

2025年10月11日

十月慢牛趋势不变，风格难改

定期报告

投资要点

- ◆ **复盘历史，10月A股表现偏震荡，主要受政策和外部事件、流动性、基本面等因素影响。**（1）10月A股市场表现偏震荡：2010年以来的15年中有8次上证综指10月上涨。（2）政策和外部事件、流动性、基本面等是影响A股10月走势的主要因素。一是政策和外部事件是核心影响因素：首先，若政策和外部事件偏积极，则A股可能上涨，其中2010、2015、2020年等“五年规划”落地的年份上证综指在10月均上涨；其次，若政策收紧或外部出现负面冲击，则A股可能走弱。二是流动性也是主要影响因素：流动性宽松可能导致A股10月走强，如2010年美国QE2预期、2015年央行降准降息、2019年美联储降息等；反之，流动性收紧可能使得A股10月表现偏弱。三是季报对A股10月表现也有较大的影响。
- ◆ **当前来看，今年10月A股可能延续震荡偏强的慢牛趋势。**（1）10月积极的政策预期可能上升，地缘关系有所边际收紧。一是四中全会即将召开可能提升积极的政策预期。二是地缘关系可能转紧：首先，特朗普称将对我国施加关税，中美贸易摩擦可能反复；其次，10月俄乌、巴以冲突可能难升级，日本新首相上台的负面影响可能不及市场预期。（2）10月流动性可能进一步宽松。一是10月宏观流动性可能维持宽松：首先，美联储10月大概率继续降息；其次，10月国内央行可能加大逆回购力度。二是10月微观资金可能继续流入A股：首先，历史经验上10月股市资金大概率流入；其次，今年10月海外流动性进一步宽松下外资、融资和新发基金流入可能进一步上升。（3）10月经济可能延续弱修复，盈利可能延续结构性回升。一是10月经济可能继续弱修复。二是10月A股三季报业绩披露，盈利可能结构性回升：三季报科技和周期等行业盈利增速可能回升。
- ◆ **行业配置：10月科技等成长占优的风格难改，继续逢低配置科技、部分核心资产和周期等行业。**（1）“十五五”规划相关的科技成长行业10月表现可能相对占优。一是复盘历史，五年规划相关的行业在10月和会后一个月大概率表现占优。二是当前来看，“十五五”规划可能重点强调科技创新和提振内需，与此相关的科技和消费可能表现相对占优；其次，产业趋势和景气度上行的行业10月仍可能集中在科技和周期上，消费的景气度仍偏低。（2）10月三季报披露背景下，科技成长和周期行业可能相对占优。一是复盘历史，10月三季报披露期，三季报业绩较好的行业和景气度较高的行业表现相对占优。二是今年来看，三季报盈利增速预期较高的是计算机、传媒、军工、电新、电子等科技成长行业和钢铁、建材、有色金属、化工等周期行业；而景气度较高也可能是科技和周期行业。（3）美联储降息周期下科技成长和部分周期行业可能相对占优。一是复盘历史，美联储降息周期中，产业趋势上行或高景气的行业相对占优。二是当前来看，科技成长和部分周期行业10月可能相对占优。（4）日历效应上，10月计算机、汽车、家电、电子等科技成长和核心资产相关行业领涨概率较高。（5）10月建议继续逢低配置：一是政策和产业趋势上行的通信（算力）、机械设备（机器人）、电子（消费电子、半导体）、传媒（游戏）、计算机（AI应用）、有色金属、化工等行业；二是基本面可能有所改善的电新（固态电池、储能、风电）、医药（创新药、CXO）、食品、军工等行业。
- ◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。**

分析师

邓利军

SAC执业证书编号：S0910523080001

denglijun@huajinsec.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsec.cn

相关报告

节后资金表现或有望趋活跃，但震荡分化与局部活跃并行或暂时未改-华金证券新股周报 2025.10.7

节后慢牛延续，科技和周期占优不变 2025.10.7

华金研究10月金股 2025.9.29

小长假前波动略有加剧，短周期新股板块或延续震荡分化走势-华金证券新股周报 2025.9.28

科技和周期行业中报盈利改善 2025.9.27



内容目录

一、10月慢牛趋势不变	3
(一) 影响10月市场走势的核心因素是政策和外部事件、流动性等	3
(二) 今年10月A股可能延续震荡偏强的慢牛趋势	4
二、行业配置：10月科技、周期和核心资产占优的风格难改	7
(一) 四中全会召开下10月科技成长可能相对占优	7
(二) 三季报披露下10月科技成长和周期行业可能占优	8
(三) 美联储降息周期下科技成长和部分周期行业可能占优	9
(四) 日历效应上，10月科技成长和核心资产表现相对占优	10
(五) 10月继续逢低配置科技、部分核心资产和周期等行业	11
三、风险提示	13

图表目录

图 1：2010 年以来 10 月市场表现及影响因素一览	4
图 2：预测“十五五”的主要目标可能集中于科技发展及文化强国等方面	5
图 3：美元指数继续低位震荡	6
图 4：10 月央行可能加大逆回购力度	6
图 5：10 月融资多流入 A 股	6
图 6：陆股通成交额占比回升	6
图 7：去年同期出口金额基数相对较低	7
图 8：今年国庆期间地产销售增速偏弱	7
图 9：“十二五”至“十四五”四中全会召开前后重点强调行业涨跌幅表现一览	8
图 10：在可比口径下，三季报业绩增速较好的行业十月占优	9
图 11：2025 年三季度 Wind 一致预期盈利增速行业排名	9
图 12：2000 年以来，联邦基金目标利率下行区间	10
图 13：美联储降息期间 A 股涨跌幅前十的行业	10
图 14：2015-2024 年十月涨跌幅 TOP10 一览	11
图 15：8 月中国自动数据处理设备及其零部件出口金额增长	12
图 16：8 月软件业务总收入回升	12
图 17：太阳能电池出口数量连续两月上涨	13
图 18：10 月初白酒剑南春(52 度,500ml)价格回升	13

