



A 股策略周报 20251026

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：王况炜（执业 S1130525060007）

mouyiling@gjzq.com.cn

wangkuangwei@gjzq.com.cn

风格再均衡，寻找新主线

警报阶段性解除

我们此前在报告中提出，“双节”后中美市场回调背后有着更深层次的原因：全球金融资产扩张到了历史高位（突破均值十两倍标准差），这一金融泡沫在此前美国服务业滑坡的经济状态下较为脆弱，一旦遭遇突发风险时市场容易回调。而本周，这一深层次原因和两个风险因素都有所缓解：（1）本周六标普全球 PMI 公布美国 10 月服务业 PMI 初值和制造业 PMI 初值均超预期且高于 50 荣枯线，缓解了对衰退的担忧；（2）市场对美国区域性银行坏账的担忧缓解，从美国高收益债券的信用利差来看，本次事件导致的向上变动幅度远远小于 2020 年以来几次信用危机时期水平，并且信用利差已经在本周下跌至接近事件发生前的低位水平；（3）中美贸易谈判也不断在释放良好信号，本周末中美谈判代表团将在马来西亚开启新一轮的贸易磋商，两国领导人将在月底的韩国 APEC 峰会上会面。

风格再均衡的信号

本周，过去两周回调较多的领域获得修复，尤其是 TMT 板块，但其内部的交易逻辑已经有明显的扩散和切换：不再是受到海外 AI 基础设施建设拉动的板块（光模块、PCB）一枝独秀，而是扩散到国产算力（GPU）、软硬件自主可控（半导体设备、信创产业）和景气回升的消费电子上。同时，景气度较高的周期（石油石化）和制造（电力设备、机械设备）也有所表现，一些龙头红利股的收盘价创出新高（红利 100 指数中的中国神华、农业银行、宇通客车、南京高科）。这种风格再均衡的背后是：成长和价值之间的估值和成交额分化到达极限，但是系统性的基本面的驱动还未发生转换，于是市场进入风格均衡阶段，各领域开始寻找自身的变化。

关注未来可能造就共识的变化

首先值得关注的依然是中期维度最具备确定性的全球制造业修复，这将带来两方面的机会：一是实物消耗的扩张。本周五晚公布的美国 CPI 及消费者信心数据低于预期，为降息周期的延续提供了基础，这将为海外的投资创造更好的环境并带来实物消耗的扩张，中国对关键资源的掌控和依托于资源的优势产能获得价值重估。二是中国优势产业在全球制造业发展中利用好“卖铲人”的身份变现，当前全球无论是传统或新兴产业的发展都触碰了电力的瓶颈，中国恰好在电力行业尤其是新能源行业具备足够的优势，投资的机会从来不局限于发展迅速的单一产业：类比新能源建设后期，行情也扩散到“新老能源共生”下的煤炭、石油石化，在 2022 年后因为估值和行业格局更优，后者呈现出了更好的投资机会。在解决电力瓶颈的能力以外，高端制造已经成为中国出口的“新名片”，有望伴随海外振兴制造业和国防工业的周期进一步打开市场份额。其次，《公报》中“有效市场与有为政府相结合”本身指明了走出通缩的路径，而进一步的是出口的优势，是否会从资金与贸易流动的角度，帮助中国走出 CPI 和 PPI 的负增长区间，作为顺差国，当有更多的出口收入通过结汇的方式转化为以人民币计价的资产时，国内物价下行的压力多会出现缓解，9 月结汇率大幅上行，为国内物价企稳提供了动力。参考过去 10 年中两轮物价企稳的经验：通胀来源和内需龙头往往有超额收益。

寻找机会，为牛市换挡

我们一直强调，服务业向下带来风险，而制造业向上带来机会。当下，风险短期解除可以更多聚集机会。全球制造业的复苏驱动并不统一，但是方向正走向一致（美国得益于 AI 的外溢，欧洲来自于周期性和财政政策的转变，新兴市场则是资金回流与产能重建的长期趋势），降息周期可能让上述因素同频。我们的推荐顺序因上述变化而略有调整：第一，海外降息后制造业活动修复与投资加速的实物资产：上游资源（铜、铝、油、锂），实物资产的补库需求或将恢复，关注油运；第二，中国作为全球产业链的“卖铲人”，优势产业在海外的变现：资本品（工程机械、重卡、锂电、风电设备）、国防军工；第三，国内价格企稳，内需回升下的煤炭，食品饮料，航空。

风险提示

国内经济修复不及预期；海外经济大幅下行。

内容目录

1、风险得到释放，风格再均衡.....	3
1.1 前期的两大风险得到缓解.....	3
1.2 风格再均衡的信号.....	3
2、未来可能造就共识的变化.....	5
3. 寻找机会，为牛市换挡.....	8
风险提示.....	8

