

2025 年 10 月 26 日

证券研究报告 |

债市波段机会显现，股市风格切换渐近

策略周报

分析师：刘芳

分析师登记编码：S0890524100002

电话：021-20321091

邮箱：liufang@cnhbstock.com

分析师：郝一凡

分析师登记编码：S0890524080002

电话：021-20321080

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

1、《A 股震荡慢牛中延续，布局成长把握轮动—策略周报》2025-09-14

2、《A 股顺势而为，债市良机渐显—策略周报》2025-08-24

3、《股债跷跷板还能持续多久？—策略周报》2025-08-17

4、《全球市场震荡，是忧还是机？—策略周报》2025-08-03

5、《全球市场震荡，是忧还是机？—策略周报》2025-08-03

投资要点

④【债市方面】债市波段机会显现。展望后市，预计 10 年期国债收益率区间在 1.7% - 1.85%，1.85% 上限考虑新券含税因素。支撑债券收益率难以大幅上行的原因是一来权益市场在“十五五”落地后新催化减少，股市进一步大幅上涨的动能可能减弱，预计将转向平稳运行；二来四季度通常会出现债券的“抢配”现象，这是由于机构面临年末业绩考核，同时需要为来年的资产组合进行跨年布局，从而集中释放配置需求。不过，当前收益率下行空间尚未完全打开，仍需等待催化。一方面，中美谈判尚未开始，其进展是重要变量；另一方面，基金费率新规预计 11 月落地，若按征求意见稿执行，可能引发债基赎回与调仓，对债市形成阶段性扰动。策略上，在震荡格局中可把握波段机会，如在收益率触及区间上沿 1.85% 时参与小级别反弹。

④【股市方面】利好释放后，风格切换概率提升。中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议，于 2025 年 10 月 20 日至 23 日在北京举行。会议审议通过了《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》。《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》公报重点提及了“制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、教育强国、科技强国、人才强国、农业强国、文化强国”十大强国战略。科技领域（科技、教育、网络、人才），实体领域（制造、质量、航天、交通）仍是主要核心。不过权益市场在“十五五”落地后新催化减少，股市进一步大幅上涨的动能可能减弱，预计将转向平稳运行；考虑到成长方向年内已较大幅上行，四季度市场风格切换概率上升，在 10 月利好释放后，建议在科技成长方向可适度降低仓位，或部分切换至宽基指数、低波红利等偏稳健方向。

④风险提示：经济修复不及预期的风险，政策效果不及预期的风险，关税博弈持续升级的风险，地缘政治风险，海外经济衰退风险，外部政策不确定性风险。本报告模拟组合结果基于对应模型计算，非实盘业绩，需警惕模型失效的风险；文中涉及基金组合等模型结果，仅供研究参考，不构成投资建议；模型均基于历史数据测试得到，在未来存在失效的可能，不代表基金未来表现，不对基金的未来表现构成预测。

内容目录

1. 重要事件回顾.....	3
2. 周度行情回顾（10.20-10.26）	3
3. 市场展望.....	4
4. A股债市市场重要指标跟踪监测.....	6
5. 华宝资产配置组合表现.....	7
6. 下周重点关注.....	8
7. 风险提示.....	8

图表目录

图 1： 大类资产周度涨跌幅回顾（%）	4
图 2： 大类资产配置观点展望.....	5
图 3： A股及债市重要指标变化（%）	6
图 4： 国内宏观多资产配置组合表现.....	7
图 5： 全球宏观多资产配置组合表现.....	7

1. 重要事件回顾

1、中国经济“三季报”20日最新出炉：前三季度，国内生产总值（GDP）1015036亿元，按不变价格计算，同比增长5.2%。其中，三季度增长4.8%。中国经济延续稳中有进态势。

2、前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长6.2%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长5.8%，制造业增长6.8%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长2.0%。装备制造业增加值同比增长9.7%，高技术制造业增加值增长9.6%，增速分别快于全部规模以上工业3.5和3.4个百分点。

3、前三季度，社会消费品零售总额365877亿元，同比增长4.5%。按消费类型分，商品零售额324888亿元，增长4.6%；餐饮收入40989亿元，增长3.3%。基本生活类和部分升级类商品销售增势较好，限额以上单位粮油食品类、体育娱乐用品类、金银珠宝类商品零售额分别增长10.4%、19.6%、11.5%。

4、前三季度，全国固定资产投资（不含农户）371535亿元，同比下降0.5%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长3.0%。分领域看，基础设施投资同比增长1.1%，制造业投资增长4.0%，房地产开发投资下降13.9%。全国新建商品房销售面积65835万平方米，同比下降5.5%；新建商品房销售额63040亿元，下降7.9%。

5、中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议，于2025年10月20日至23日在北京举行。会议审议通过了《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》。

6、10月23日，美国白宫宣布，中美两国领导人将于10月30日在韩国举行首脑会谈。中美两国政府将在首脑会谈前举行部长级磋商，围绕双方的出口管制及高关税政策寻求缓和紧张局势的途径。

2. 周度行情回顾（10.20-10.26）

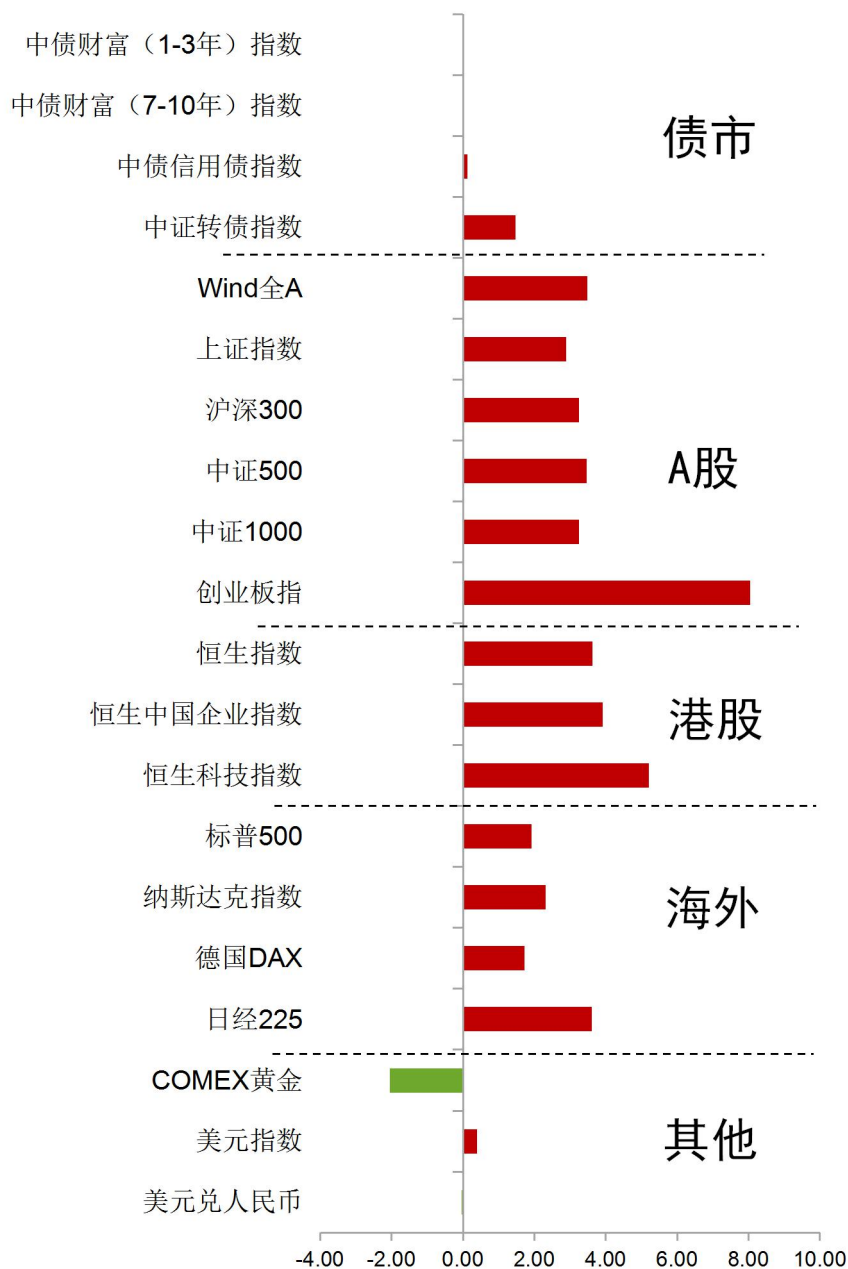
【债市有所回落】经济数据呈现温和修复态势，三季度GDP同比增长4.8%，虽结构上内需仍显不足，但总量韧性降低了对大规模政策刺激的预期，也削弱了降息的紧迫性；同时本周重磅会议召开，市场在等待更清晰的政策信号，债市交易行为趋于谨慎，整体情绪偏保守。不过从资金面看，央行通过灵活开展7天期逆回购以对冲到期压力，并连续第五个月加量续作买断式逆回购，10月实现净投放4000亿元。MLF也有望延续超量续作，共同体现央行对流动性的呵护。在此背景下，资金面保持合理充裕。在此背景下债市小幅修复。

【A股显著回暖】本周A股市场显著回暖。中美贸易关系释放缓和迹象，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特和贸易代表格里尔举行视频通话，双方同意尽快举行新一轮中美经贸磋商。10月23日，美国白宫宣布，中美两国领导人将于10月30日在韩国举行首脑会谈。中美两国政府将在首脑会谈前举行部长级磋商，围绕双方的出口管制及高关税政策寻求缓和紧张局势的途径。加之市场对重要会议后新的“十五五”规划具有乐观预期，其中提到“十大强国战略”，主要集中在实体经济与科技领域，提振了整体风险偏好。

【美股小幅修复】本周美股修复，三大指数集体收涨，乐观的季度盈利结果重振了风险偏好，投资者对地区银行信贷质量的担忧也有所减轻。英特尔因财报超预期且毛利率显著改善，股价大涨并带动芯片板块走强。美股本周收涨。近日，德国、法国、英国等多国领导人共同发表声明，支持“立即停止军事行动，以当前接触线为起点展开谈判”。乌克兰总统泽连斯基也

签署该声明，标志着乌克兰危机出现转圜可能。地缘政治紧张局势有所缓和，黄金价格下跌。

图 1：大类资产周度涨跌幅回顾（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 市场展望

【债市方面】债市波段机会显现。展望后市，预计 10 年期国债收益率区间在 1.7% - 1.85%，1.85%上限考虑新券含税因素。支撑债券收益率难以大幅上行的原因是一来权益市场在“十五五”落地后新催化减少，股市进一步大幅上涨的动能可能减弱，预计将转向平稳运行；二来四季度通常会出现债券的“抢配”现象，这是由于机构面临年末业绩考核，同时需要为来年的资产组合进行跨年布局，从而集中释放配置需求。不过，当前收益率下行空间尚未完全打开，仍需等待催化。一方面，中美谈判尚未开始，其进展是重要变量；另一方面，基金费率新规预计 11 月落地，若按征求意见稿执行，可能引发债基赎回与调仓，对债市形成阶段性扰动。策略上，在震荡格局中可把握波段机会，如在收益率触及区间上沿 1.85%时参与小级别反弹。

【股市方面】利好释放后，风格切换概率提升。中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议，于2025年10月20日至23日在北京举行。会议审议通过了《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》。《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》公报重点提及了“制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、教育强国、科技强国、人才强国、农业强国、文化强国”十大强国战略。科技领域（科技、教育、网络、人才），实体领域（制造、质量、航天、交通）仍是主要核心。不过权益市场在“十五五”落地后新催化减少，股市进一步大幅上涨的动能可能减弱，预计将转向平稳运行；考虑到成长方向年内已较大幅上行，四季度市场风格切换概率上升，在10月利好释放后，建议在科技成长方向可适度降低仓位，或部分切换至宽基指数、低波红利等偏稳健方向。

【海外市场】美股或继续修复。从基本面看，本轮关税的负面影响低于预期，其后续冲击将更多集中在消费领域，对科技板块影响有限。主要科技公司仍在人工智能和云计算等领域保持强劲的投资势头，盈利预期依然向好。同时9月美联储重启降息周期，当前流动性仍然处于较好环境中。

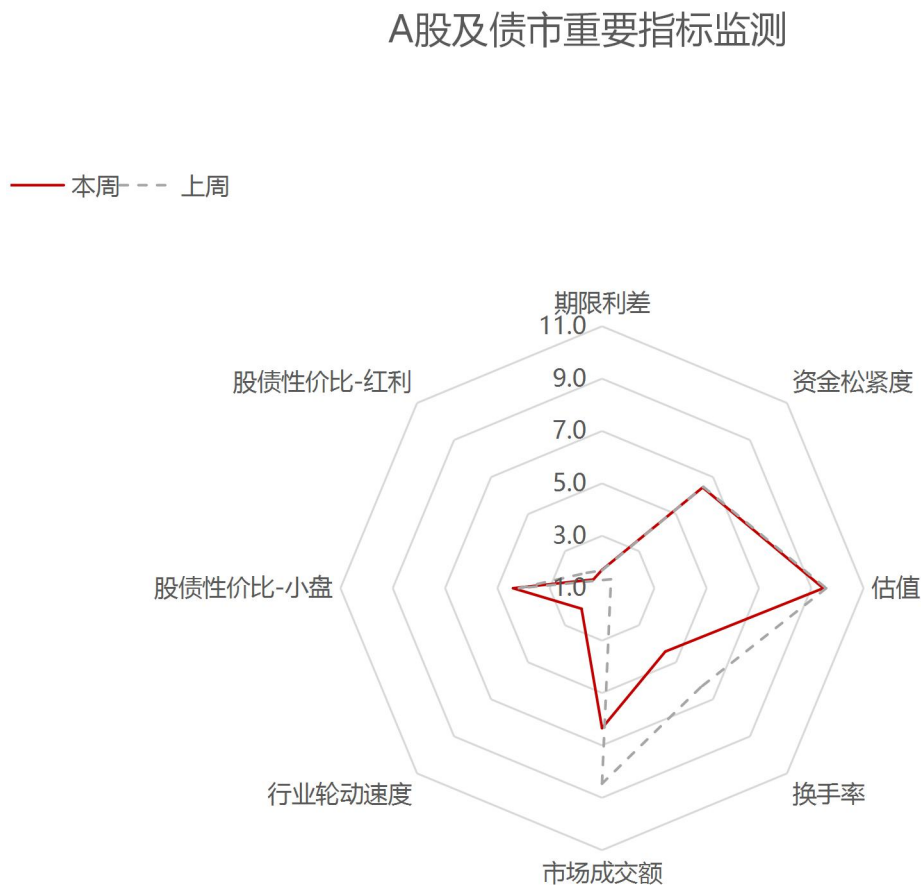
图 2：大类资产配置观点展望

资产	时间维度	市场观点（谨慎，相对谨慎，中性，相对乐观，乐观）				
		谨慎	相对谨慎	中性	相对乐观	乐观
债市	周度				●	
	月度			●		
A股	周度			●		
	月度				●	
海外	周度				●	
	月度				●	
黄金	周度			●		
	月度			●		

资料来源：华宝证券研究创新部

4. A 股债市市场重要指标跟踪监测

图 3：A 股及债市重要指标变化（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

备注：

期限利差数值越高代表国债收益率曲线越陡峭，越低代表国债收益率曲线越平坦。

资金松紧度数值越高代表短期市场资金量越紧张，越低代表资金量越充足。

估值数值越高代表 A 股市场估值水平越高。换手率数值越高代表 A 股市场换手率水平越高。

行业轮动速度越高代表市场轮动越快，越低代表市场轮动越慢。

股债性价比（小盘）数值越高代表中小盘股性价比越高。股债性价比（红利）数据越高代表 A 股红利性价比越高。

期限利差：期限利差近期仍处于历史低位水平。

资金松紧度：资金面整体趋松。

股债性价比：股债性价比整体处于低位，小盘指数的性价比维持不变，红利指数的性价比继续回落。

A 股估值：本周 A 股估值基本维持不变。

A 股换手率：市场换手率回落，市场成交活跃度继续回落。

市场成交额：两市日均成交额下降至 17973.13 亿元，较上周回落 3955.38 亿元，市场交易缩量明显。

行业轮动速度：行业轮动速度明显上升，市场调整阶段，行业轮动明显加快。

5. 华宝资产配置组合表现

【国内宏观多资产模型】截至 10 月 24 日，今年以来的收益率为 12.52%，超过基准（40% 中证 800 指数+60%中债总财富指数）的超额收益率为 5.04%。今年以来的夏普比率为 2.7556，超过基准的夏普比率 1.2582。

图 4：国内宏观多资产配置组合表现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

备注：以高流动性 ETF 为标的，通过宏观主观判断定期调整多资产配置观点。以经典风险资产+固收的 40、60 比例为配置参考，对风险资产（A 股、黄金）、固收（国债、货币）进行主观配置，根据主观观点适度调整配置比例。权益内部，根据策略观点变化，通过低波红利、沪深 300、中证 2000、银行等 ETF 指数调整权益配置风格。固收内部，以十年期国债 ETF 以及货币 ETF 为核心，并对货币保留最低配置比例以维持配置组合流动性需求。

【全球宏观多资产模型】截至 10 月 24 日，今年以来的收益率为 11.40%，超过基准（40% 中证 800 指数+60%中债总财富指数）的超额收益率为 3.92%。今年以来的夏普比率为 2.3663，超过基准的夏普比率 1.2582。

图 5：全球宏观多资产配置组合表现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

备注：选择中国国债、A 股、美股、日股、黄金对应的 ETF，根据海外经济货币政策、国内经济货币政策撰写月度策略报告观点或者点评报告，根据对应观点进行调仓。该组合旨在通过多资产配置，构建较为全面的投资组合，满足投资者跨国多元资产配置的需求。

6. 下周重点关注

10月27日，美国零售销售，美国9月失业率、9月美国非农数据、9月平均时薪

10月30日，联邦基金目标利率、第三季度实际GDP、第三核心PCE

10月31日，中国官方制造业PMI、美国9月个人消费支出、9月核心PCE物价指数

7. 风险提示

经济修复不及预期的风险，政策效果不及预期的风险，关税博弈持续升级的风险，地缘政治风险，海外经济衰退风险，外部政策不确定性风险。本报告模拟组合结果基于对应模型计算，非实盘业绩，需警惕模型失效的风险；文中涉及基金组合等模型结果，仅供研究参考，不构成投资建议；模型均基于历史数据测试得到，在未来存在失效的可能，不代表基金未来表现，不对基金的未来表现构成预测。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。