一、10月慢牛趋势不变

（一）影响10月市场走势的核心因素是政策和外部事件、流动性等

复盘历史，10月A股表现偏震荡，主要受政策和外部事件、流动性、基本面等因素影响。

（1）10月A股市场表现偏震荡，2010年以来的15年中有8次上证综指10月上涨。（2）政策和外部事件、流动性、基本面等是影响A股10月走势的主要因素。一是政策和外部事件是核心影响因素：首先，若政策和外部事件偏积极，则A股可能上涨，其中“五年规划”落地的年份上证综指在10月均上涨，如2010年10月18日，十七届五中全会通过了“十二五”规划建议，上证当月大涨12.2%，2015年10月29日，十八届五中全会审议通过“十三五”规划建议，上证大涨10.8%，2020年10月29日十九届五中全会通过“十四五”规划，上证当月上涨0.2%等，此外如2011年10月10日汇金增持四大行（上证上涨4.6%）、2016年9月30日财政部和央行建立国债做市支持机制（上证上涨3.2%）、2019年10月10日第十三轮中美经贸高级别磋商举行（上证上涨0.8%）等均导致当年10月上证综指上涨；其次，若政策收紧或外部出现负面冲击，则A股10月可能走弱，如2018年10月中美贸易摩擦加剧（上证下跌7.8%），2022年9月26日“北溪”管道发生爆炸泄露导致欧洲能源危机爆发（上证下跌4.3%），2023年10月7日巴以冲突爆发（上证下跌3.0%），2024年10月监管部门严禁信贷资金违规进入股市（上证下跌1.7%）等。二是流动性也是主要影响因素：首先，流动性宽松可能导致A股10月走强，如2010年10月美国QE2预期上升、2012年9月13日美国QE3启动、2015年10月24日央行降准降息、2016年10月1日人民币加入SDR货币篮子正式生效，2017年9月30日央行定向降准、2019年9月中下旬和10月底美联储均降息；反之，流动性收紧可能使得A股10月表现偏弱，如2013年美国退出QE3预期上升，2018年9月底美联储加息等。三是三季报对A股10月表现也有较大的影响，且在基本面偏弱时影响更大，例如：2019和2020年10月制造业PMI均较9月下滑，但全A三季报盈利增速相较中报改善下10月上证走强；反之，2021至2024年的10月中制造业PMI或工业企业盈利有一定回落，且三季报盈利增速下滑或处于低位，10月上证表现均偏弱。

图 1：2010 年以来 10 月市场表现及影响因素一览

年份	上证10月涨跌幅 (%)	制造业 PMI (%)	社零增速 (%)	工业企业盈利增速 (%)	全A 盈利增速 (%)	上证 PE分位数 (%)	DR007 分位数 (%)	政策/外部事件
2010	12.17	53.8→54.7	18.8→18.6	-	41.1→35.1	66.6→76.1	63.6→29.6	对美国QE2预期上升；10月18日，中共中央第十七届五中全会通过了“十二五”规划建议
2011	4.62	51.2→50.4	17.7→17.2	27.0→25.3	22.3→18.8	16.3→18.8	97.7→97.1	汇金增持四大行
2012	-0.83	49.8→50.2	14.2→14.5	-1.8→0.5	-1.6→-2.1	7.0→7.6	88.9→78	美国QE3启动
2013	-1.52	51.1→51.4	13.3→13.3	13.5→13.7	11.4→14.5	6.1→3.5	87.1→97.5	10月25日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行
2014	2.38	51.1→50.8	11.6→11.5	7.9→6.7	9.5→9.0	5.4→6.1	68→78.7	央行和银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》；美国退出QE3预期上升
2015	10.80	49.8→49.8	10.9→11.0	-1.7→-2.0	8.6→1.5	39.8→59.6	47.9→46.4	10月24日央行降准降息；2015年10月29日中国共产党第十八届中央委员会第五次全体会议通过“十三五”规划建议
2016	3.19	50.4→51.2	10.7→10.0	8.4→8.6	-4.7→1.9	57.3→59.0	63.4→73.3	财政部和央行建立国债做市支持机制；人民币加入SDR货币篮子正式生效
2017	1.33	52.4→51.6	10.3→10.0	22.8→23.3	16.3→18.2	64.4→60.4	86.4→90.5	央行优化对小微企业和“三农”领域实施的定向降准政策
2018	-7.75	50.8→50.2	9.2→8.6	14.7→13.6	13.9→10.3	21.1→12.2	76→68.1	美联储加息；中美贸易摩擦
2019	0.82	49.8→49.3	7.8→7.2	-2.1→-2.9	6.5→6.7	28.9→26.3	29.7→65.7	美联储降息；第十三轮中美经贸高级别磋商开启，中美贸易摩擦缓和
2020	0.20	51.5→51.4	3.3→4.3	-2.4→0.7	-18.0→-6.5	57.5→53.7	71.5→81.6	2020年10月29日中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议通过“十四五”规划
2021	-0.58	49.6→49.2	4.4→4.9	44.7→42.2	43.5→25.1	38.7→39.9	84.8→49.3	中共中央政治局委员、中央外事工作委员会办公室主任杨洁篪同美国总统国家安全事务助理沙利文会晤
2022	-4.33	50.1→49.2	2.5→0.5	-2.3→-3.0	3.3→2.5	15.1→11.3	41.5→28.4	美联储加息；央行下调公积金贷款利率；OPEC+宣布减产；欧洲能源危机开始
2023	-2.95	50.2→49.5	5.5→7.6	-9.0→-7.8	-4.5→-2.9	31.1→23.8	42.9→64.6	新一轮巴以冲突爆发；欧盟委员会发布公告，决定对进口自中国的纯电动载人汽车发起反补贴调查
2024	-1.70	49.8→50.1	3.2→4.8	-3.5→-4.3	-3.3→-0.6	39.4→44.2	28→22	监管部门严禁信贷资金违规进入股市；LP R下调25BP