图表目录

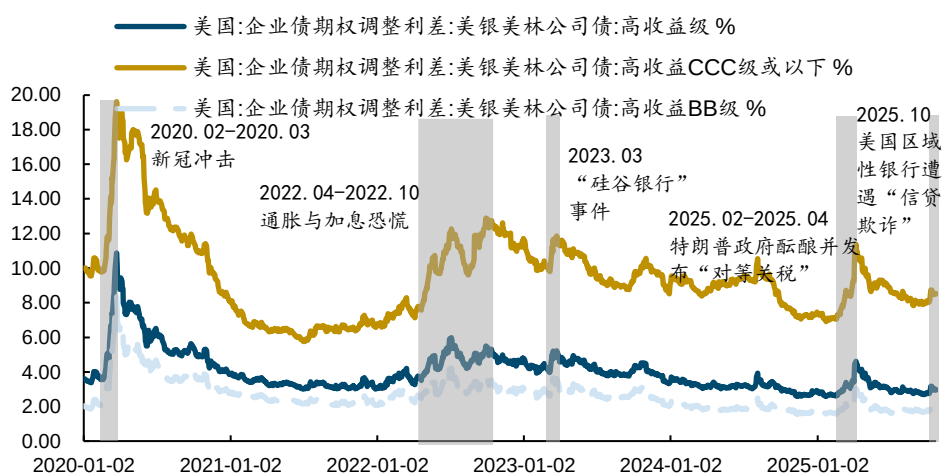
图表 1： 区域性银行事件导致的美国高收益企业债信用利差变化较小且已经回落.....	3
图表 2： TMT 板块内部的算力链发生逻辑切换.....	4
图表 3： TMT 板块内部其他细分领域被投资者重视.....	4
图表 4： 本周行业表现：上周跌幅较大的板块修复更多.....	4
图表 5： 机械设备、电力设备今年以来出口高景气.....	4
图表 6： 布伦特原油价格大幅修复，带动石油石化反弹.....	4
图表 7： 红利 100 指数在本周股价新高的 4 只个股.....	4
图表 8： 9 月美国核心 CPI 同比下降，CPI 环比下降.....	5
图表 9： 9 月美国消费者信心指数下降.....	5
图表 10： 投资和产能建设带来更高的单位实物消耗.....	5
图表 11： 制造业生产分散化带来更高的单位实物消耗.....	5
图表 12： 非洲、拉美、东南亚人均发电量偏低.....	6
图表 13： 欧洲可再生能源发电量接近 50% 占比.....	6
图表 14： 中国出口电力设备（电动机、变压器、蓄电池、电容器）增速今年以来不断上行，%.....	6
图表 15： 中国出口电力设备（发电机组、电路开关）增速今年以来不断上行，%.....	6
图表 16： 2021 年 11 月之后，光伏为代表的新能源建设进入后半程.....	6
图表 17： 2021 年 11 月后，新能源建设的行情扩散到纯碱、石油天然气、煤炭、铝等产业链其他环节，%... ..	6
图表 18： CPI 中形成拖累的是交通和通信、食品饮酒.....	7
图表 19： 核心 CPI 已经连续 5 个月上行.....	7
图表 20： 煤炭、石油对 PPI 的拖累在近几个月减弱.....	7
图表 21： 煤炭价格自 7 月以来底部向上（元/吨）.....	7
图表 22： 9 月结汇率大幅上升，超越过去五年（2020-2024 年）均值.....	8
图表 23： 两轮价格回升期，通胀来源的煤炭和代表内需龙头的茅指数均有相对万得全 A 超额收益.....	8

1、风险得到释放，风格再均衡

1.1 前期的两大风险得到缓解

我们此前在报告中提出，“双节”后中美市场回调背后有着更深层次的原因：核心在于全球金融资产扩张到了历史高位（突破均值+两倍标准差），这一金融泡沫的维持一方面依赖于 AI 产业叙事的稳定，另一方面则需要风险资产市场流动性的充裕，但过去一段时间美国服务业的走弱又指示着潜在的衰退情景，在这一情形下投资者更倾向于持有美元现金。因此，在上述背景下，一旦遭遇突发风险时（例如节后发生的中美贸易问题、美国区域性银行问题），前期累计较大涨幅，且表现与海外呈现“映射”关系的 TMT 行业就出现明显回调。而目前来看，中美市场走弱的深层次原因和两个触发因素都有所缓解：（1）本周六标普全球 PMI 公布美国 10 月服务业 PMI 初值和制造业 PMI 初值均超预期且高于 50 荣枯线，缓解了美国陷入衰退的担忧，其中服务业 PMI 录得 55.2%，高于 53.5% 的市场一致预期，制造业 PMI 录得 52.2%，高于 52% 的市场一致预期；（2）上周末，随着更多美国银行业上市公司财报的公布，市场对美国区域性银行坏账的担忧缓解，打消了“冰山一角”的疑虑，从美国高收益债券的信用利差来看，本次事件导致的向上变动幅度远远小于 2020 年时的新冠冲击、2022 年时的通胀恐慌、2023 年的硅谷银行事件，以及今年 2 月份到 4 月份特朗普就任并发布“对等关税”时的水平，并且信用利差已经在本周下跌至接近事件发生前的低位水平；（3）中美贸易谈判也不断在释放良好信号，本周末中美谈判代表团将在马来西亚开启新一轮的贸易磋商，两国领导人将在月底的韩国 APEC 峰会上会面，双方的密切交流也进一步增加了“美国政府取消 10 月 11 日威胁额外加征的 100% 关税”这一场景的可能性。

图表1：区域性银行事件导致的美国高收益企业债信用利差变化较小且已经回落



来源：wind，国金证券研究所

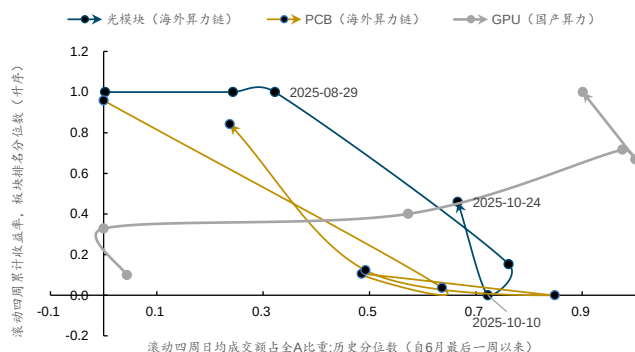
1.2 风格再均衡的信号

本周，过去两周回调较多的领域获得修复，尤其是 TMT 板块，但其内部的交易逻辑已经有明显的扩散和切换：不再是受到海外 AI 基础设施建设拉动的板块（光模块、PCB）一枝独秀，而是扩散到国产算力（GPU）、软硬件自主可控（半导体设备、信创产业）和景气回升的消费电子上。我们用各板块的滚动四周日均成交额占全 A 比重来衡量其是否被投资者越来越重视，用滚动四周累计涨跌幅来衡量这种投资者的共识达到了何种程度，结果显示 8 月底就是逻辑切换的一大拐点：海外算力链的光模块、PCB 成交额占比虽然依然较高，但滚动涨跌幅已经明显下降，与之相对的是国产算力链的 GPU 指数成交额占比和滚动涨跌幅都不断提升，双双达到了板块中的最高水平；自主可控及消费电子也在 9 月以来备受关注，差异只是在于本周风险缓和后，半导体设备所代表的硬件自主可控收益率大幅下滑。

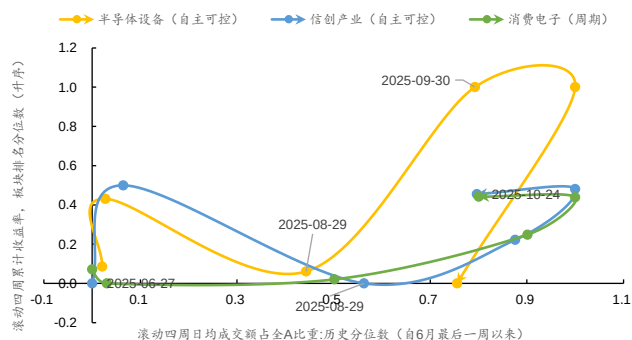
同时，景气度较高的周期（石油石化）和制造（电力设备、机械设备）也有所表现，一些龙头红利股的收盘价创出新高（红利 100 指数中的中国神华、农业银行、宇通客车、南京高科）。这种风格再均衡的背后是：成长和价值之间的估值和成交额分化到达极限，但是基本面的驱动还未发生转换，于是市场进入风格均衡阶段，各领域开始寻找自身的变化



图表2: TMT 板块内部的算力链发生逻辑切换



图表3: TMT 板块内部其他细分领域被投资者重视



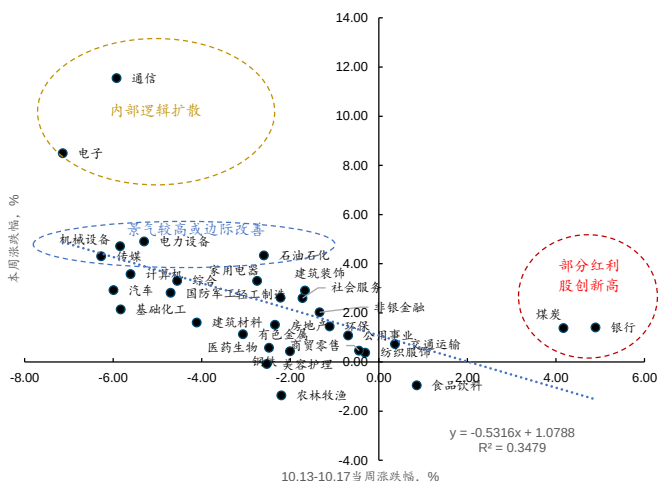
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

