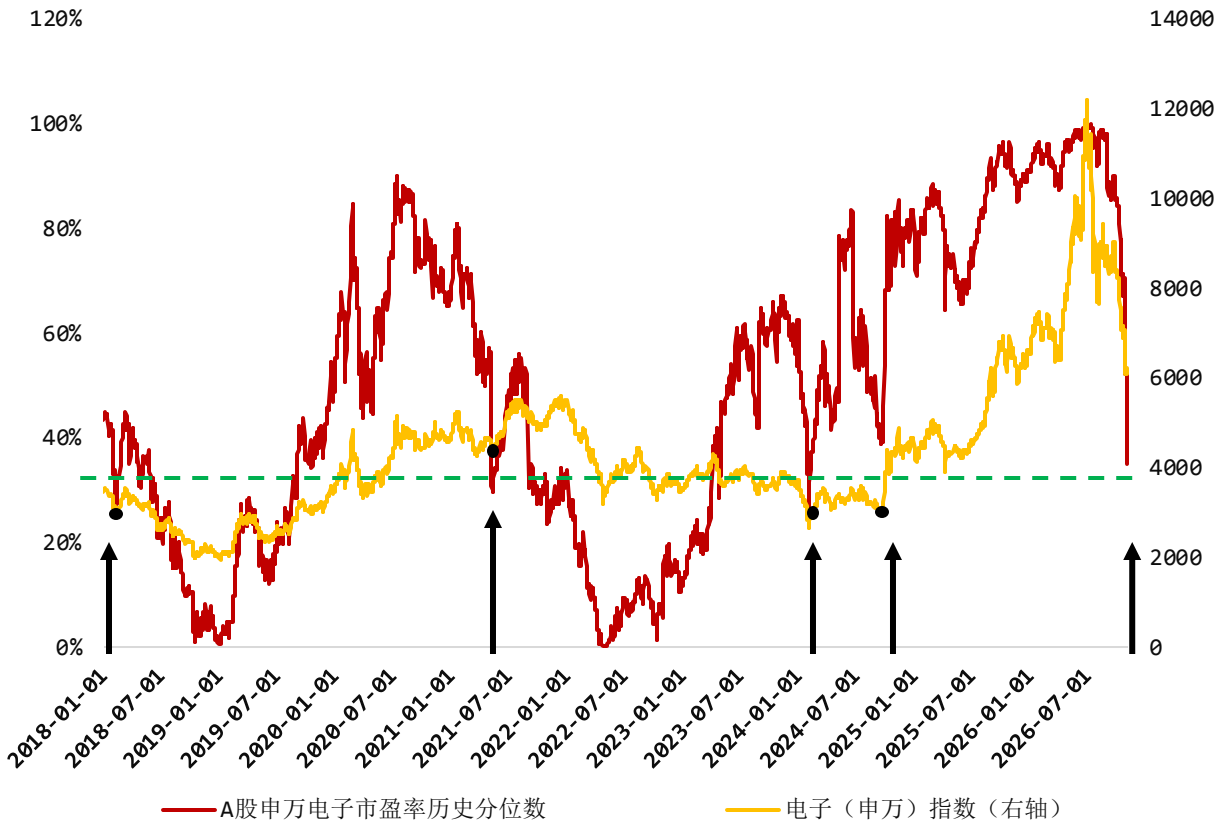



*数据来源：wind，西南证券整理*

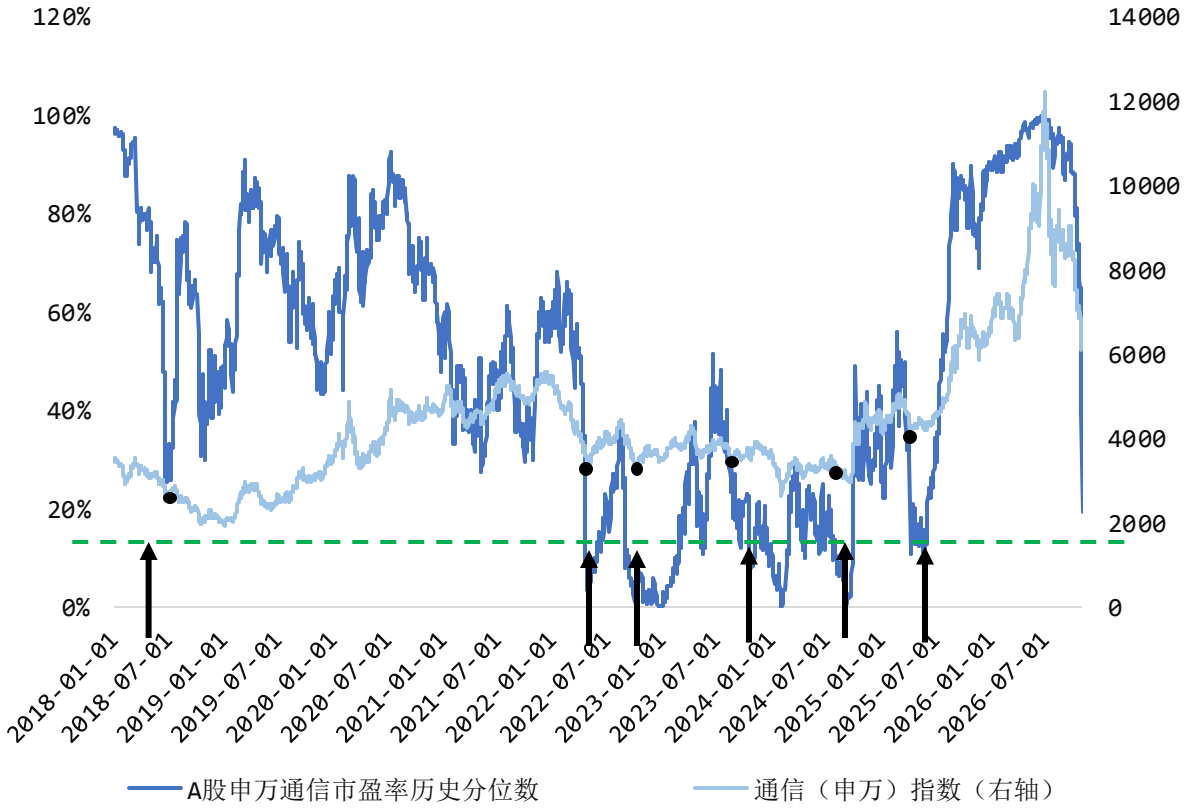
# 估值面：A股估值&情绪下修接近尾声

- 2018年以来，当电子、通信板块估值分位数快速降至目前水平（约41%、15%）后，通常都会迎来阶段性触底反弹。

申万电子市盈率历史分位数和指数走势




申万通信市盈率历史分位数和指数走势




*数据来源：wind，西南证券整理*