资料来源：华金证券研究所，wind（注：月频数据取9月和10月数据比较，日频数据取9月和10月最后一个交易日数据比较；全A盈利增速取中报与三季报数据比较；分位数计算从2005年起）

（二）今年 10 月 A 股可能延续震荡偏强的慢牛趋势

10 月积极的政策预期可能上升，地缘关系有所边际收紧。（1）四中全会即将召开可能提升积极的政策预期。一是第二十届四中全会将于 2025 年 10 月 20 日至 23 日在北京召开，四中全会将审议“十五五”规划，而“十五五”可能集中在科技创新、提振内需等中长期政策方向上，对中长期经济增长的预期可能有进一步提升。二是四中全会前后短期稳增长政策落地实施可能加速，财政和货币政策的配合有望更加协同紧密，资本市场政策也有望加速落实，政策端整体仍较为积极。（2）地缘关系可能转紧。一是特朗普称将对我国施加关税，中美贸易摩擦可能反复：首先，美国国会参议院通过了一项被称为《保证美国国家人工智能访问与创新法案》（GAIN AI Act）的两党立法修正案，要求先进 AI 芯片制造商（如英伟达和 AMD）在向中国等“受关注国家”出

口其先进芯片之前，必须优先满足美国国内客户（包括中小企业和初创公司）的采购需求；其次，特朗普 10 月 10 日表示，将从 11 月 1 日起对中国进口商品加征 100% 的关税，中美贸易摩擦有再次抬头趋势。二是 10 月俄乌、巴以冲突可能难升级，日本新首相上台对中日关系的负面影响可能不及市场预期：首先，近期俄乌冲突并未出现升级迹象，俄罗斯国防部称俄方已从乌克兰接回 185 名被俘军人，作为交换，俄方也向乌方移交 185 名被俘士兵；其次，以色列和巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）代表团 6 日举行新一轮加沙停火谈判，尽管双方在一些关键问题上仍存分歧，但地缘关系出现一定缓和迹象；最后，日本新首相可能即将上任，高市早苗被视为安倍晋三路线的继承者，在自民党党内属于右翼保守派，政治主张相对激进，可能对市场短期风险偏好有一定影响。

图 2：预测“十五五”的主要目标可能集中于科技发展及文化强国等方面

主要目标			
“十二五”	“十三五”	“十四五”	“十五五”【预测】
经济平稳较快发展	经济保持中高速增长	经济发展取得新成效	经济发展质升量稳
结构调整取得重大进展	创新驱动发展成效显著	改革开放迈出新步伐	科技自立自强与现代化产业体系建设
科技教育水平明显提升	发展协调性明显增强	社会文明程度得到新提高	构建新发展格局与深化改革开放
资源节约环境保护成效显著	人民生活水平和质量普遍提高	生态文明建设实现新进步	全面绿色转型与美丽中国建设
人民生活持续改善	国民素质和社会文明程度显著提高	民生福祉达到新水平	扎实推进共同富裕与民生福祉
社会建设明显加强	生态环境质量总体改善	国家治理效能得到新提升	文化强国与国民素质提升
改革开放不断深化	各方面制度更加成熟更加定型	—	国家安全保障与治理效能新提升

资料来源：华金证券研究所整理

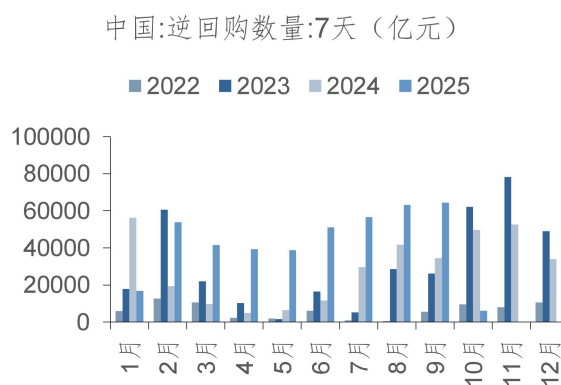
10 月流动性可能进一步宽松。（1）10 月宏观流动性可能维持宽松。一是海外方面：首先，美联储 10 月大概率继续降息，9 月货币政策会议纪要显示，由于就业数据弱于预期、就业下行风险上升，美联储官员总体预期将进一步降息，但围绕关税对通胀的影响，美联储官员意见存在分歧，但绝大多数美联储官员预计年底前至少还有两次降息；其次，受美国政府“停摆”和偏弱的就业和经济数据影响，美元指数可能维持低位震荡，海外对国内流动性宽松的影响较小。二是国内方面：首先，历史经验来看，10 月央行可能加大逆回购力度，资金投放规模有望扩张；其次，央行三季度例会上提出建议加强货币政策调控，把握好政策实施的力度和节奏，10 月国内宏观流动性可能进一步宽松。（2）10 月微观资金可能继续流入 A 股。一是历史经验上，2015 年以来的 10 年中，10 月外资净流入 5 次，融资净流入 8 次，显示 10 月股市资金大概率流入。二是今年 10 月美联储继续降息，海外流动性进一步宽松下外资 10 月可能继续流入，而慢牛持续下 10 月融资流入可能维持较高水平，同时 10 月新发基金也可能进一步回升。

图 3：美元指数继续低位震荡



资料来源：华金证券研究所，wind

图 4：10 月央行可能加大逆回购力度



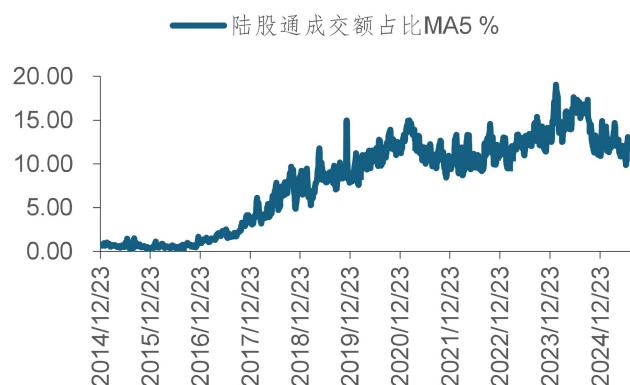
资料来源：华金证券研究所，wind

图 5：10 月融资多流入 A 股

年份	外资净流入 (亿元)	融资净流入 (亿元)	新成立偏股 型基金份额 (亿份)
2015	-44.81	1261.20	83.89
2016	37.72	390.10	147.94
2017	118.23	290.10	94.45
2018	-105.29	-530.50	523.10
2019	320.49	159.73	258.89
2020	0.23	262.45	1577.08
2021	328.40	114.89	739.77
2022	-573.00	-7.63	191.88
2023	-447.87	397.67	103.37
2024	-	2683.55	175.30

资料来源：华金证券研究所，wind

图 6：陆股通成交额占比回升

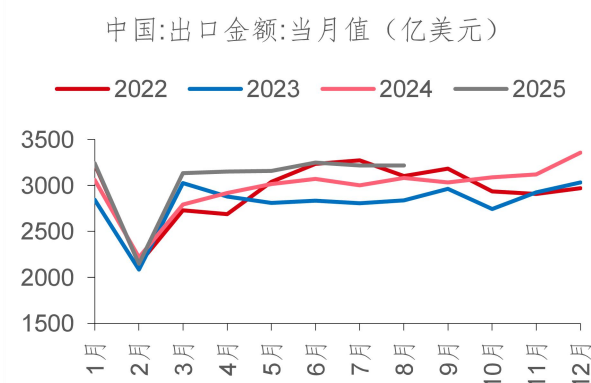


资料来源：华金证券研究所，wind

10 月经济可能延续弱修复，盈利可能延续结构性回升。(1) 10 月经济可能继续弱修复。一是低基数效应下 10 月出口增速可能仍有一定的韧性：首先，去年 10 月出口金额基数相对偏低，低基数效应下可能对今年出口增速有提振；其次，10 月关税暂缓期延续，在 11 月关税政策尚未确定的环境下海外订单可能提前落地，且临近海外消费旺季，出口增速有望继续回升。二是假期消费偏好下 10 月社零增速可能有所回升：首先，今年国庆假期期间消费数据向好，如据商务部商务大数据监测，国庆中秋假期全国重点零售和餐饮企业销售额按可比口径同比增长 2.7%，10 月 1 日-7 日期间，商务部重点监测的 78 个步行街（商圈）营业额同比增长 6.0%；其次，政策扶持的新型消费、绿色消费需求火热，如节日期间绿色有机食品销售额同比增长 27.9%，智能家居产品同比增长 14.3%，国潮服装同比增长 14.1%，旺季催化下 10 月社零增速可能维持高位。三是四季度保增长政策实施加速和反内卷政策导致周期行业盈利修复下，10 月基建和制造业投资增速可能有所回升，而 10 月地产投资增速可能继续偏弱：首先，制造业及基建投资增速大概率具有一定韧性，反内卷、“两重”政策对制造业投资有提振，此外 9 月 PMI 回升也体现制造业景气可能改善，叠加专项债发行提速，开工旺季来临下基建投资可能加速落实；其次，地产投资增速大概率偏弱，今年国庆假期期间 30 大中城市商品房成交面积同比增速仅为-7.3%，居民购

房意愿仍不强，此外房屋新开工及竣工面积增速继续下探，地产端整体仍在去库。(2) 全 A 三季报业绩可能结构性回升。一是工业企业盈利增速与全 A 盈利增速有一定相关性，8 月工业企业盈利增速大幅回升至 20.4%，而 PPI 及其领先指标在反内卷政策推动下可能回升，工业企业盈利增速有望高位筑顶。(2) 10 月 A 股三季报业绩披露，盈利可能结构性回升：首先，全 A 已披露盈利预告的公司数为 19 家，整体法在可比口径下同比增长 63.7%，相比 2024 三季报的实际盈利同比的-0.62%显示盈利处于修复趋势中；其次，截至 2025/10/9，申万 31 个行业中单三季度 Wind 一致预期盈利排名较高的行业为钢铁、计算机、传媒、军工、电新、建材、电子和有色等周期和成长行业，仅煤炭为负，三季报科技和周期等行业盈利增速可能回升。

图 7：去年同期出口金额基数相对较低



资料来源：华金证券研究所，wind

图 8：今年国庆期间地产销售增速偏弱



资料来源：华金证券研究所，wind (注：时间统计口径为 10/1-10/7)

二、行业配置：10 月科技、周期和核心资产占优的风格难改

(一) 四中全会召开下 10 月科技成长可能相对占优

“十五五”规划相关的科技成长行业 10 月表现可能相对占优。一是复盘历史，五年规划相关的行业在 10 月和会后一个月大概率表现占优：首先，“十二五”至“十四五”重点强调的行业主要集中在计算机、医药生物、机械设备、电力设备、汽车等新兴科技成长行业；其次，“十二五”至“十四五”重点强调的行业在 10 月和会后一个月大概率表现较强。二是当前来看，“十五五”规划可能重点强调科技创新和提振内需，与此相关的科技和消费可能表现相对占优；其次，产业趋势和景气度上行的行业 10 月仍可能集中在人工智能相关的 TMT、机器人和电新、医药、有色金属等行业上，消费的景气度仍偏低。

图 9：“十二五”至“十四五”四中全会召开前后重点强调行业涨跌幅表现一览

	重点强调产业	对应申万一级行业	10月涨跌幅 (%)	会前一个月涨跌幅 (%)	会后一个月涨跌幅 (%)	会后三个月涨跌幅 (%)
十二五	节能环保	环保	6.0	0.9	10.6	5.0
	新一代信息技术	计算机	8.3	-6.1	18.0	5.0
	生物	医药生物	1.6	-6.7	19.6	5.5
	高端装备制造	机械设备	22.5	3.9	16.5	18.0
	新能源	电力设备	9.5	-2.0	8.1	0.4
	新材料	基础化工	10.4	4.6	4.9	-6.0
	新能源汽车	汽车	16.7	3.4	4.2	-10.8
十三五	新一代信息技术产业创新	计算机	23.8	19.1	15.9	-20.0
	生物产业倍增	医药生物	14.7	15.2	5.7	-20.4
	空间信息智能感知	国防军工	20.5	14.0	8.9	-29.0
	储能与分布式能源	电力设备	19.2	15.5	11.9	-20.7
	高端材料	基础化工	17.3	11.9	16.0	-14.7
	新能源汽车	汽车	14.3	13.2	13.5	-14.8
十四五	高端新材料	基础化工	2.8	2.9	7.4	20.2
	重大技术装备	机械设备	1.6	1.4	4.0	12.9
	智能制造与机器人技术					
	农业机械装备	国防军工	-4.2	2.1	3.4	10.5
	航空发动机及燃气轮机					
	北斗产业化应用	汽车	11.6	7.7	11.9	17.2
	新能源汽车和智能（网联）汽车					
	高端医疗装备和创新药	医药生物	2.3	-0.7	-4.6	10.3

资料来源：华金证券研究所，wind（注：加粗字体为会后相对会前涨幅更高的行业涨跌幅）

（二）三季报披露下 10 月科技成长和周期行业可能占优

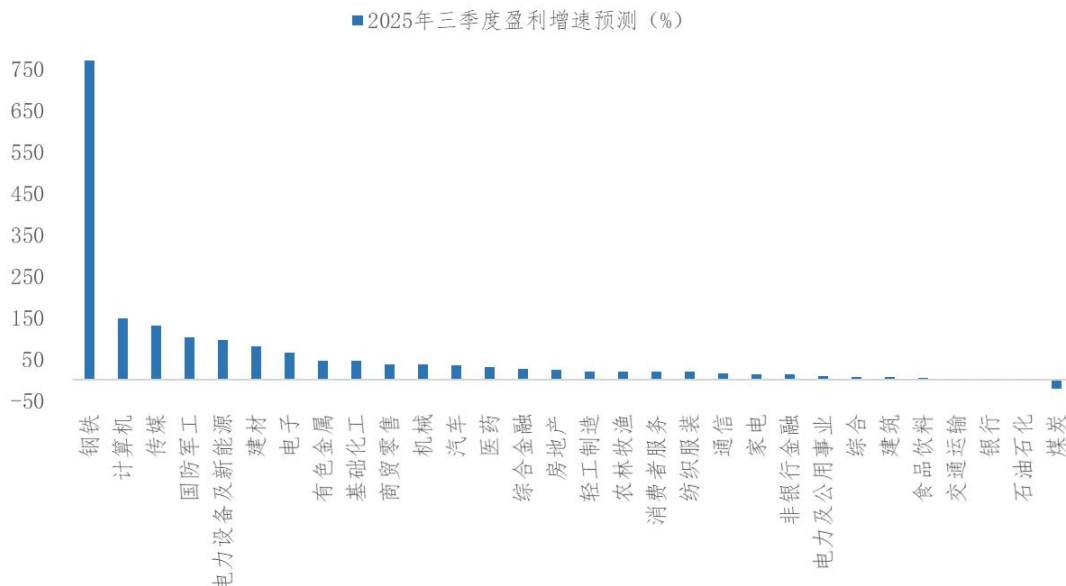
10 月三季报披露背景下，科技成长和周期行业可能相对占优。一是复盘历史，10 月三季报披露期，三季报业绩较好的行业和景气度较高的行业表现相对占优：首先，三季报业绩较好的行业 10 月占优，如 2016 年的煤炭，2017 年的电子，2019 年的农林牧渔，2020 年的电力设备，2023 年的汽车，2024 年的电子和综合。其次，高景气的行业占优，如 2015 年的计算机和通信，2016 年的建筑装饰和食品饮料，2017 年的家用电器、食品饮料和电子，2018 年的银行，2019 年的农林牧渔，2020 年的汽车和电力设备，2021 年的电力设备、汽车和美容护理，2022 年的计算机和机械，2023 年的电子和汽车，2024 年的电子和计算机。二是今年来看，三季报盈利增速预期较高的是计算机、传媒、军工、电新、电子等科技成长行业和钢铁、建材、有色金属、化工等周期行业；而景气度较高则仍可能是人工智能相关的科技和涨价相关的周期等行业。

图 10：在可比口径下，三季报业绩增速较好的行业十月占优

行业排名	10月涨跌幅	三季报业绩排名	10月涨跌幅	三季报业绩排名	10月涨跌幅	三季报业绩排名	10月涨跌幅	三季报业绩排名	10月涨跌幅	三季报业绩排名
	2015		2016		2017		2018		2019	
1	计算机	10.0	建筑装饰	19.0	家用电器	17.0	银行	17.0	农林牧渔	2.0
2	通信	9.0	煤炭	4.0	食品饮料	14.0	煤炭	14.0	家用电器	11.0
3	国防军工	30.0	食品饮料	22.0	电子	7.0	非银金融	28.0	医药生物	19.0
4	环保	8.0	建筑材料	8.0	美容护理	10.0	房地产	6.0	银行	15.0
5	电力设备	17.0	有色金属	6.0	医药生物	18.0	钢铁	3.0	美容护理	5.0
6	纺织服饰	7.0	钢铁	2.0	交通运输	11.0	农林牧渔	30.0	轻工制造	22.0
7	电子	13.0	机械设备	29.0	农林牧渔	31.0	建筑装饰	15.0	传媒	26.0
8	基础化工	23.0	综合	5.0	非银金融	20.0	公用事业	19.0	房地产	12.0
9	商贸零售	22.0	纺织服饰	23.0	社会服务	13.0	交通运输	29.0	食品饮料	6.0
10	传媒	3.0	交通运输	26.0	商贸零售	12.0	综合	21.0	建筑材料	7.0
	2020		2021		2022		2023		2024	
1	汽车	13.0	电力设备	13.0	计算机	28.0	电子	24.0	电子	4.0
2	家用电器	22.0	汽车	11.0	国防军工	13.0	汽车	5.0	计算机	26.0
3	电力设备	3.0	美容护理	29.0	机械设备	21.0	医药生物	22.0	综合	2.0
4	美容护理	25.0	国防军工	23.0	医药生物	10.0	农林牧渔	31.0	国防军工	25.0
5	银行	15.0	银行	19.0	通信	6.0	钢铁	29.0	环保	13.0
6	食品饮料	9.0	社会服务	1.0	电子	26.0	公用事业	4.0	建筑装饰	22.0
7	基础化工	23.0	农林牧渔	31.0	综合	5.0	有色金属	26.0	通信	9.0
8	医药生物	5.0	食品饮料	20.0	社会服务	31.0	基础化工	30.0	传媒	27.0
9	纺织服饰	29.0	电子	8.0	环保	18.0	综合	23.0	建筑材料	28.0
10	轻工制造	16.0	综合	30.0	电力设备	2.0	纺织服饰	11.0	机械设备	17.0

资料来源：华金证券研究所，wind

图 11：2025 年三季度 Wind 一致预期盈利增速行业排名

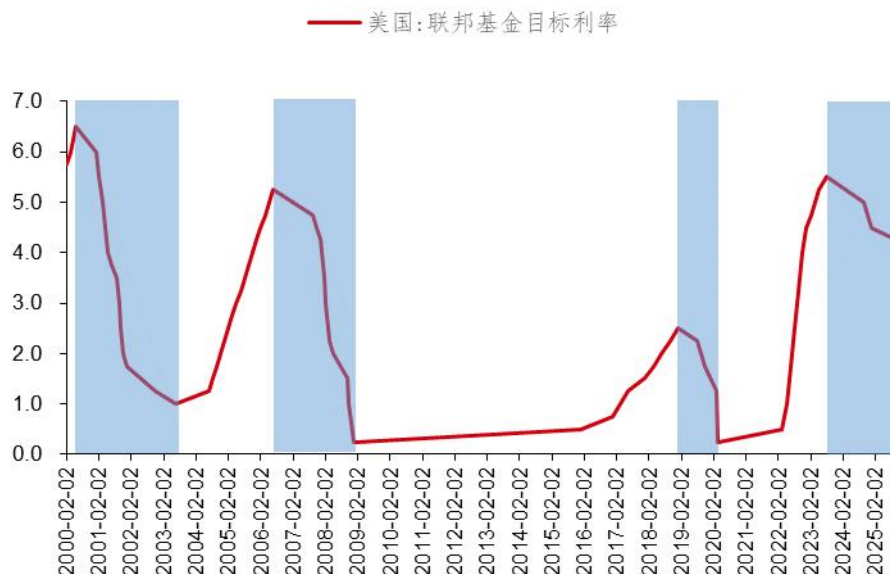


资料来源：截至 2025/10/9（由左至右，从高到低排序），华金证券研究所，wind

（三）美联储降息周期下科技成长和部分周期行业可能占优

美联储降息周期下科技成长和部分周期行业可能相对占优。一是复盘历史，美联储降息周期中，产业趋势上行或高景气的行业相对占优，如 2001/1/3-2003/6/5 的汽车、2007/9/18-2008/12/16 的农林牧渔、2019/8/1-2020/3/16 的电子、2024/9/18-2025/9/18 的通信。二是当前来看，科技成长和部分周期行业 10 月可能相对占优：首先，美联储 10 月大概率继续降息；其次，以人工智能为代表的科技产业趋势在 10 月可能持续上行，而受益于涨价和新材料需求上升的有色金属、化工等部分周期行业 10 月景气度预计也可能继续上升。

图 12：2000 年以来，联邦基金目标利率下行区间



资料来源：华金证券研究所，wind

图 13：美联储降息期间 A 股涨跌幅前十的行业

行业排名	2001/1/3-2003/6/5	2007/9/18-2008/12/16	2019/8/1-2020/3/16	2024/9/19-2025/9/18
1	汽车	农林牧渔	电子	通信
2	银行	电力设备	计算机	综合
3	钢铁	通信	建筑材料	电子
4	非银金融	医药生物	医药生物	计算机
5	公用事业	建筑装饰	通信	传媒
6	交通运输	计算机	传媒	机械设备
7	国防军工	食品饮料	电力设备	有色金属
8	石油石化	美容护理	综合	电力设备
9	机械设备	公用事业	美容护理	商贸零售
10	食品饮料	家用电器	基础化工	汽车

资料来源：华金证券研究所，wind

（四）日历效应上，10 月科技成长和核心资产表现相对占优

日历效应上，10月计算机、汽车、家电、电子等科技成长和核心资产相关行业领涨概率较高。2015年以来的10年中，十月涨幅前三出现次数最多的行业有计算机（2015、2022、2024，合计3次），家用电器（2017、2019、2020，合计3次），汽车（2020、2021、2023，合计3次），电子（2017、2023、2024，合计3次）。

图 14：2015-2024 年十月涨跌幅 TOP10 一览

行业排名	2015	2016	2017	2018	2019
1	计算机	建筑装饰	家用电器	银行	农林牧渔
2	通信	煤炭	食品饮料	煤炭	家用电器
3	国防军工	食品饮料	电子	非银金融	医药生物
4	环保	建筑材料	美容护理	房地产	银行
5	电力设备	有色金属	医药生物	钢铁	美容护理
6	纺织服饰	钢铁	交通运输	农林牧渔	轻工制造
7	电子	机械设备	农林牧渔	建筑装饰	传媒
8	基础化工	综合	非银金融	公用事业	房地产
9	商贸零售	纺织服饰	社会服务	交通运输	食品饮料
10	传媒	交通运输	商贸零售	综合	建筑材料
行业排名	2020	2021	2022	2023	2024
1	汽车	电力设备	计算机	电子	电子
2	家用电器	汽车	国防军工	汽车	计算机
3	电力设备	美容护理	机械设备	医药生物	综合
4	美容护理	国防军工	医药生物	农林牧渔	国防军工
5	银行	银行	通信	钢铁	环保
6	食品饮料	社会服务	电子	公用事业	建筑装饰
7	基础化工	农林牧渔	综合	有色金属	通信
8	医药生物	食品饮料	社会服务	基础化工	传媒
9	纺织服饰	电子	环保	综合	建筑材料
10	轻工制造	综合	电力设备	纺织服饰	机械设备

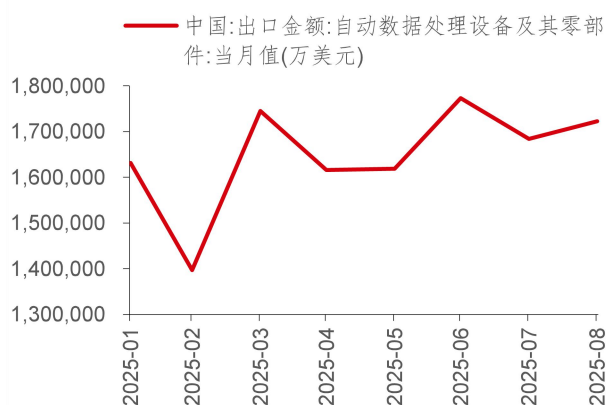
资料来源：华金证券研究所，wind

（五）10月继续逢低配置科技、部分核心资产和周期等行业

10月建议继续逢低配置政策和产业趋势上行的通信（算力）、机械设备（机器人）、电子（消费电子、半导体）、传媒（游戏）、计算机（AI应用）、有色金属、化工等行业。（1）通信：第十一届全球超宽带高峰论坛（UBBF 2025）将于2025年10月13-14日在法国巴黎举办，大会围绕“AI繁荣UBB，激发运营商新增长”主题，汇聚全球运营商、行业伙伴、监管机构、标准组织和产业联盟等各界精英。（2）机械设备：10月9日，智元机器人宣布与全球智能产品ODM企业龙旗科技达成合作，此次合作共将部署近千台机器人，是目前国内工业具身智能机器人领域

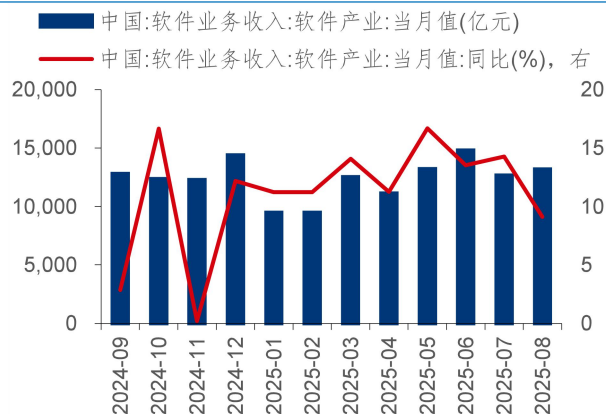
最大订单之一。(3) 电子：一是 8 月中国自动数据处理设备及其零部件出口金额增长，较 7 月增长了 2.29%；二是 2025 上海国际消费电子展 TechG 将于 2025 年 10 月 23 日至 25 日于上海新国际博览中心召开，将吸引超过 400 家企业参展，展示 AI+、XR、智慧家电、智能互联、运动科技、智慧健康、机器人等最新消费电子产品及技术；三是 Vision China 2025 深圳机器视觉展将携手 NEPCON ASIA 等七大电子制造产业链盛会将于 10 月 28-30 日在深圳国际会展中心 9 号馆盛大举办。(4) 传媒：根据国家电影局统计，2025 年国庆档电影总票房为 18.35 亿元，观影人次为 5007 万，国产影片票房占比为 98.93%。(5) 计算机：一是 8 月软件业务总收入回升，同比增长 9.12%，较 7 月上漲 3.96%；二是第七届人工智能应用产业博览会(ACE 2025)在 2025 年 10 月 10 日至 12 日在上海新国际博览中心盛大举行；三是 2025 年中国计算机大会(CNCC 2025)将于 2025 年 10 月 22 日至 25 日在哈尔滨市举办，系国内计算领域年度学术盛会，本届大会的主题是以“数智赋能，无限可能”为主题。(6) 有色金属：国际铜研究组织预计 2025 年全球铜矿产量将增长 1.4%，而 2026 年预计将实现 2.3% 的增长，预计 2025 年全球精炼铜产量将增长约 3.4%，2026 年增长 0.9%。(7) 化工：第十六届中国国际石油化工大会(CPCIC 2025)将于 10 月 22 日至 24 日在宁波隆重举办，聚焦“十五五”石化产业政策前瞻、AI 驱动能效革命等前沿议题。

图 15：8 月中国自动数据处理设备及其零部件出口金额增长



资料来源：华金证券研究所，wind

图 16：8 月软件业务总收入回升

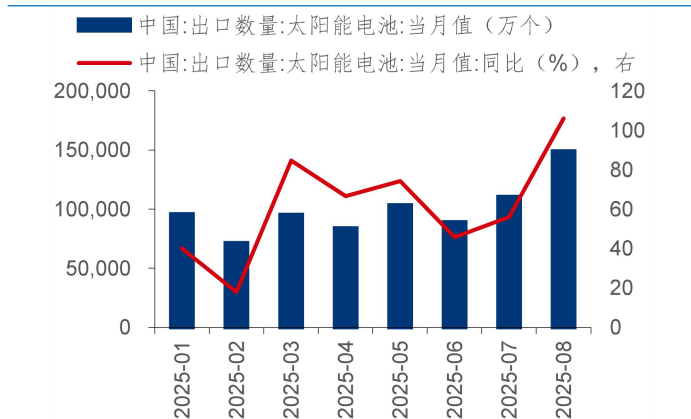


资料来源：华金证券研究所，wind

10 月建议继续逢低配置基本面可能有所改善的电新（固态电池、储能、风电）、医药（创新药、CXO）、食品、军工等行业。(1) 电新：一是太阳能电池出口数量连续两月上漲，8 月出口数量同比增长 105.95%，较 7 月上漲 34.94%，较 6 月上漲 67.49%；二是第十届新能源产业年会暨 20 周年庆典于 2025 年 10 月 9 日至 12 日在上海浦东嘉里大酒店盛大启幕，风电、光伏、氢能、储能、充换电五大核心领域分论坛也将同步开启。(2) 医药：一是 2025 年中药制剂大会于 2025 年 10 月 10 日至 13 日在四川省成都彭州市召开；二是今年进博会，“全勤生”赛诺菲聚焦心血管、代谢、呼吸、肿瘤四大慢病以及免疫、移植、罕见病等领域，全面展示赛诺菲的创新产品，届时，两款突破性心血管创新药将迎来“全球首秀”。(3) 食品：一是 10 月 3 日白酒剑南春（52 度,500ml）价格回升，较上周价格上涨 4.78%；二是上海国际功能性食品大会暨产业博览会将于 2025 年 10 月 22 日在上海世贸商城 7 楼金色大厅盛大召开，以“科学赋能功能食品，智领健康产业未来”为主题，10 月 23 日将同期举办第八届营养与健康老龄化科学会议；三是第一届全国食品行业渠道峰会将于 2025 年 10 月 17 日在南京国际博览中心会议中心举行，大会将以“渠道创新 链接未来”为主题。(4) 军工：一是 2025 中国武汉国防军工信息化与航空航天

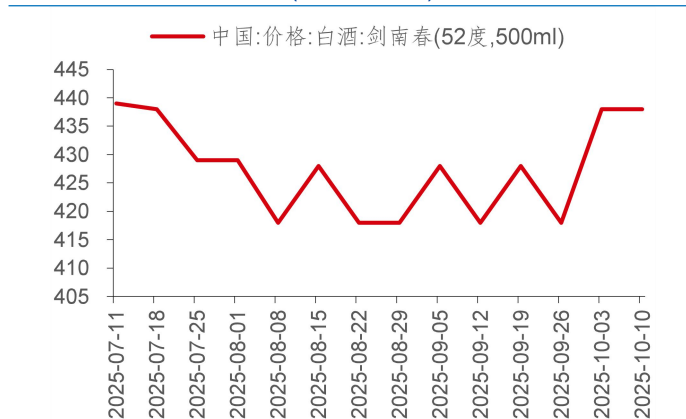
展览会将于 10 月 28-30 日在武汉文化博览中心举行，本届展会以“信息化、专业化、国际化”为宗旨，展示我国高端制造设备、前沿装备、国防军工信息化等产业链的最新成果；二是 2025 中国（新疆）航空航天国防科技产业博览会将于 2025 年 10 月 17 日-19 日在新疆乌鲁木齐国际会展中心举办，展会面积约占 33000 平米，吸引约 800 家展商参展。

图 17：太阳能电池出口数量连续两月上涨



资料来源：华金证券研究所，wind

图 18：10 月初白酒剑南春(52 度,500ml)价格回升



资料来源：华金证券研究所，wind

三、风险提示

- 1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。
- 2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- 3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn