

2025年10月31日

指数震荡中慢牛行情延续

2025年11月份投资策略报告

投资策略

月度策略

证券研究报告

投资要点：

分析师：费小平

SAC 执业证书编号：

S0340518010002

电话：0769-22111089

邮箱：fxp@dgzq.com.cn

分析师：尹炜祺

SAC 执业证书编号：

S0340522120001

电话：0769-22118627

邮箱：

yinweiqi@dgzq.com.cn

分析师：曾浩

SAC 执业证书编号：

S0340523110001

电话：0769-22119276

邮箱：zenghao@dgzq.com.cn

市场主要指数 10 月份表现

	收盘点位	涨跌幅
上证指数	3954.79	1.85%
深证成指	13378.21	-1.10%
沪深 300	4640.67	0.00%
创业板指	3187.53	-1.56%
科创 50	1415.53	-5.33%
北证 50	1582.71	3.54%

资料来源：东莞证券研究所，iFinD

上证指数月线走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

■ **2025年10月大盘先抑后扬。**10月中上旬，中美贸易摩擦升级叠加大盘阶段性高位，部分高估值板块面临回调压力；10月下旬，二十届四中全会明确“十五五”时期“科技自立自强”的核心地位，科技主线逻辑强化，加之中美谈判利好以及美联储降息预期进一步升温，对A股形成支撑，沪指突破4000点，续创十年新高。截至10月31日，上证指数月K线上涨1.85%，深证成指月K线下跌1.10%，创业板指月K线下跌1.56%，科创50月K线下跌5.33%，北证50月K线上涨3.54%。个股板块涨多跌少，煤炭、钢铁、有色金属、石油石化和公用事业等板块涨幅靠前；传媒、美容护理、汽车、电子和房地产等板块跌幅靠前。

■ **2025年11月份行情研判：指数震荡中慢牛行情延续。**外部形势方面，美国PMI数据偏强，显示美国增长动能仍具韧性，但就业分项依然偏弱；货币政策上，美联储降息如期落地，但FOMC内部分歧加大，鲍威尔“放鹰”后宽松路径存疑；此外，中美经贸团队在吉隆坡磋商达成多项共识，涉及关税调整、出口管制暂停及行业合作等，为双边经贸关系注入稳定性。国内经济方面，9月经济延续“生产韧性、需求放缓”的趋势，出口超预期，物价有改善但仍低位运行。虽然三季度经济出现走弱，但考虑到完成全年GDP增速目标的难度较小，且财政稳增长政策已落地两项，四季度中央或侧重于存量政策落实落细，并更加着眼于中长期，四季度经济或在外需韧性和政策的指引下，回落中有所企稳。市场方面，10月A股市场经历明显的风格轮动，大盘价值指数彰显防御属性，而高估值成长板块则出现回调。10月下旬A股表现再度强势，沪指一举突破4000点，再创十年新高。量能方面，A股成交额重回2万亿上方，两融余额首次突破2.5万亿。展望11月，市场将进入政策效能集中释放与四季度盈利验证的关键窗口。考虑到“十五五”建议稿聚焦高质量发展与科技自立自强，中美元首会晤有望开启中美关系的阶段性缓和期，或对市场风偏形成积极支撑，指数有望在震荡中延续慢牛行情。短期需关注两点：一是AI热潮下的资本开支扩张令投资者对科技板块短期回报存疑；二是美联储释放更偏鹰派的政策信号，市场避险情绪存在升温风险。

■ 板块上建议关注机械设备、TMT、电力设备、有色金属、金融、基础化工和国防军工等行业。

■ **行业配置：超配机械设备、TMT、电力设备、有色金属等。**综合市场以及基本面等因素，我们认为，在行业配置上，11月建议超配：机械设备、TMT、电力设备、有色金属等。

■ **风险提示：**美联储重启降息时间推迟；中美贸易摩擦超预期恶化，出口下滑幅度大于预期；国内财政扩张力度不及预期；资金面风险偏好收敛。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1、月度行情回顾	3
2、2025 年 11 月份市场环境分析	4
2.1 全球经济恢复态势相对平稳，国内经济分化进一步加大	4
2.2 “十五五”提出七项主要目标，聚焦高质量发展与科技自立自强	6
2.3 国债买卖重启，板块改革纵深推进，两融资金维持高位	7
3、11 月行情研判：指数震荡中慢牛行情延续	9
4、行业配置：超配机械设备、TMT、电力设备和有色金属	11
5、风险提示	13

插图目录

图 1：近期指数走势	3
图 2：10 月份各大指数表现	3
图 3：行业板块 10 月份涨跌幅	3
图 4：工业增加值增速	5
图 5：国内消费数据	5
图 6：固定资产投资累计增速	6
图 7：融资融券数据	8