# 估值面：A股估值&情绪下修接近尾声

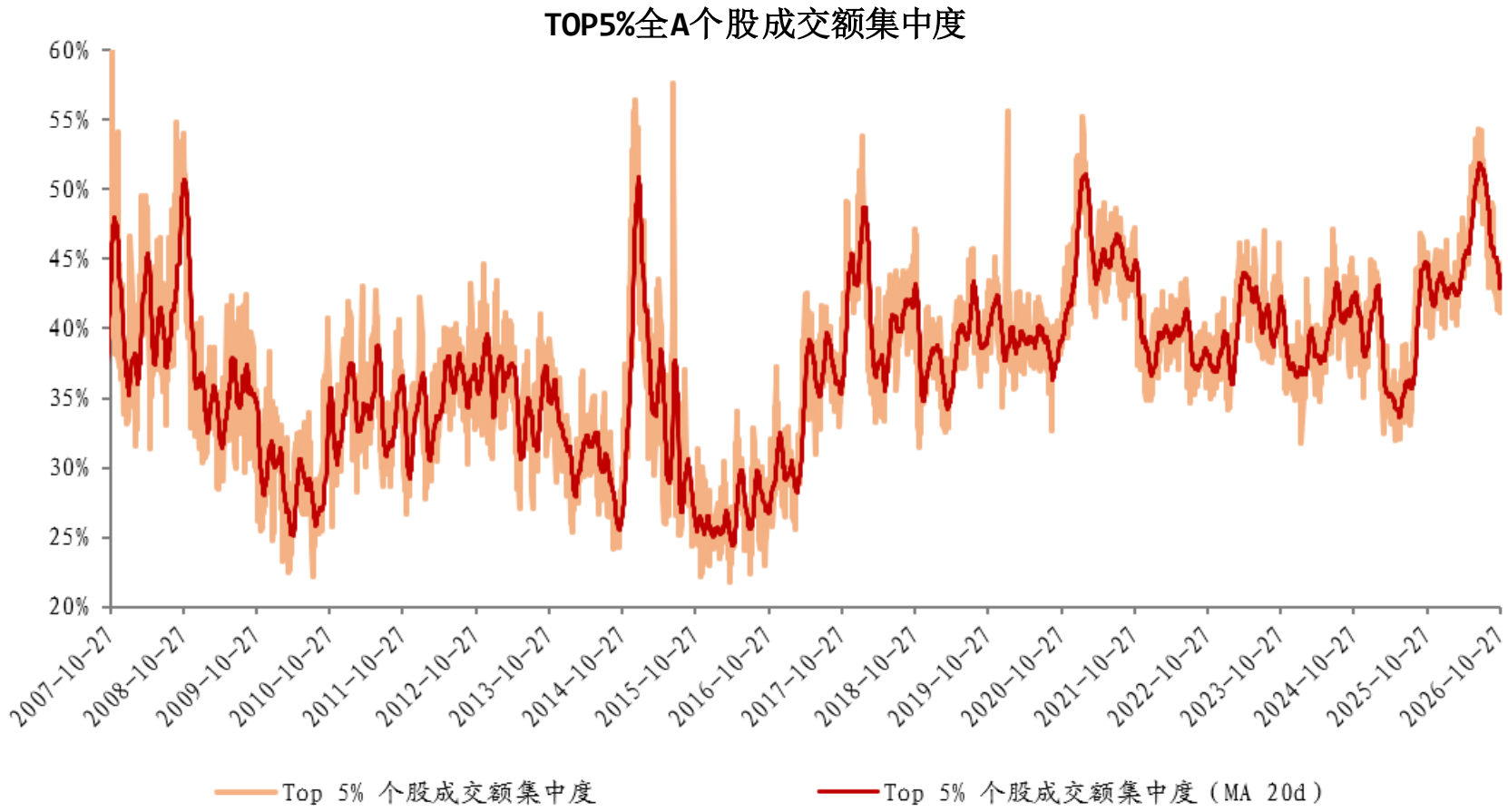
- 从PE过去3年历史分位数来看，银行、农林牧渔、公用事业、建筑装饰等行业估值位于80%以上较高水平，而非银金融、有色金属、房地产等处于较低水平。
- 成交拥挤度相对较高的有电子、电力设备、机械设备、通信等板块，5月份以来，随着科技板块调整，电子、有色金属、通信等成交额占比回落偏多，资金逐渐切换至红利、创新药等板块，医药生物、传媒、银行等板块成交额占比提升幅度相对更大。

| 行业类别 | 申万一级行业 | 市盈率 2026/11/5（倍） | 市盈率 2026/11/5 2018年以来历史分位数 | 成交额占比（%） 2026/10 | 成交额占比（百分点） 2026/10-2026/6 | 成交额占比 2026/10 3年历史分位数（%） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| TMT | 电子 | 38.95 | 40.59 | 24.11 | -6.71 | 85.46 |
| | 通信 | 29.46 | 15.45 | 6.87 | -1.74 | 75.27 |
| | 计算机 | 57.40 | 45.00 | 5.44 | 0.93 | 11.68 |
| | 传媒 | 39.57 | 69.65 | 3.90 | 2.35 | 72.59 |
| 中游制造 | 电力设备 | 25.96 | 23.39 | 8.14 | -0.54 | 55.23 |
| | 国防军工 | 53.83 | 16.55 | 2.68 | -0.02 | 32.64 |
| | 机械设备 | 36.33 | 82.77 | 7.88 | -0.19 | 74.63 |
| | 家用电器 | 15.51 | 61.88 | 1.34 | 0.43 | 28.14 |
| | 交通运输 | 16.18 | 42.41 | 1.42 | 0.57 | 38.74 |
| 上游原材料 | 基础化工 | 22.90 | 56.40 | 4.70 | -0.75 | 57.04 |
| | 钢铁 | 35.75 | 95.80 | 0.34 | -0.02 | 8.70 |
| | 有色金属 | 14.04 | 4.55 | 4.20 | -2.61 | 41.10 |
| | 煤炭 | 15.95 | 87.86 | 0.67 | -0.04 | 47.45 |
| | 石油石化 | 14.29 | 30.17 | 0.93 | 0.37 | 65.29 |
| 下游消费 | 农林牧渔 | 87.47 | 88.70 | 1.34 | 0.84 | 71.76 |
| | 食品饮料 | 23.17 | 30.30 | 1.97 | 0.94 | 48.69 |
| | 纺织服饰 | 24.69 | 57.42 | 0.61 | 0.23 | 32.24 |
| | 轻工制造 | 34.07 | 96.03 | 0.91 | 0.20 | 23.07 |
| | 医药生物 | 31.09 | 39.40 | 6.73 | 3.80 | 65.61 |
| | 公用事业 | 24.67 | 81.12 | 1.85 | -0.80 | 45.02 |
| | 商贸零售 | 32.50 | 65.50 | 1.03 | 0.41 | 28.13 |
| | 社会服务 | 41.40 | 39.94 | 0.57 | 0.20 | 19.44 |
| | 综合 | 69.46 | 91.60 | 0.18 | 0.02 | 51.88 |
| | 汽车 | 25.99 | 48.90 | 3.64 | 1.01 | 23.26 |
| | 环保 | 22.89 | 59.93 | 0.70 | -0.04 | 10.85 |
| | 美容护理 | 28.02 | 8.75 | 0.26 | 0.16 | 47.52 |
| 地产链 | 房地产 | 11.75 | 45.89 | 0.85 | 0.11 | 21.58 |
| | 建筑材料 | 31.61 | 91.55 | 1.18 | -0.25 | 76.97 |
| | 建筑装饰 | 15.05 | 95.99 | 1.20 | -0.11 | 6.76 |
| 金融 | 银行 | 6.53 | 67.11 | 2.25 | 1.28 | 73.81 |
| | 非银金融 | 9.25 | 1.45 | 2.10 | -0.06 | 19.66 |

*数据来源：wind，西南证券整理；注：最新估值和成交额数据截止于2026年11月5日*

# 估值面：A股估值&情绪下修接近尾声

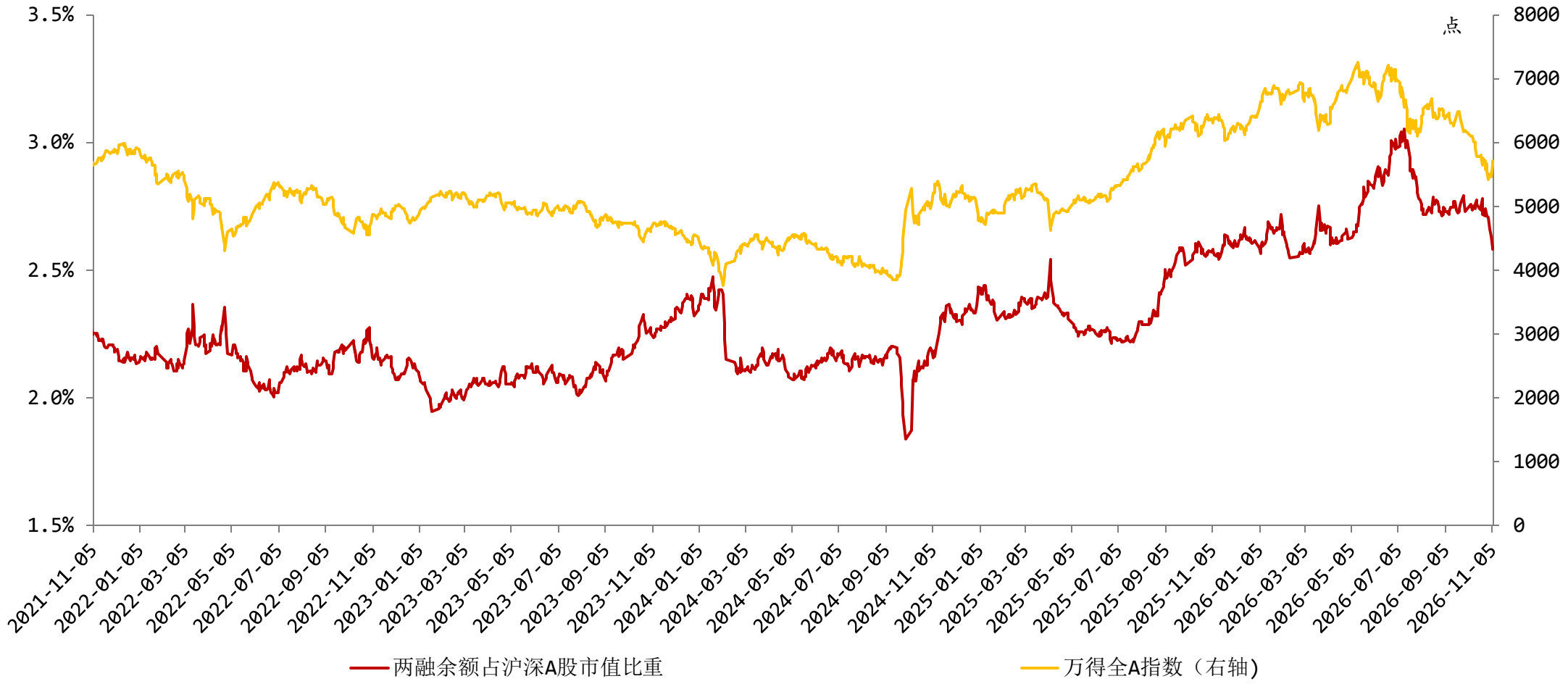
- 全A TOP5%个股成交集中度已自7月上旬约54%的阶段性高位显著回落，10月份已降至41%附近。对比历史走势，该指标目前处于历史中枢偏上沿的位置，反映出市场微观交易结构虽有所降温，但资金拥挤度尚未完全降至历史低位（如30%-35%区间）。




*数据来源：wind，西南证券整理*

# 估值面：A股估值&情绪下修接近尾声

- 情绪面上，两融余额占沪深A股市值的比例自7月中下旬高位回落，截至11月5日跌至2.58%左右，中期维度仍处于牛市情绪区间。

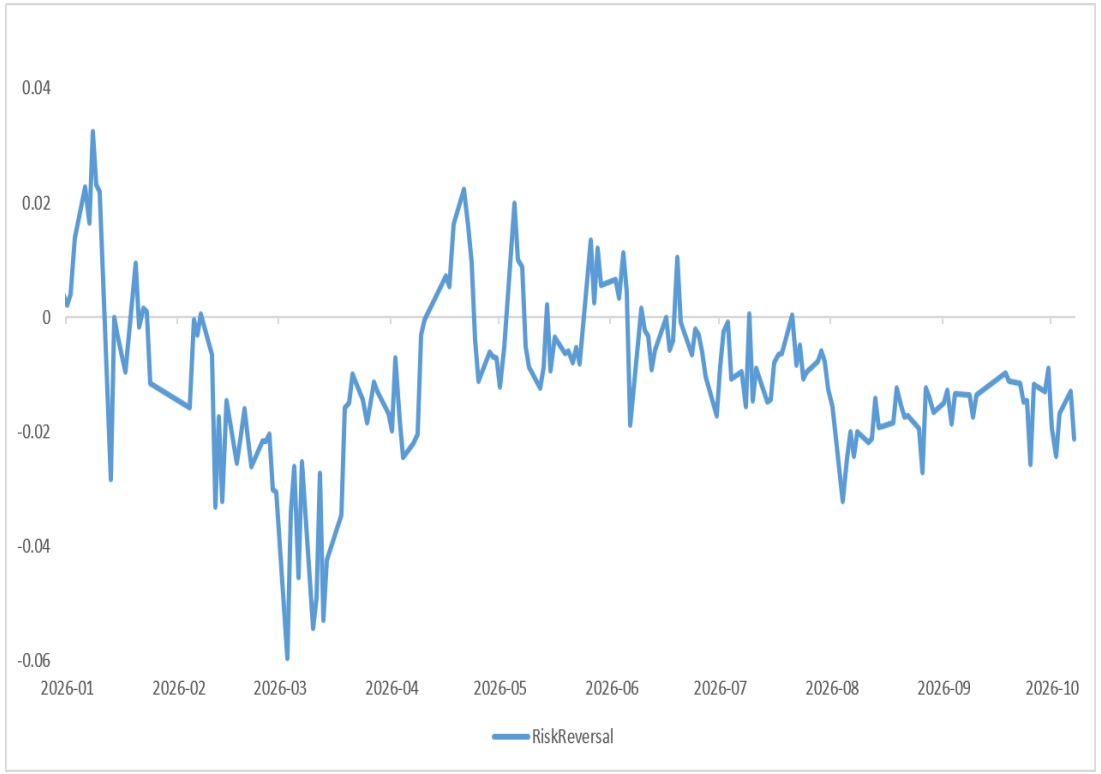



*数据来源：wind，西南证券整理*

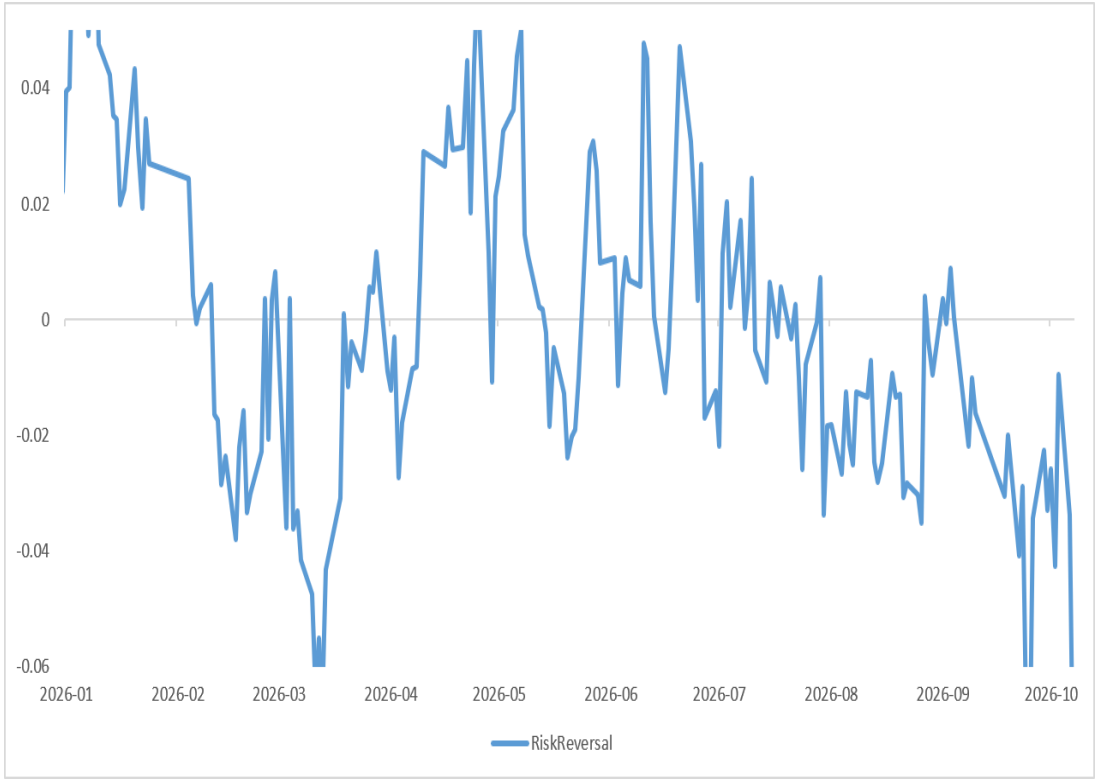
# 估值面：A股估值&情绪下修接近尾声

- 但短期情绪指标，风险逆转指标（Risk Reversal）目前处于低位，意味着市场市场情绪偏向看跌，尤其科创50ETF，意味着短期可能会有触底反弹。

沪深300ETF Call平值IV - Put平值IV




科创50ETF Call平值IV - Put平值IV




*数据来源：wind，西南证券整理*

# 目录

外部环境：加息周期与利率波动

估值面：A股估值&情绪下修接近尾声

资金面：A股牛市基础并未动摇

# 资金面：A股牛市基础并未动摇

- **综合来看，目前公募基金持仓仍主要集中在电子、通信板块，但是相比Q2已经边际下降，而美容护理、环保、钢铁、纺织服装、建筑装饰、轻工制造等仍处于低配状态。**
- 相比2026Q2，Q3公募基金持有电子、通信板块市值占比已经分别边际回落7.3、2.0个百分点，合计占比约为42.3%。
- 2026Q3公募基金仓位占比上升最多的为医药生物、银行等，分别升高3.4和1.2个百分点至10.2%和3.1%。

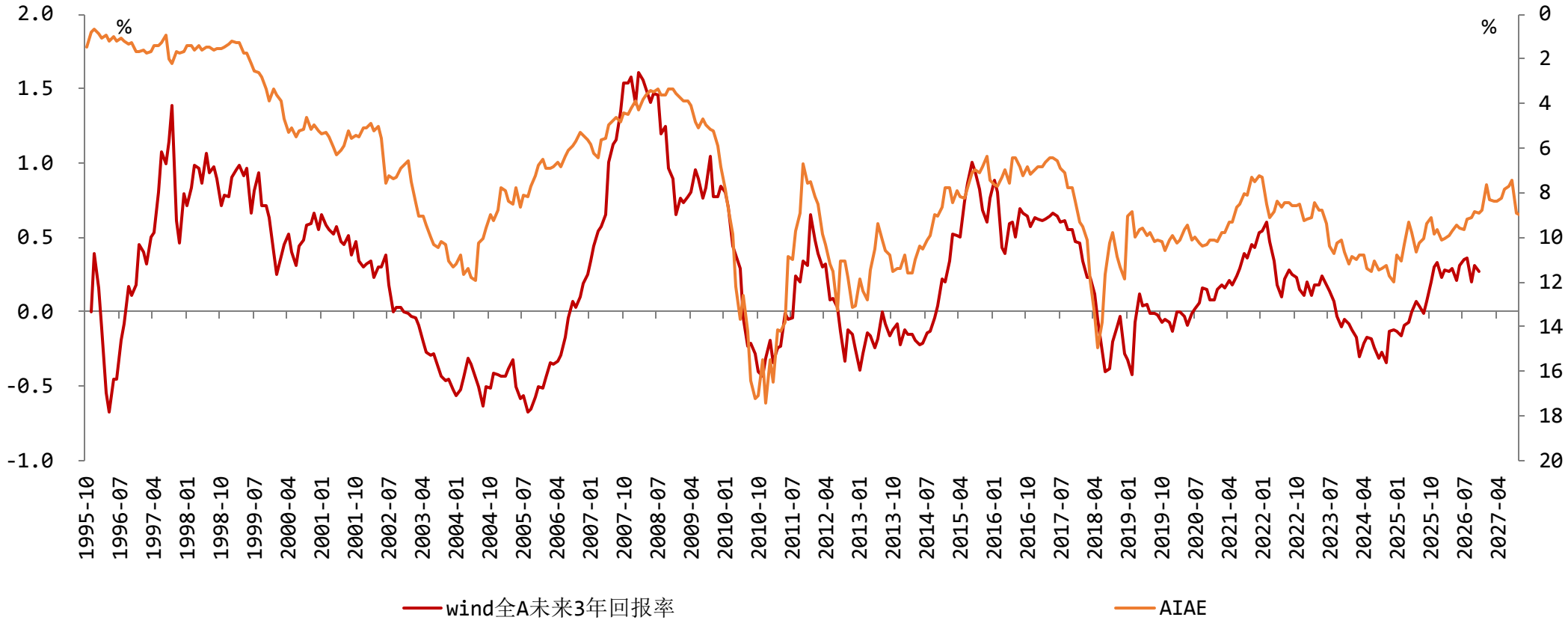
公募基金分行业持仓市值占比

| 行业 | 2026Q3 | 2026Q2 | 2026Q1 | 2025Q4 |
|---|---|---|---|---|
| 电子 | 30.53 | 37.79 | 17.97 | 18.60 |
| 通信 | 11.81 | 13.76 | 9.44 | 8.48 |
| 医药生物 | 10.22 | 6.85 | 9.13 | 8.20 |
| 电力设备 | 5.31 | 6.47 | 9.62 | 9.00 |
| 非银金融 | 4.83 | 4.38 | 5.89 | 7.76 |
| 有色金属 | 4.35 | 3.69 | 6.61 | 6.77 |
| 机械设备 | 3.52 | 4.09 | 3.01 | 2.77 |
| 食品饮料 | 3.36 | 2.61 | 5.24 | 5.74 |
| 传媒 | 3.16 | 2.55 | 4.44 | 5.42 |
| 银行 | 3.14 | 1.98 | 3.32 | 4.11 |
| 计算机 | 2.26 | 1.69 | 2.19 | 2.23 |
| 汽车 | 2.22 | 1.78 | 3.33 | 3.41 |
| 国防军工 | 1.85 | 1.48 | 2.00 | 1.67 |
| 商贸零售 | 1.60 | 1.25 | 2.50 | 2.85 |
| 家用电器 | 1.60 | 1.16 | 1.84 | 2.30 |
| 基础化工 | 1.56 | 1.72 | 2.76 | 1.81 |
| 石油石化 | 1.34 | 0.77 | 1.93 | 0.95 |
| 煤炭 | 1.12 | 0.77 | 1.11 | 0.72 |
| 公用事业 | 1.07 | 0.62 | 1.03 | 1.11 |
| 交通运输 | 1.04 | 0.81 | 1.42 | 1.14 |
| 房地产 | 0.88 | 0.51 | 0.74 | 0.61 |
| 社会服务 | 0.86 | 0.83 | 1.50 | 1.57 |
| 农林牧渔 | 0.83 | 0.49 | 0.78 | 0.80 |
| 建筑材料 | 0.45 | 1.04 | 0.48 | 0.35 |
| 轻工制造 | 0.27 | 0.25 | 0.38 | 0.44 |
| 建筑装饰 | 0.24 | 0.17 | 0.33 | 0.25 |
| 纺织服饰 | 0.19 | 0.15 | 0.26 | 0.25 |
| 钢铁 | 0.14 | 0.13 | 0.41 | 0.33 |
| 环保 | 0.09 | 0.11 | 0.16 | 0.14 |
| 综合 | 0.08 | 0.04 | 0.06 | 0.05 |
| 美容护理 | 0.07 | 0.06 | 0.12 | 0.17 |

*数据来源：wind，西南证券整理*

# 资金面：A股牛市基础并未动摇

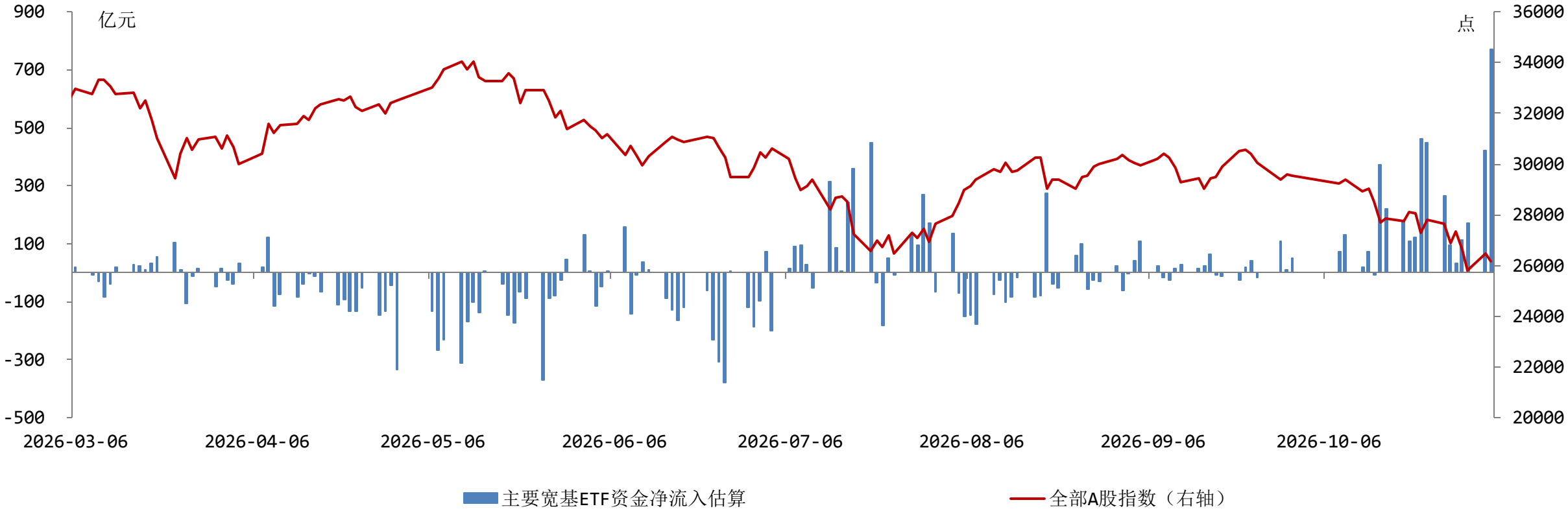
- AIAE指标实质上衡量的是投资者财富中股票所占的比例，其公式是：AIAE = 所有股票的市值 / （所有股票的市值 + 所有借款人的总负债）。该指标对于A股未来3年回报率有一定领先性。从目前情况来看，AIAE预示着2027年中之前居民存款搬家仍有空间，增量资金仍有望成为A股行情的驱动因素之一。




*数据来源：wind，西南证券整理*

# 资金面：A股牛市基础并未动摇

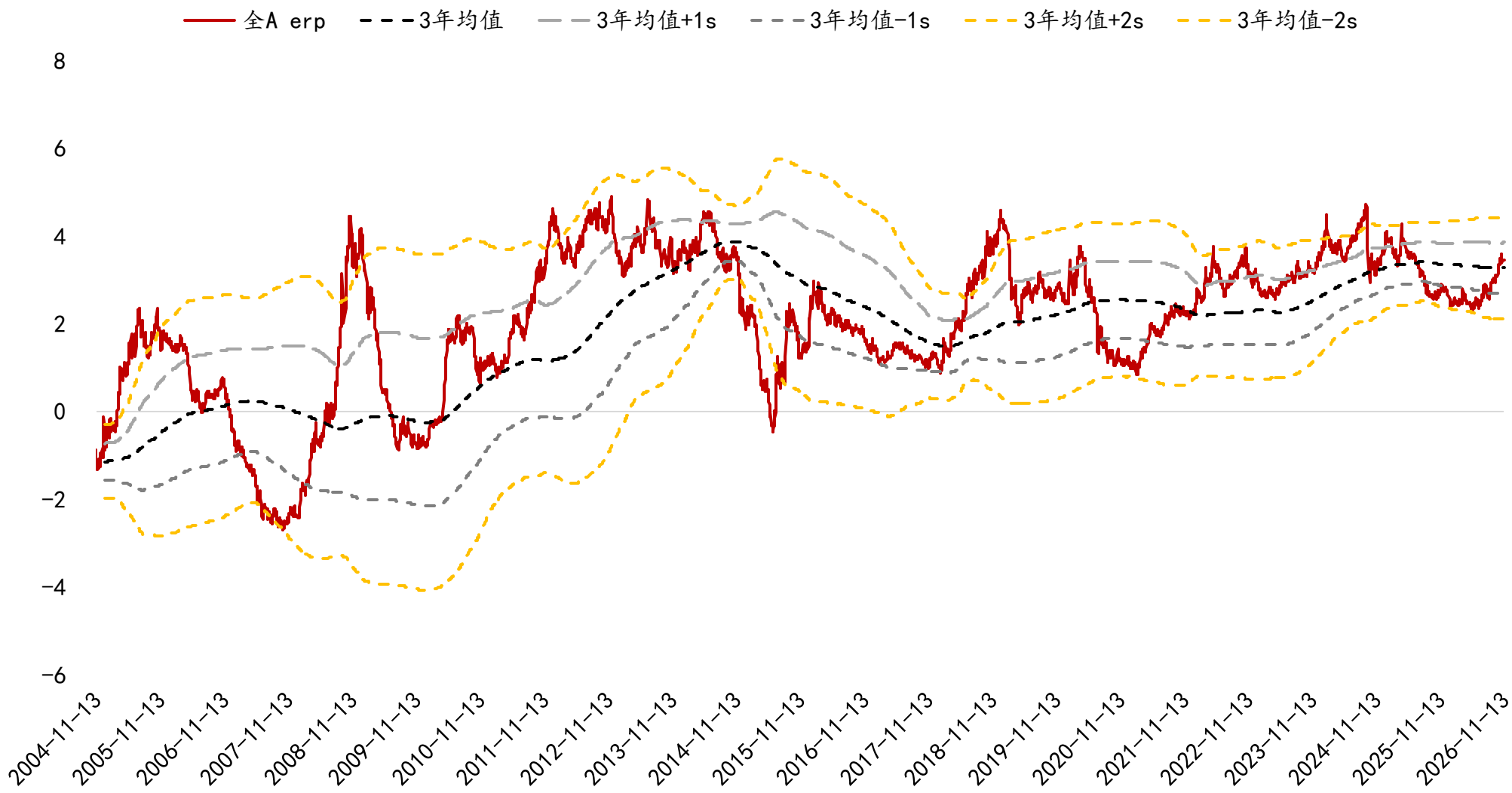
- 11月2日，证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）开展第三次操作，股票回购增持再贷款政策由阶段性安排转为长期制度性安排，再贷款利率由1.25%降至1%。31家证券、基金公司申报需求，申请额度超过1000亿元。这一规模超过前两次操作的总和。
- 10月份以来，宽基指数持续迎来资金净流入，对市场逐步起到托底的作用。




*数据来源：wind，西南证券整理*

# 资金面：A股牛市基础并未动摇

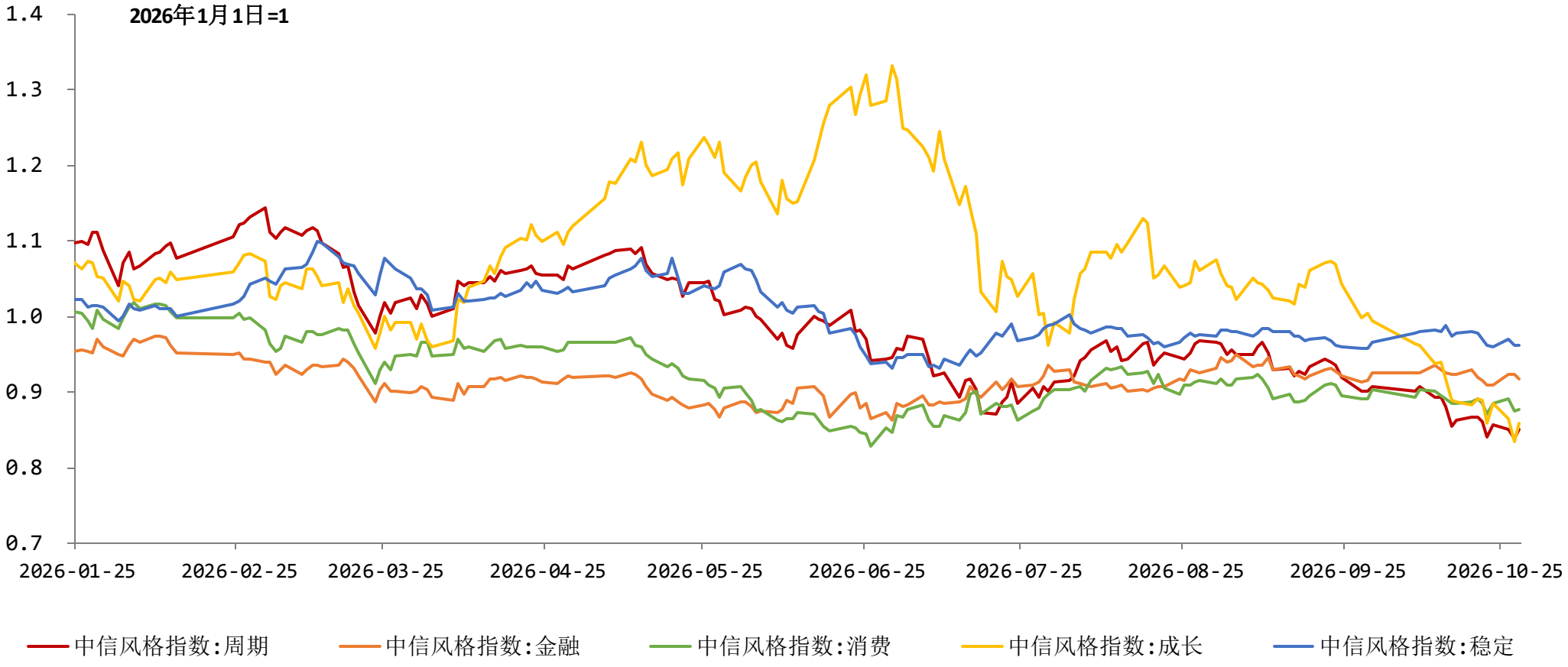
- 险资等长线资金是否入场取决于股债性价比（ERP），目前该指标已经回到过去3年均值水平。




*数据来源：wind，西南证券整理*

# 资金面：A股牛市基础并未动摇

- 在经历风格快速轮动之后，市场交易主线或回到有业绩支撑的板块。若全球AI景气延续，国内电子、通信等成长板块在经历估值和情绪出清后，仍有望受益于基本面增长。但在短期AI受融资等的担忧情绪扰动下，或将震荡调整。此外，Q4国内促内需政策发力，红利、内需等板块对指数或有一定托底作用。




*数据来源：wind，西南证券整理*

# 总结

- **全球加息周期下，短期加息预期降温，美债利率边际回落。**民主党拿下两院、德州州长超预期易手，数据中心审批和税惠政策面临变数。但油价与租金压力仍在，基差交易平仓也可能放大长端利率波动。**历次美国首次加息后，上证指数平均先跌后震荡修复。**
- **从估值和情绪角度来看，**对比2006年以来8轮产业主线行情，本轮电子、通信回撤较深、下跌较快，接近2015年证券、传媒的调整。目前，电子、通信市盈率历史分位已降至约41%和15%，科创50ETF期权风险逆转指标也处于低位。同时科创综指与创业板指的中期盈利预期仍在上修，为科技板块修复提供支撑，抛压缓和后有望筑底反弹。
- **从资金行为来看，**三季度公募电子、通信合计持仓占比回落逾9个百分点，10月以来宽基ETF持续获资金净流入，互换便利与回购增持再贷款进一步提供支持。
- **风险提示：**中东冲突事件发酵超预期的风险、 AI新产业需求大爆发的风险、历史经验的局限性的风险。

# 风险提示

**1、中东冲突事件发酵超预期的风险。**若冲突升级，能源供给与航运可能进一步受限。油价上行或强化美国通胀黏性。美债利率可能再度快速冲高，压制风险资产估值。

**2、AI新产业需求大爆发的风险。**若AI商业化和盈利增长超预期，资本开支可能持续扩张。投资与就业韧性或削弱高利率的抑制作用。

**3、历史经验的局限性的风险。**历史复盘样本有限，统计结果受观察窗口和指标口径影响。当前政策与产业环境也有别于历史。行情调整及修复节奏可能偏离历史规律。

西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：程睿智
执业证号：S1250524050004
邮箱：chengzuoz@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

| | |
|---|---|
| 公司评级 | 买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上 |
| | 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间 |
| | 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间 |
| | 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上 |
| | 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间 |
| | 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下 |

## 分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 西南证券研究院

## 西南证券研究院


**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

**深圳**

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

**重庆**

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025


## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 手机 | 邮箱 | 姓名 | 职务 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 上海 | 崔露文 | 上海公募销售主管 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn | 毛玮琳 | 销售岗 | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 私募销售主管 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn | 张大炜 | 销售岗 | 13163027178 | zhangdaw@swsc.com.cn |
| | 戴剑箫 | 销售岗 | 13524484975 | daijx@swsc.com.cn | 张怀文 | 销售岗 | 18800275611 | zhanghuaiwen@swsc.com.cn |
| | 叶佳缘 | 销售岗 | 15800609605 | yejy@swsc.com.cn | 苏湖 | 销售岗 | 18913127448 | suhu1997@swsc.com.cn |
| | 贾文婷 | 销售岗 | 13621609568 | jiawent@swsc.com.cn | | | | |
| 北京 | 李杨 | 北京公募销售主管 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn | 杨薇 | 销售岗 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 北京保险销售主管 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn | 王宇飞 | 销售岗 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售岗 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn | 刘艳 | 销售岗 | 18456565475 | liuyanyj@swsc.com.cn |
| 广深 | 高欣 | 广深销售主管 | 13923418464 | gaoxin@swsc.com.cn | 黄诗洁 | 销售岗 | 18817316880 | hsj@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售岗 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn | 周玥 | 销售岗 | 18580531950 | zhy1997@swsc.com.cn |
| | 文柳茜 | 销售岗 | 13750028702 | wlq@swsc.com.cn | 彭志伟 | 销售岗 | 15521604635 | pzhw@swsc.com.cn |
| | 林哲睿 | 销售岗 | 15602268757 | lzr@swsc.com.cn | | | | |