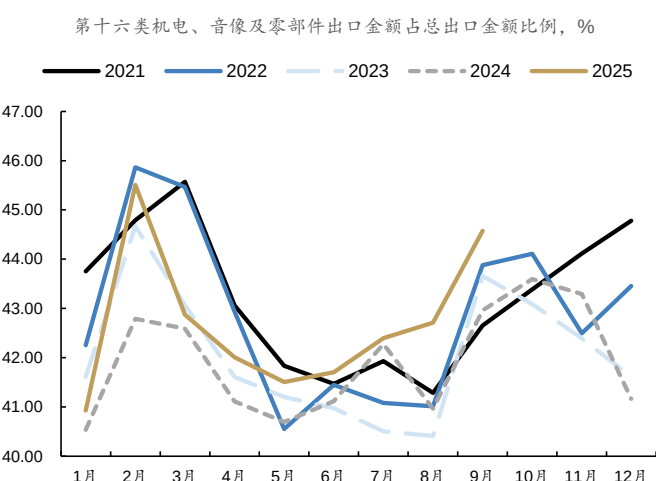
注: 图中点按时间顺序连接, 箭头所在点表示截至本周五的板块表现

注: 图中点按时间顺序连接, 箭头所在点表示截至本周五的板块表现

图表4: 本周行业表现: 上周跌幅较大的板块修复更多



图表5: 机械设备、电力设备今年以来出口高景气

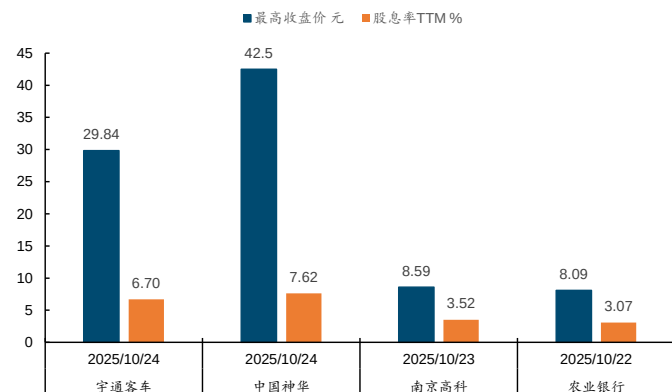
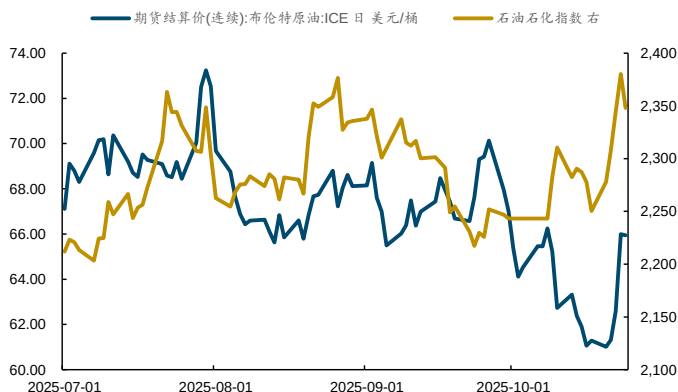


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表6: 布伦特原油价格大幅修复, 带动石油石化反弹

图表7: 红利 100 指数在本周股价新高的 4 只个股



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

注: 证券简称上的时间为达到最高收盘价日期

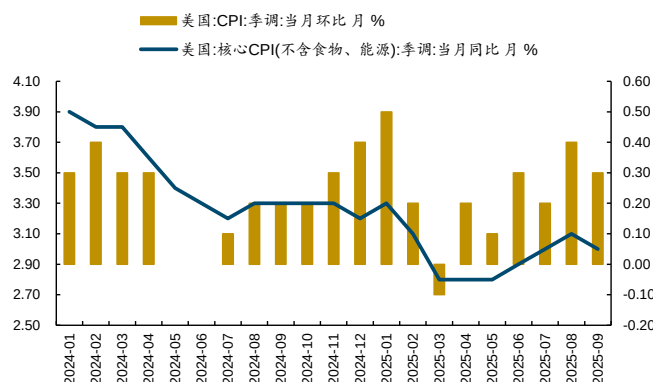


2、未来可能造就共识的变化

2.1 制造业投资与景气修复的主线

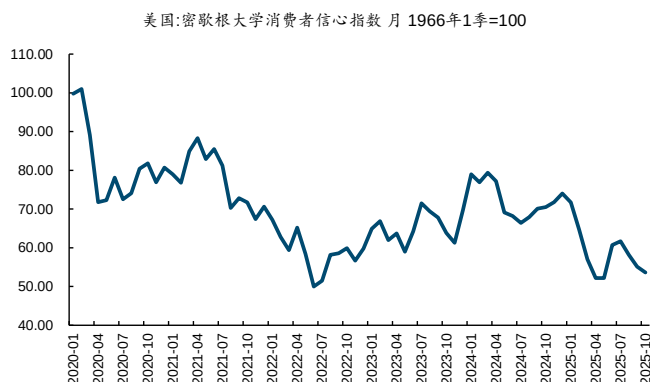
首先值得关注的依然是中期维度最具备确定性的全球制造业修复，这将带来两方面的机会：一是实物消耗的扩张。本周五晚公布的美国 CPI 数据低于预期，同时消费者信心数据下降，为降息周期的延续提供了基础，我们此前也在报告中阐述了降息周期帮助海外实现制造业回流目标，以及有利于新兴市场吸纳 FDI 发展本国制造业的逻辑，而制造业产能的建设和制造业活动景气的修复都将带来实物消耗的扩张（具体逻辑我们在《实物消耗：重塑与崛起》中有过详细论证）。中国对这一过程中的关键资源和依托于资源的优势产能获得价值重估，包括铜、铝等工业金属，稀土、锂等小金属。

图表8：9月美国核心CPI同比下降，CPI环比下降



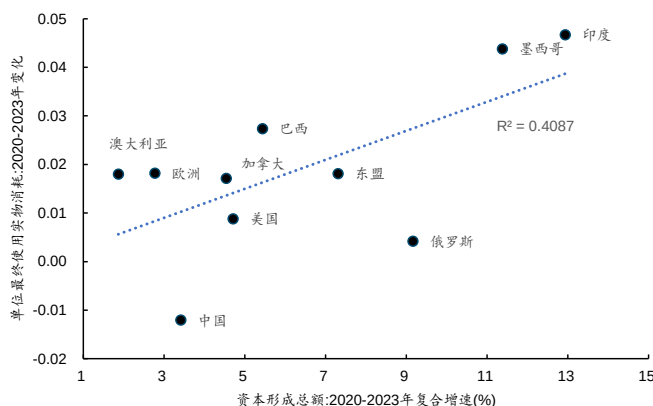
来源：wind，国金证券研究所

图表9：9月美国消费者信心指数下降



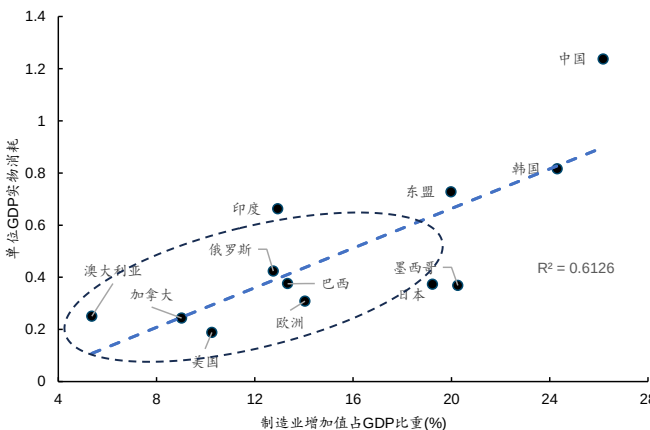
来源：wind，国金证券研究所

图表10：投资和产能建设带来更高的单位实物消耗



来源：wind，国金证券研究所

图表11：制造业生产分散化带来更高的单位实物消耗



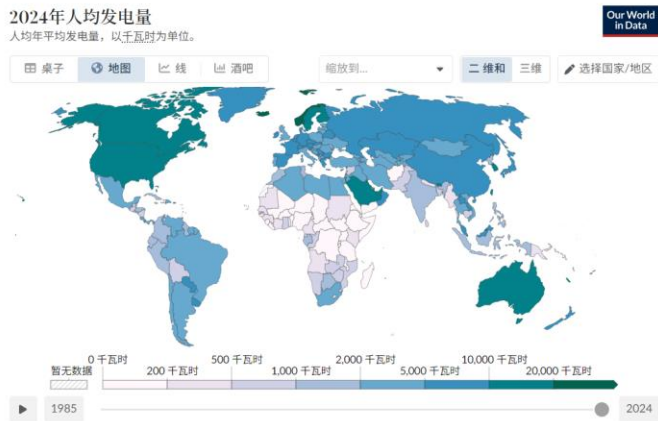
来源：wind，国金证券研究所

二是中国优势产业在全球制造业发展中利用好“卖铲人”的身份变现，当前最为显著的特

征是全球来看，无论传统或是新兴技术产业的发展都触碰了电力的瓶颈：新兴经济体电力基础设施薄弱；欧洲在快速建设新能源系统时，消纳成为问题，4月份时西班牙、葡萄牙遭遇的“大停电”暴露了这一问题的严重后果；美国则是 AIDC 建设后，电力需求暴增带来了紧缺和电价上涨。而在全球电力瓶颈亟待突破期，中国恰好在电力行业尤其是新能源行业具备足够的优势，可以向外输出电力设备，今年以来电力设备出口增速不断抬升也一定程度上佐证了这一逻辑。或许投资者依然认为当前景气度最高的板块还是在 AI 赛道，投资的机会并不局限于发展迅速的单一产业：类比 2022 年的新能源建设，光伏组件价格维持高位，但行情也扩散到“新老能源共生”下的煤炭、石油石化，在 2022 年后因为估值和行业格局更优，后者呈现出了更好的投资机会。其次，高端制造已经成为中国出口的“新名片”，有望伴随海外振兴制造业和国防工业的周期进一步打开市场份额，中国在 HS 编码下 85 类机械设备、84 类电气设备出口均维持高比较优势（RCA 指数长期高于 1）；此外，据斯德哥尔摩和平研究所统计，中国在国防军工领域加速实现“国产替代”，军贸进口额下降为 5 年前的 10%，并转变为全球第四大出口国。



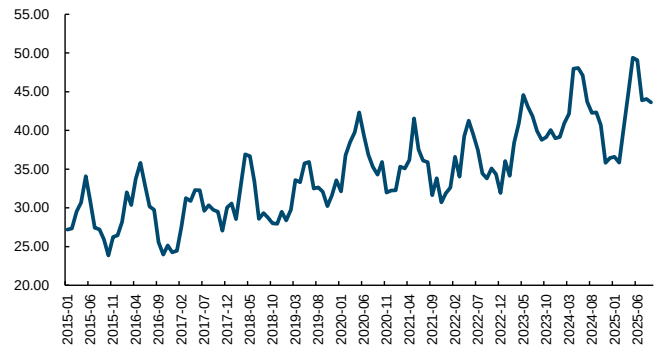
图表12: 非洲、拉美、东南亚人均发电量偏低



来源: our word in data, 国金证券研究所

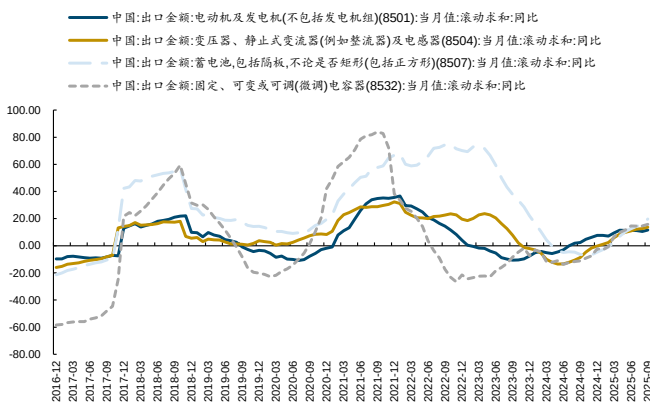
图表13: 欧洲可再生能源发电量接近50%占比

发电量占比:清洁能源:可再生能源:欧洲:当月值 月 %



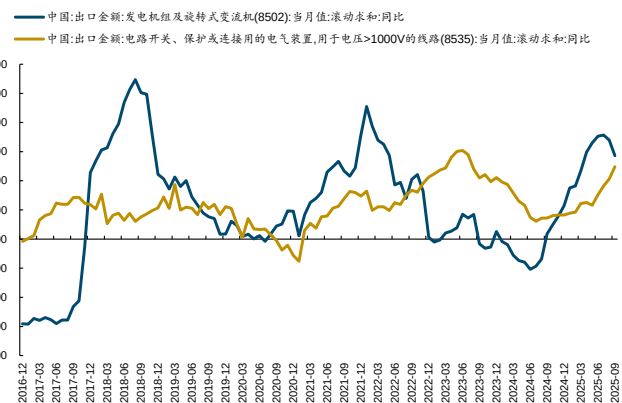
来源: wind, 国金证券研究所

图表14: 中国出口电力设备(电动机、变压器、蓄电池、电容器)增速今年以来不断上行, %



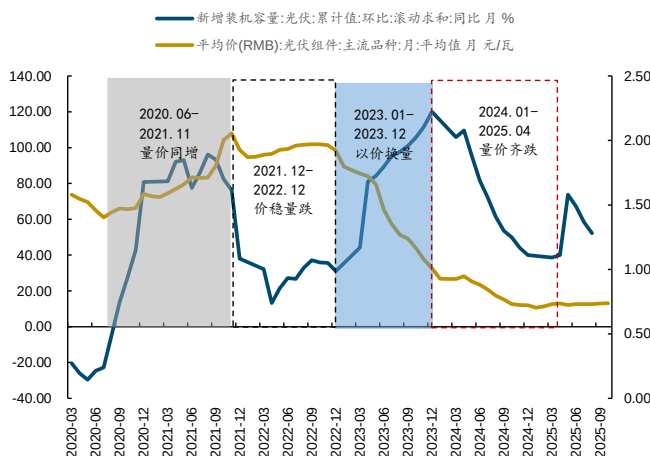
来源: wind, 国金证券研究所

图表15: 中国出口电力设备(发电机组、电路开关)增速今年以来不断上行, %



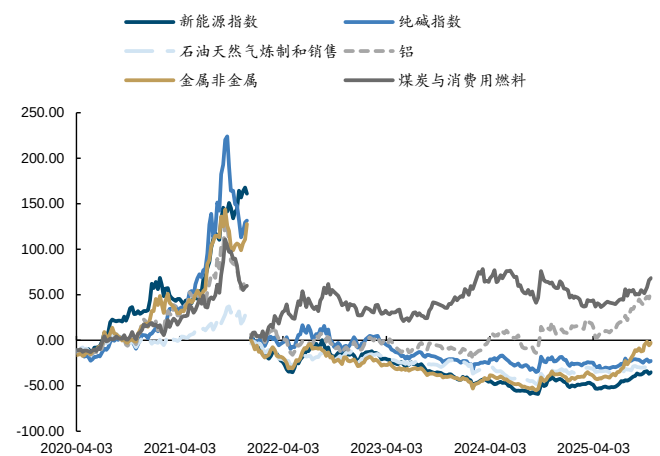
来源: wind, 国金证券研究所

图表16: 2021年11月之后,光伏为代表的新能源建设进入后半程



来源: wind, 国金证券研究所

图表17: 2021年11月后,新能源建设的行情扩散到纯碱、石油天然气、煤炭、铝等产业链其他环节, %



来源: wind, 国金证券研究所

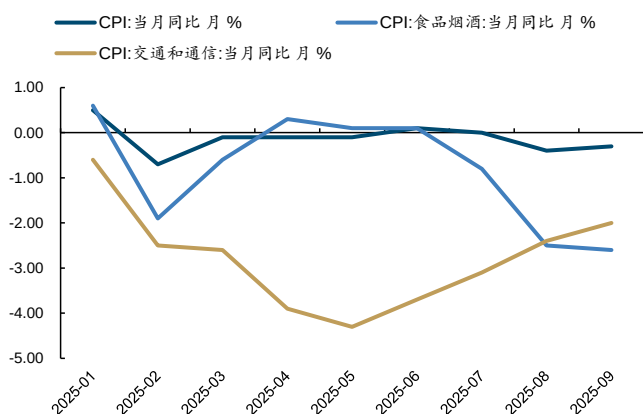


2.2 “十五五”顶层设计的当下体现

本周二十届四中全会召开，学习《中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议公报》后，我们对未来五年经济发展的顶层设计的理解是：**通过扩大内需和“反内卷”相结合让传统、成熟行业提供利润，通过培育新兴行业提供增长。**《公报》中值得注意的提法在于：“坚持有效市场和有为政府相结合，坚持统筹发展和安全”、“保持制造业合理比重”，这与今年以来提倡的“反内卷”一脉相承；而同时又需要“抢占科技发展制高点，不断催生新质生产力”，结合10月24日六部门解读党的二十届四中全会精神发布会中，发改委主任郑栅洁表示“这些产业蓄势发力，未来10年新增规模相当于再造一个中国高技术产业，可为我国经济大盘、高质量发展注入源源不断的新动能”，指明未来科技发展仍然是经济政策的主要关切点。

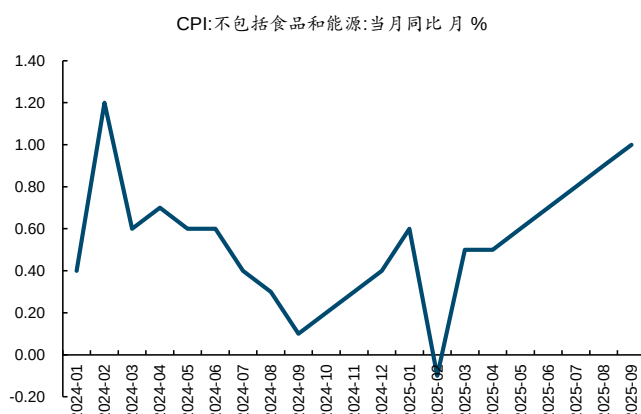
我们认为“有效市场与有为政府相结合”在当下的体现，则是中国是否能走出CPI和PPI的负增长区间。当前，核心CPI已经连续5个月正增长，主要拖累在食品和能源，从食品来看，7月下旬以来，国家已经对生猪价格进行了综合调控：农业农村部开展座谈会，明确加快淘汰低产母猪，从能繁母猪存栏量调控生猪供给；能源方面，在严控增量和进口负增长的前提下，煤炭价格已经从低位修复，PPI中上游能源的负增长也有所减小。此外，我们在上周周报中提到，从过往经验来看，作为顺差国，当有更多的出口收入通过结汇的方式转化为以人民币计价的资产时，国内物价下行的压力多会出现缓解，而9月结汇率大幅上行，也为国内物价企稳提供了动力。参考过去10年中两轮物价企稳的经验：2016年时“供给侧改革”时PPI由负转正和2020年时对冲新冠疫情，CPI与PPI同步回升时期，市场的机会出现在通胀来源的上游资源，和代表需求修复的内需龙头“茅指数”。

图表18: CPI中形成拖累的是交通和通信、食品饮料



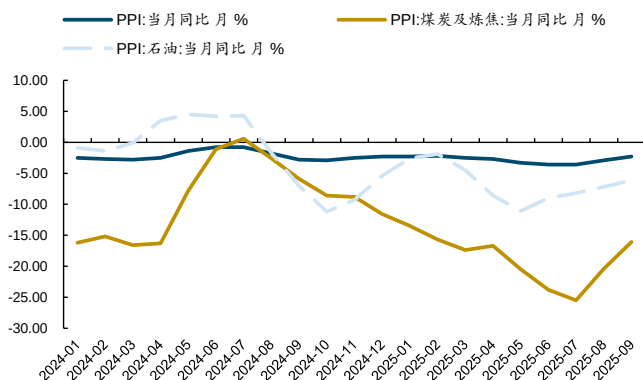
来源: wind, 国金证券研究所

图表19: 核心CPI已经连续5个月上行



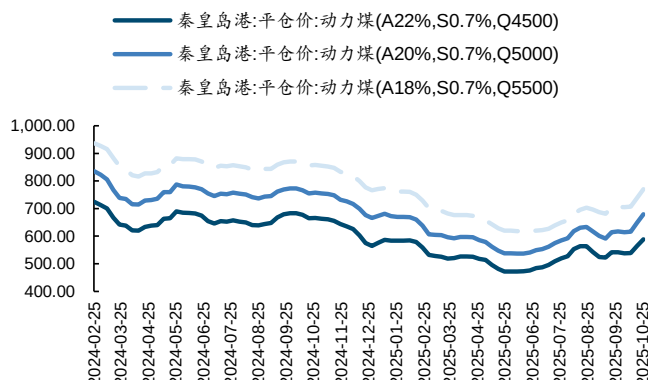
来源: wind, 国金证券研究所

图表20: 煤炭、石油对PPI的拖累在近几个月减弱



来源: wind, 国金证券研究所

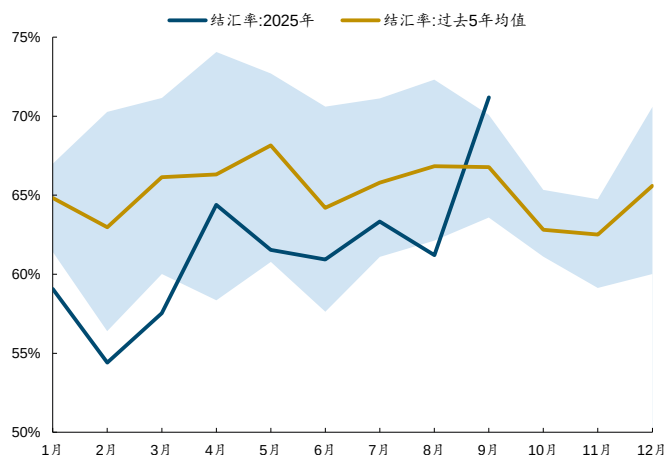
图表21: 煤炭价格自7月以来底部向上(元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

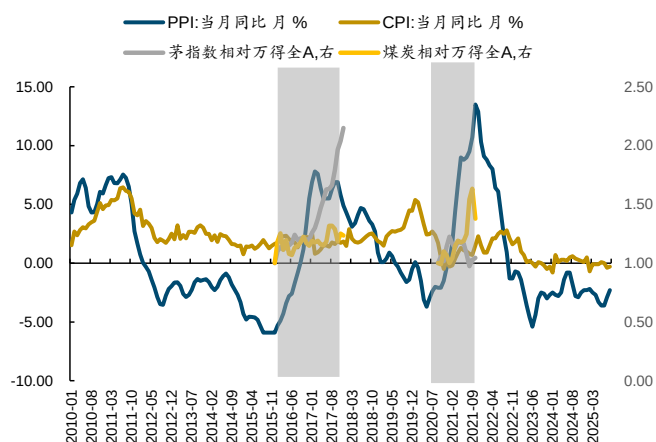


图表22：9月结汇率大幅上升，超越过去五年（2020-2024年）均值



来源：wind，国金证券研究所

图表23：两轮价格回升期，通胀来源的煤炭和代表内需龙头的茅指数均有相对万得全A超额收益



来源：wind，国金证券研究所

3. 寻找机会，为牛市换挡

本周在前期风险充分释放，后续风险因素降温的背景下，市场出现反弹。在反弹中，风格已经出现再均衡：前期强势的TMT赛道中交易逻辑逐渐向国产算力和自主可控、消费电子切换，在周期和制造板块中，景气高位和基本面边际改善的领域也获得了市场的关注，与此同时，部分红利龙头在本周股价创历史新高，这一现象表明市场在风险因素缓和后开始寻找下一步的机会，但由于基本面上的信号不强烈，市场对下一阶段的主线尚未达成共识。

我们认为未来可能造就共识的变化在两条主线上：第一，中期维度上全球制造业投资和生产活动的上行，短期角度来看降息周期对其的催化仍然持续，而这又会带来实物消耗上升和中国高端制造出口出海的机遇。第二，长期角度上，二十届四中全会《公报》指明了方向：传统和成熟产业应当“有效市场与有为政府相结合”，提供基本盘，同时培育新兴产业，这一规划方向在当下的体现是：价格是否能走出负增长区间，从我们的跟踪过来看，价格中的拖累项在逐步缓解，结汇率上升也为国内价格水平形成托底。而从长期维度来看，科技领域将会获得政策的长期倾斜，相关的主题机会或将源源不断。

我们的推荐顺序因上述变化而略有调整：

第一，同时受益于国内反内卷带来的经营状况改善、海外降息后制造业活动修复与投资加速的实物资产：**上游资源（铜、铝、油、锂）**，实物资产的补库需求或将恢复，关注**油运**；

第二，中国作为全球产业链的“卖铲人”，优势产业在海外的变现：**资本品（工程机械、重卡、锂电、风电设备）、国防军工**；

第三，国内价格企稳，内需回升下的**煤炭，食品饮料，航空**。

风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么文中对于国内价格和内需修复的假设难以实现。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究