1、月度行情回顾

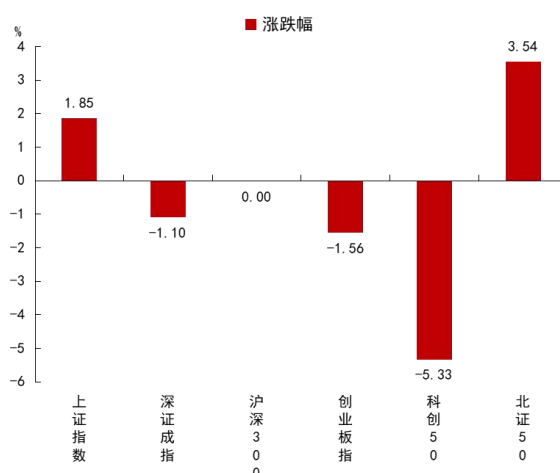
2025 年 10 月大盘先抑后扬。10 月中上旬，中美贸易摩擦升级叠加大盘阶段性高位，部分高估值板块面临回调压力；10 月下旬，二十届四中全会明确“十五五”时期“科技自立自强”的核心地位，科技主线逻辑强化，加之中美谈判利好以及美联储降息预期进一步升温，对 A 股形成支撑，沪指突破 4000 点，续创十年新高。截至 10 月 31 日，上证指数月 K 线上涨 1.85%，深证成指月 K 线下跌 1.10%，创业板指月 K 线下跌 1.56%，科创 50 月 K 线下跌 5.33%，北证 50 月 K 线上涨 3.54%。个股板块涨多跌少，煤炭、钢铁、有色金属、石油石化和公用事业等板块涨幅靠前；传媒、美容护理、汽车、电子和房地产等板块跌幅靠前。

图 1：近期指数走势



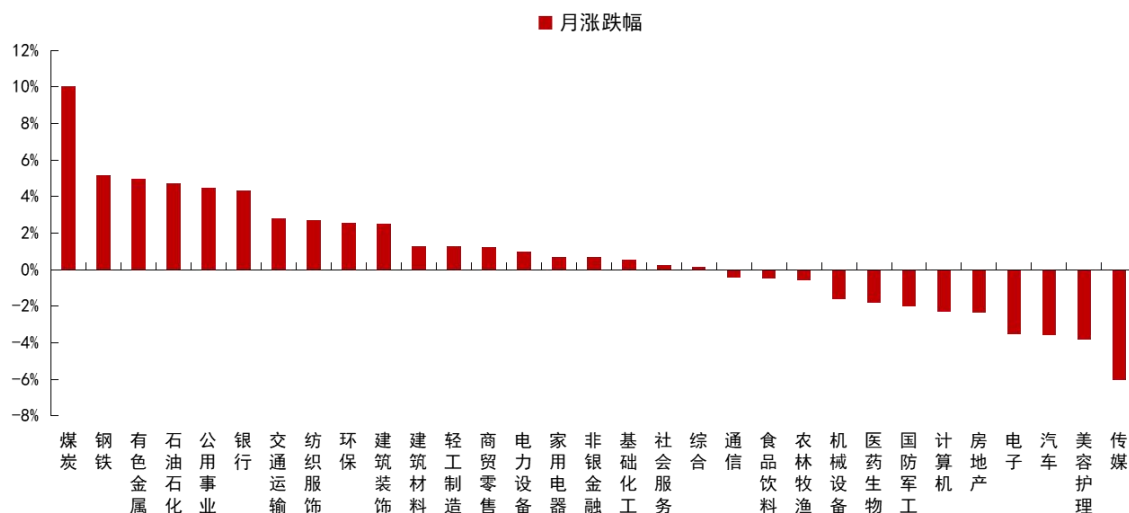
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：10 月份各大指数表现



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 3：行业板块 10 月份涨跌幅



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

2、2025 年 11 月份市场环境分析

2.1 全球经济恢复态势相对平稳，国内经济分化进一步加大

（1）美欧综合 PMI 显著上行，美联储 10 月降息落地

9 月全球制造业 PMI 指数录得 50.8%，较前值回落 0.1 个百分点，维持在荣枯线以上，全球经济恢复态势相对平稳。美国方面，季调后，美国 10 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 52.2%，较前值上行 0.2 个百分点，高于预期的 52.0%；服务业 PMI 表现尤为突出，初值录得 55.2%，较前值回升 1.0 个百分点，且大幅高于预期的 53.5%，为今年 3 月以来最高水平；综合 PMI 指数上升 0.9 个百分点至 54.8%，创下近半年新高。整体而言，PMI 数据相对偏强，显示美国增长动能仍具韧性，但就业分项依然偏弱。欧元区方面，10 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 50.0%，较前值上升 0.2 个百分点；服务业 PMI 初值录得 52.6%，较前值显著上升 1.3 个百分点，达到 14 个月高点，推动综合 PMI 数据上升至 52.2%，创 2024 年 5 月以来最高水平。日本方面，10 月日本 Markit 综合 PMI 初值录得 50.9%，较前值回落 0.4 个百分点，其中制造业 PMI 下行 0.2 个百分点至 48.3%，服务业 PMI 回落 0.9 个百分点至 52.4%。

货币政策上，美联储在 10 月议息会议宣布，将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点到 3.75%至 4.00%之间，符合市场预期。这是美联储继 9 月 17 日降息 25 个基点后再次降息，也是自 2024 年 9 月以来第五次降息。与此同时，FOMC 决定于 12 月 1 日结束对整体证券持有规模的缩减，即“结束缩表”。在本次决议中，共有两位委员投出了反对票：米兰主张降息 50 个基点，施密德则认为应该维持利率不变，美联储内部分歧加大。美联储主席鲍威尔在随后举行的新闻发布会上强调，9 月和 10 月的降息是出于风险管理考虑，本次降息是“迈向更中性政策立场的又一步”。并称，“对于 12 月如何行动，我们的看法存在很大分歧，12 月是否进一步降息远未成定局。”整体来看，本次鲍威尔定调偏鹰，尽管鲍威尔依然强调就业市场的下行风险但给市场过度定价 12 月降息浇冷水，他强调“远非板上钉钉”，后续宽松通道能否延续依旧扑朔迷离。展望 12 月，最新公布的 9 月 CPI 数据低于预期，通胀整体温和铺平降息道路，且联邦政府持续停摆在一定程度上放大了对短期经济的扰动，短期内“聚光灯”仍在就业数据。在就业市场整体降温的背景下，我们认为美联储 12 月继续降息仍然是基准情形。但仍需警惕明年上半年美国通胀压力在降息后的持续显现，届时市场关注点或将从就业切换至通胀。

（2）三季度 GDP 增速符合预期，外需韧性仍存内需偏弱

2025 年前三季度 GDP 同比增长 5.2%，高于“5%左右”的全年目标，在美国关税冲击下仍体现韧性。从单季度数据来看，随着关税冲击显化和国内经济结构的调整，三季度经济出现走弱，三季度 GDP 同比增长 4.8%，经济增速较第二季度的 5.2%放缓了 0.4 个百分点，整体符合预期。从结构来看，4.8%GDP 增速的背后，经济“冷热不均”的现象仍较明显：外需仍维持韧性，而消费与投资等内需指标整体偏弱；从价格来看，受益于 PPI 和核心 CPI 的上行，三季度 GDP 平减指数从第二季度的 -1.2%边际改善至 -1.0%。从 9 月数据来看，生产端显著强于预期，9 月规模以上工业增加值同比增长 6.5%，较上月上升 1.3 个百分点，其中高技术制造业表现亮眼，与 9 月 PMI 数据相互验证；投

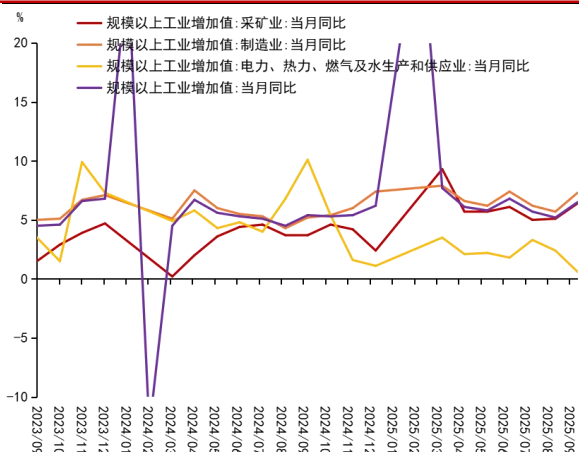
资方面，三季度固定投资的三大分项制造业投资、基建投资、地产投资都出现了全面的回落，可能与关税及反内卷拖累制造业投资、地方政府化债压力制约基建投资、房价和销售持续下行影响房企投资能力和意愿有关。1-9 月固定资产投资累计同比已经转负，录得-0.5%，其中 1-9 月房地产开发投资同比下降 13.9%；消费方面，9 月社会消费品零售总额同比增长 3.0%，较 8 月继续回落 0.4 个百分点，一方面前期消费品以旧换新政策的透支效应和补贴退坡导致补贴类商品、耐用品消费走弱，另一方面与去年的高基数也有关。外贸方面，今年以来，“抢出口”效应叠加中国在新兴市场的份额提升，支撑出口持续超预期。以美元计价，9 月出口总额同比增长 8.3%，创下近 6 个月最高，外需仍维持韧性。

通胀数据方面，今年 9 月份，CPI 同比下降 0.3%，降幅有所收窄。1-9 月平均，CPI 比上年同期下降 0.1%。可见，我国的 CPI 依然在低位徘徊；与此同时，受益于消费品换新政策和产能治理成效显现，叠加金价上涨，今年核心 CPI 同比一直在逐月改善：从 1-2 月平均的 0.3%，已回升至 9 月份的 1%。此外，PPI 方面，去年低基数影响下，叠加反内卷和美联储降息，PPI 同比读数从-2.9%明显收窄至-2.3%。金融数据方面，9 月社会融资规模增量为 3.53 万亿元，同比少增 2297 亿元，社融增速录得 8.7%，环比回落 0.1 个百分点。其中，政府债券新增 1.19 万亿元，同比少增 3500 亿元，政府债前置后劲或有不足；社融口径人民币贷款新增 1.6 万亿元，同比少增 3700 亿元，政府债、信贷是主要拖累，而企业债、未贴现票据同比改善。信贷方面，9 月新增人民币贷款 1.3 万亿元，同比少增 3000 亿元。信贷结构中，居民、企业部门新增信贷环比季节性改善，但同比分别少增 1110 亿、2700 亿，内生融资需求依然偏弱。值得注意的是，9 月 M2 同比回落 0.4 个百分点至 8.4%，M1 增速继续上行至 7.2%，M1-M2 剪刀差持续走阔，说明资金活化现象仍在持续。

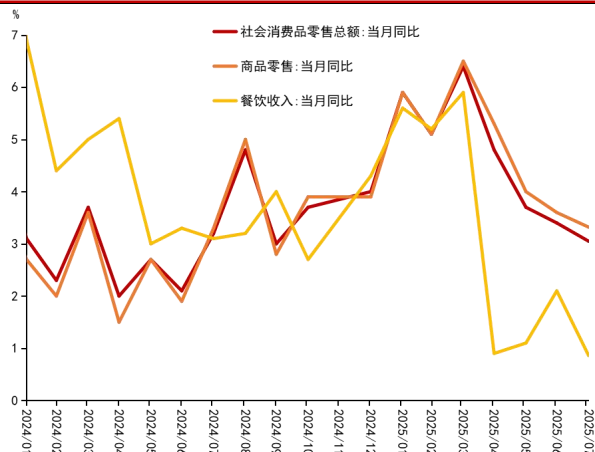
综上所述，三季度 4.8%GDP 增速的背后，经济“冷热不均”的现象仍较明显。9 月经济延续“生产韧性、需求放缓”的趋势，出口超预期，物价有改善但仍低位运行。回顾 2025 年我国宏观经济的走势，上半年，“抢出口”带动生产与外需，“两新”政策靠前发力支撑居民消费与制造业投资。在此背景下，上半年经济表现明显好于预期。但随着关税冲击显化和国内经济结构的调整，三季度经济出现走弱，整体符合预期。展望四季度的经济走势，首先，与去年相似的地方在于一季度经济取得开门红后，经济边际下滑，但今年总体而言韧性更强，虽然三季度以来经济增速回落，但并未出现去年同期的加速下行状态，短期的经济压力尚可。其次，前三季度 GDP 同比增长 5.2%，考虑到完成全年 GDP 增速目标的难度较小，短期政策大幅加码的必要性不大，且财政稳增长政策已落地两项，政策或暂时进入观望阶段。最后，我们认为，四季度中央或侧重于存量政策落实落细，并更加着眼于中长期，四季度经济或在外需韧性和政策的指引下，回落中有所企稳。

图 4：工业增加值增速

图 5：国内消费数据

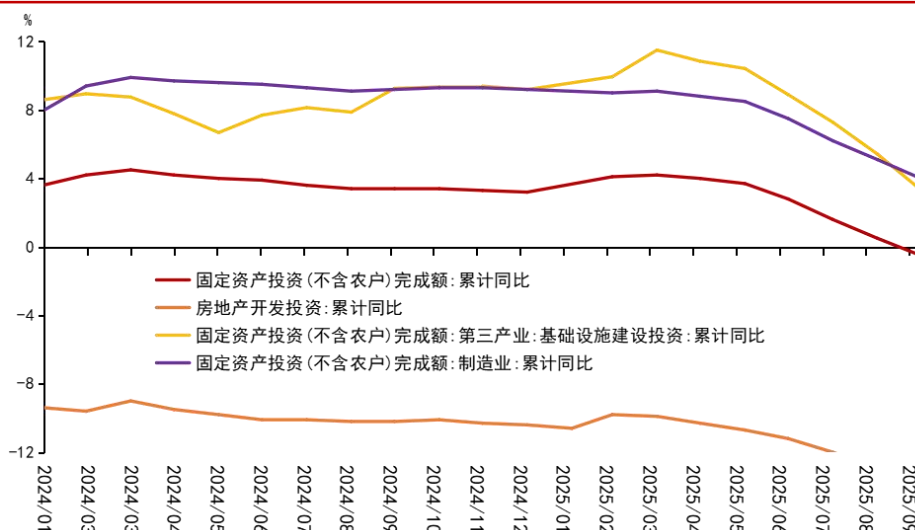


资料来源: iFinD 资讯, 东莞证券研究所



资料来源: iFinD 资讯, 东莞证券研究所

图 6: 固定资产投资累计增速



资料来源: iFinD 资讯、东莞证券研究所

2.2 “十五五”提出七项主要目标，聚焦高质量发展与科技自立自强

10 月 28 日，新华社授权发布《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》。其中，在外部环境研判方面，《建议》强调“国际经济贸易秩序遇到严峻挑战，世界经济增长动能不足；大国博弈更加复杂激烈”。在国内经济形势方面，《建议》在强调我国经济长期向好的基本面与制度优势的同时，也客观指出当前我国“有效需求不足，国内大循环存在卡点堵点；新旧动能转换任务艰巨；就业和居民收入增长压力较大”等方面问题。针对上述变化，《建议》提出了“十五五”时期经济社会发展的七项主要目标，从行文顺序上看，“高质量发展”和“科技自立自强”被赋予极其重要的位置，并在主要目标中进一步突出经济总量、结构优化与安全底线。在总量目标方面，《建议》明确提出“经济增长保持在合理区间”，考虑到 2035 年需要基本实现社会主义现代化，以及人均 GDP 达到中等发达国家水平的目标，我们预计“十五五”期间 GDP 年增速或在 4.75% 左右，总体仍处于较快增长水平。此外，《建议》还新增了安全维度的目标，提出“国家安全屏障更加巩固”。

最后，在结构方面，需求侧强调“居民消费率明显提高”，并将民生相关目标置于更突出位置。结合后文“建设强大国内市场，加快构建新发展格局”举措中，提出“坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合，以新需求引领新供给，以新供给创造新需求”，意味着后续会更加注重供给和需求的适配性，并在宏观政策上由过去以投资和物为主向消费和人倾斜，即告别过去以生产端、供给端、投资端为主的宏观政策导向。供给侧方面，目标要求“科技自立自强水平大幅提高”和“科技创新与产业创新深度融合”。在后文“建设现代化产业体系，巩固壮大实体经济根基”举措中，提及“制造强国”“未来产业”“融合化”等字眼，说明未来五年将会更加注重构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系，优化提升传统产业，培育壮大新兴产业和未来产业。在“加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力”举措中，将教育强国、人才强国、科技强国放在一起，并在此基础上提出全面增强自主创新能力、抢占科技发展制高点，体现出对高水平科技和对新质生产力的高度重视，意味着要通过教育强国、人才强国等加强原始创新和关键核心技术攻关，突破卡脖子。

目前，短期经济压力尚可，政策更加着眼于中长期。财政政策方面，9 月财政支出进度较 8 月加快，9 月底启动的 5000 亿元新型政策性金融工具已全部完成投放，加之财政部安排 5000 亿地方政府债务结存限额、提前下达 2026 年新增债务限额等都有利于广义财政支出继续加力，对基建投资构成支撑。货币政策方面，2024 年底，我国货币政策基调时隔 14 年首次由“稳健”转向“适度宽松”，今年其实整体的货币政策定力较足。10 月份以来，中小银行又进入了新一轮降息潮，加之美联储重启降息给国内创造了更宽松的货币环境，四季度可能会迎来降准降息，以促进消费和房地产市场加速企稳。消费政策方面，中央财政可能加大“国补”接续力度、积极落实消费贷贴息政策、在保障改善民生中扩大消费需求，例如免费学前教育、托育养老、育儿补贴等。展望四季度，考虑到完成全年 GDP 增速目标的难度较小，短期政策大幅加码的必要性不大，政策或侧重于存量政策落实落细。增量政策方面，将着眼于“十五五”布局规划，“十五五”规划纲要相关文件出炉将为行业和主题投资提供更清晰的指引，年底的 12 月政治局会议和中央经济工作会议将是重要的增量政策观察窗口。

总体来看，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》重磅发布，为今后 5 年的宏观经济与政策导向提供更清晰的指引。《建议》提出了“十五五”时期的主要目标，从顺序上看，“高质量发展”和“科技自立自强”被赋予极其重要的位置，未来五年将会更加注重构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系，优化提升传统产业，培育壮大新兴产业和未来产业。另外，也需要注意到，居民消费率明显提高将成为“十五五”期间的重要经济发展目标，后续政策可能将更加详细阐述促消费长效机制的建立。展望四季度，考虑到完成全年 GDP 增速目标的难度较小，短期政策大幅加码的必要性不大，政策或侧重于存量政策落实落细。增量政策方面，将着眼于“十五五”布局规划，“十五五”规划纲要相关文件出炉将为行业和主题投资提供更清晰的指引，年底的 12 月政治局会议和中央经济工作会议将是重要的增量政策观察窗口。

2.3 国债买卖重启，板块改革纵深推进，两融资金维持高位

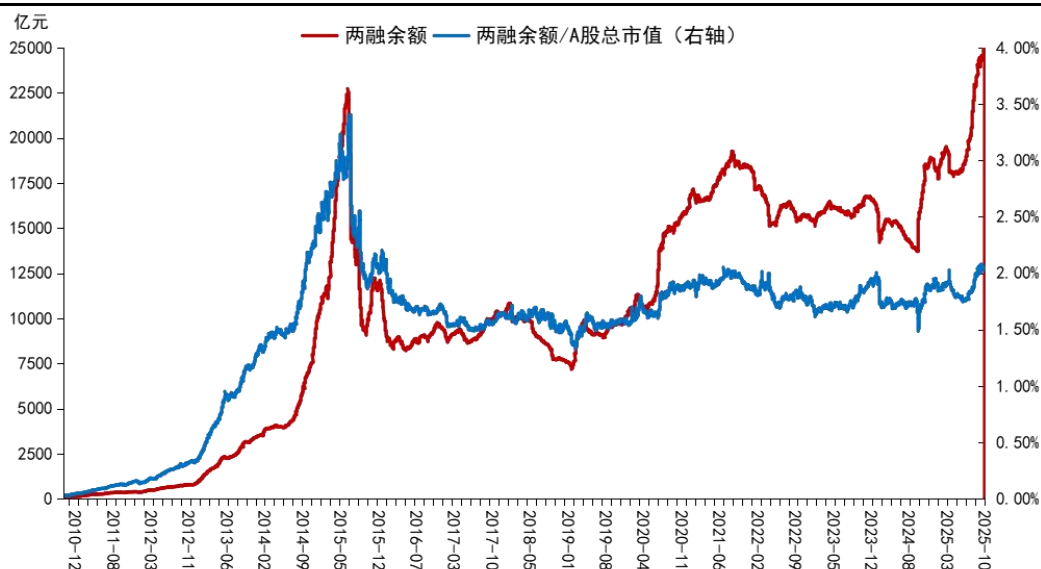
公开市场操作方面，2025 年 10 月央行累计开展了 47453 亿元逆回购以及 9000 亿元 MLF 操作，鉴于当月有 61906 亿元资金到期，央行 10 月公开市场累计净回笼 4253 亿元，较 9 月净投放额由正转负。LPR 方面，10 月两个期限品种的 LPR 报价保持不变，符合市场预期。往后看，考虑到 9 至 10 月美联储连续降息，外部因素对国内实施适

度宽松货币政策的掣肘进一步弱化，加之国内仍处在弱信用、弱地产以及低通胀和高实际利率环境下，四季度政策利率及 LPR 报价仍有下调空间。此外，中国央行近期重申货币政策的支持性立场并提出将恢复公开市场国债买卖操作，意味着自 2025 年 1 月暂停的公开市场国债买卖操作将会重新启动。此前，长端国债收益率调整、短端国债与资金利率倒挂程度缓解，已经为重启国债买卖提供了较好的利率环境。实际上，今年 8 月以来，人行通过各项工具投放的流动性便呈整体上升态势，体现出人行的有意呵护。我们认为，本次重启国债买卖主要目的仍是加强财政与货币政策的协同，也有助于稳利率、稳预期。

10 月 27 日，2025 金融街论坛年会在北京开幕，证监会主席在主题演讲时提到：“一是纵深推进板块改革，增强多层次市场体系的包容性和覆盖面：将启动实施深化创业板改革，设置更加契合新兴领域和未来产业创新创业企业特征的上市标准；持续推动北交所高质量发展，健全新三板市场差异化的挂牌、信披、交易制度，畅通三、四板对接机制。二是进一步固本培元，夯实市场稳定内在基础：将择机推出再融资储架发行制度，进一步拓宽并购重组支持渠道，促进上市公司产业整合、做优做强；督促上市公司完善治理、加大分红回购增持力度；着力发挥中长期资金“压舱石”和“稳定器”作用，扎实推进公募基金改革，推动企业年金、保险资金等全面落实长周期考核，丰富适配长期投资的产品和风险管理工具。三是统筹两个市场、两种资源，稳步扩大高水平制度型对外开放：10 月 27 日正式推出《合格境外投资者制度优化工作方案》。四是筑牢防风险、强监管的坚固防线，大力提升投资者权益保护质效。”

两融资金方面，随着资本市场情绪高涨，投资者信心不断提升，A 股两融余额自 8 月 5 日首次站上 2 万亿元台阶后，已连续 50 余个交易日站稳这一关键水平。截至 10 月末，A 股两融余额突破 2.5 万亿，再创历史新高。其中，融资余额突破 2.48 万亿元，较 9 月末增加 1000 余亿元。此外，10 月末两融余额占 A 股流通市值的比重约为 2.47%，较 9 月末的 2.41% 继续提升。重要股东交易方面，10 月份重要股东净减持约 310.51 亿元，减持力度较 9 月明显收敛。股权融资方面，按网上发行日进行统计，10 月份股票融资规模约为 525.65 亿元，其中定向增发募集资金达 372.73 亿元；此外，10 月 IPO 融资规模为 152.92 亿元，较 9 月有所上升。

图 7：融资融券数据



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

综上所述，近期央行国债买卖重启，资本市场板块改革纵深推进，A股两融资金维持高位。货币政策方面，考虑到9至10月美联储连续降息，外部因素对国内实施适度宽松货币政策的掣肘进一步弱化，加之国内仍处在弱信用、弱地产以及低通胀和高实际利率环境下，四季度政策利率及LPR报价仍有下调空间。此外，中国央行近期重申货币政策的支持性立场并提出将恢复公开市场国债买卖操作，有助于加强财政与货币政策的协同，也有助于稳利率、稳预期。资本市场方面，板块改革纵深推进，进一步拓宽并购重组支持渠道，督促上市公司加大分红回购增持力度；着力发挥中长期资金“压舱石”和“稳定器”作用。随着指数突破4000点大关，投资者信心不断集聚，10月末A股两融余额突破2.5万亿，再创历史新高，重要股东净减持力度较9月明显收敛，股票融资规模大幅回落。

3、11月行情研判：指数震荡中慢牛行情延续

对于2025年11月份的行情走势，我们认为：

第一，全球经济恢复态势相对平稳，国内经济分化进一步加大。9月全球制造业PMI指数维持在荣枯线上方，全球经济恢复态势相对平稳。其中，美国PMI数据相对偏强，显示美国增长动能仍具韧性，但就业分项依然偏弱；欧元区服务业显著恢复，推动综合PMI创2024年5月以来最高水平；日本制造业和服务业PMI双双回落。货币政策上，美联储降息如期落地，但FOMC内部分歧加大，鲍威尔“放鹰”后宽松路径存疑。国内方面，三季度4.8%GDP增速的背后，经济“冷热不均”的现象仍较明显。9月经济延续“生产韧性、需求放缓”的趋势，出口超预期，物价有改善但仍低位运行。回顾2025年我国宏观经济的走势，上半年，“抢出口”带动生产与外需，“两新”政策靠前发力支撑居民消费与制造业投资。在此背景下，上半年经济表现明显好于预期。但随着关税冲击显化和国内经济结构的调整，三季度经济出现走弱，整体符合预期。展望四季度的经济走势，首先，与去年相似的地方在于一季度经济取得开门

后，经济边际下滑，但今年总体而言韧性更强，虽然三季度以来经济增速回落，但并未出现去年同期的加速下行状态，短期的经济压力尚可。其次，前三季度 GDP 同比增长 5.2%，考虑到完成全年 GDP 增速目标的难度较小，短期政策大幅加码的必要性不大，且财政稳增长政策已落地两项，政策或暂时进入观望阶段。最后，我们认为，四季度中央或侧重于存量政策落实落细，并更加着眼于中长期，四季度经济或在外需韧性和政策的指引下，回落中有所企稳。

第二，“十五五”提出七项主要目标，聚焦高质量发展与科技自立自强。总体来看，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》重磅发布，为今后 5 年的宏观经济与政策导向提供更清晰的指引。《建议》提出了“十五五”时期的主要目标，从顺序上看，“高质量发展”和“科技自立自强”被赋予极其重要的位置，未来五年将会更加注重构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系，优化提升传统产业，培育壮大新兴产业和未来产业。另外，也需要注意到，居民消费率明显提高将成为“十五五”期间的重要经济发展目标，后续政策可能将更加详细阐述促消费长效机制的建立。展望四季度，考虑到完成全年 GDP 增速目标的难度较小，短期政策大幅加码的必要性不大，政策或侧重于存量政策落实落细。增量政策方面，将着眼于“十五五”布局规划，“十五五”规划纲要相关文件出炉将为行业和主题投资提供更清晰的指引，年底的 12 月政治局会议和中央经济工作会议将是重要的增量政策观察窗口。

第三，国债买卖重启，板块改革纵深推进，两融资金维持高位。货币政策方面，考虑到 9 至 10 月美联储连续降息，外部因素对国内实施适度宽松货币政策的掣肘进一步弱化，加之国内仍处在弱信用、弱地产以及低通胀和高实际利率环境下，四季度政策利率及 LPR 报价仍有下调空间。此外，中国央行近期重申货币政策的支持性立场并提出将恢复公开市场国债买卖操作，有助于加强财政与货币政策的协同，也有助于稳利率、稳预期。资本市场方面，板块改革纵深推进，进一步拓宽并购重组支持渠道，督促上市公司加大分红回购增持力度；着力发挥中长期资金“压舱石”和“稳定器”作用。随着指数突破 4000 点大关，投资者信心不断集聚，10 月末 A 股两融余额突破 2.5 万亿，再创历史新高，重要股东净减持力度较 9 月明显收敛，股票融资规模大幅回落。

从 11 月份的市场环境来看，外部形势方面，美国 PMI 数据相对偏强，显示美国增长动能仍具韧性，但就业分项依然偏弱；货币政策上，美联储降息如期落地，但 FOMC 内部分歧加大，鲍威尔“放鹰”后宽松路径存疑；此外，中美经贸团队在吉隆坡磋商达成多项共识，涉及关税调整、出口管制暂停及行业合作等，为双边经贸关系注入稳定性。国内经济方面，9 月经济延续“生产韧性、需求放缓”的趋势，出口超预期，物价有改善但仍低位运行。虽然三季度经济出现走弱，但考虑到完成全年 GDP 增速目标的难度较小，且财政稳增长政策已落地两项，四季度中央或侧重于存量政策落实落细，并更加着眼于中长期，四季度经济或在外需韧性和政策的指引下，回落中有所企稳。市场方面，10 月 A 股市场经历明显的风格轮动，大盘价值指数彰显防御属性，而高估值成长板块则出现回调。10 月下旬 A 股表现再度强势，沪指一举突破 4000 点，再创十年新高。量能方面，A 股成交额重回 2 万亿上方，两融余额首次突破 2.5 万亿。

展望 11 月，市场将进入政策效能集中释放与四季度盈利验证的关键窗口。考虑到“十五五”建议稿聚焦高质量发展与科技自立自强，中美元首会晤有望开启中美关系的阶段性缓和期，或对市场风偏形成积极支撑，指数有望在震荡中延续慢牛行情。短期需关注两点：一是 AI 热潮下的资本开支扩张令投资者对科技板块短期回报存疑；二是美联储释放更偏鹰派的政策信号，市场避险情绪存在升温风险。

板块上建议关注机械设备、TMT、电力设备、有色金属、金融、基础化工和国防军工等行业。

4、行业配置：超配机械设备、TMT、电力设备和有色金属

综合市场以及基本面等因素，我们认为，在行业配置上，11 月建议超配：机械设备、TMT、电力设备和有色金属

（1）机械设备

根据东莞证券《机械设备行业双周报（20251003-20251016）：9 月挖机延续高景气，海内外销量同环比双增》报告的观点，机器人方面，2025H1 工业机器人需求回暖，前三季度出口同比增长约为 54.90%。此外，随着人形机器人逐步实现量产，工业应用场景将率先落地，将拉动上游核心零部件需求，机器人板块及上游细分领域业绩有望持续改善。11 月 6 日特斯拉召开股东大会、机器人企业持续推出新产品及上市进度加速等事件有望持续刺激板块行情向上。

工程机械方面，9 月挖机内外销同环比双增，景气度延续。内销方面，随着国家重大工程陆续开工，叠加风电等下游领域需求延续、更新替换等因素，将进一步有效支撑国内需求。出口方面，2025 年 1-8 月非洲、“一带一路”及沿线地区维持高需求，持续看好产品出海投资逻辑。此外，全球工程机械产品结构性优化持续，加快电动化产品渗透率提升。

（2）TMT

电子方面，根据东莞证券《电子行业双周报（20251010-20251023）：OpenAI 发布 AI 浏览器，iPhone17 系列销售火热》报告的观点，苹果产业链方面，据 Counterpoint 调查，中国及美国市场 iPhone17 系列前十天销售量相较于 iPhone16 系列增长 14%。短期来看，iPhone17 系列销售数据火热，有望进一步带动零部件及代工厂业绩。而 2026 年亦为苹果创新大年，更高阶 AI 功能、折叠手机有望推出，从而进一步拉动产品销量，带动供应链业绩。AI 产业链方面，OpenAI 近期动作较多，包括推出 Sora2、打造超级 APP 入口的 ChatGPT，同时和英伟达、AMD、博通合作建设合计 26GW 的 AI 数据中心，而 Anthropic 与谷歌亦跟进加入。另外本周开始即将迎来海外 CSP 业绩，AI 商业化进程及资本开支表态将成为关注点。

通信方面，根据东莞证券《通信行业双周报（20251010-20251023）：主要基础电信运营商前三季度业绩披露》报告的观点，主要基础电信运营商 2025 年前三季度报告于近日披露，在业绩增长情况方面，2025 年前三季度中国移动、中国电信和中国联通三大运营商营业收入同比增速略有回落，但整体净利润维持较好增长趋势，随着个人、家庭等基础市场接近饱和，数字化和创新业务成为运营商共同的新增长引擎，其中政企/数字化业务已经成为运营商增长的新支柱与动力。展望后市，2025 年通信行业处于技术迭代与政策红利叠加期，AI、量子通信、低空经济等新质生产力方向将

持续释放增长动能，蜂窝物联网模组从库存调整中复苏回暖，基站、光缆线路、数据中心等通信设施建设有望持续推进，带来新的器件、设备与服务运营需求，建议关注“技术商用+政策催化+业绩确定性”三大主线下的企业机遇。

计算机方面，根据东莞证券《计算机行业双周报（20251017-20251030）》：“十五五”锚定科技自立自强，国产化大势所趋》报告的观点，在国产替代方面，此前，美国总统特朗普在社交媒体上宣布：从 11 月 1 日起，对中国产品征收 100%关税；并对所有关键软件实施出口管制。在外部环境频繁扰动的背景下，进一步凸显我国关键软件自主可控的紧迫性，将倒逼国内信创工业软件行业加速发展。在 AI 算力方面，近期 OpenAI 联动英伟达、甲骨文、AMD、博通等巨头打造“星际之门”计划的基础设施建设，实现“资金—技术—生态”的闭环，推动全球 AI 产业未来持续蓬勃发展，关注 NV 产业链为代表的 AI 算力产业链投资机遇。

（3）电力设备

根据东莞证券《电力设备及新能源行业双周报（20251003-20251016）》：9 月海外储能订单超 30GWh》报告的观点，风电方面，2025 年 1-9 月，全国风电新增装机 61.1GW，同比+56.2%。2025 年 9 月，全国风电新增装机 3.25GW，同比-41.0%。今年 1-9 月全国风电新增装机同比大幅增长，全市场风电整机商风电机组投标均价呈企稳回升态势。海上风电深远海化是未来的重要发展趋势，未来海上风电项目的国内外招投标景气度有望提升。

电网方面，2025 年 1-9 月，全国电网工程累计投资完成额达 4383 亿元，同比+9.9%；全国电源工程累计投资完成额达 5987 亿元，同比+0.6%。2025 年 9 月，全国电网工程累计投资完成额达 582 亿元，同比-10.7%；全国电源工程累计投资完成额达 995 亿元，同比+1.2%。今年 1-9 月全国电网工程投资完成额在去年高基数基础上仍保持较快增长趋势，国内加大电网工程建设投资力度，以提升对新能源发电的消纳能力和电网调峰调频能力，今年电网行业有望保持高景气度。

光伏方面，2025 年 1-9 月，全国光伏新增装机 240.3GW，同比+49.4%。2025 年 9 月，全国光伏新增装机 9.66GW，同比-53.8%。出口方面，2025 年 1-9 月，全国电池组件累计出口金额达 212.1 亿美元，同比-14.1%；全国逆变器累计出口金额达 67.6 亿美元，同比+6.7%。2025 年 9 月，全国电池组件出口金额达 28.0 亿美元，同比+38.9%，环比-4.2%；全国逆变器累计出口金额达 7.1 亿美元，同比+5.0%，环比-18.8%。总体而言，2025 年 1-9 月光伏组件出口额同比下降明显，三季度以来同比有所改善，逆变器出口情况呈持续改善态势。

（4）有色金属

根据东莞证券《有色金属行业双周报（20251003-20251016）》：白银价格续创新高，国际金价突破 4300 美元》报告的观点，黄金方面，全球范围内包括俄乌、中东等地谈判持续，避险情绪已经渐退。且机构量化做空情绪明显，加上央行购金同比大幅下滑，黄金价格已然失去底部支撑，预计将进入筑底阶段。中长期仍可关注美元信用下滑以及美联储降息进程。

稀土方面，10 月 9 日的稀土技术出口管制主要针对技术段，对实际基本面影响有限。当前，轻稀土供应过剩，而下游人形机器人等尚未产业化，在没有更大新闻事件出来前，预计稀土价格将会回落。

铜方面，美联储降息预期上升，且四季度国内仍有较大政策空间，流动性宽松为铜价打开向上空间。供给难言宽松：冶炼费为负数，意味着铜精矿紧缺。Freeport 旗下 Grasberg 矿山因事故已暂停生产。新能源领域需求增长：电网需求稳定，新能源需求稳步增长，传统行业需求有韧性。

能源金属方面，储能领域因磷酸铁锂、钒液流电池等多技术路线并行，带动锂、钒等能源金属需求结构性增长。固态电池商业化提速下，锂、镍及钴等小众金属用量激增，能源金属整体需求持续扩张，资源保障与回收体系建设成供应链关键支撑。但锂价依然低位，大多数企业业绩低迷。

5、风险提示

美联储重启降息时间推迟；中美贸易摩擦超预期恶化，出口下滑幅度大于预期；国内财政扩张力度不及预期；资金面风险偏好收敛。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn