

宏观和大类资产配置周报

关注“十五五”规划建议

大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

宏观要闻回顾

- **经济数据**：前三季度我国实际 GDP 同比增长 5.2%，三季度增长 4.8%；9 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.5%，社会消费品零售总额增长 3.0%，1-9 月固定资产投资同比下降 0.5%。
- **要闻**：二十届四中全会公报发布，全会提出了“十五五”时期经济社会发展的主要目标；经中美双方商定，国务院副总理何立峰将于 10 月 24 日至 27 日率团赴马来西亚与美方举行经贸磋商；商务部部长王文涛应约与欧盟委员会贸易和经济安全委员谢夫乔维奇举行视频会谈。

资产表现回顾

- **A 股上涨，债市调整**。本周沪深 300 指数上涨 3.24%，沪深 300 股指期货上涨 3.18%；焦煤期货本周上涨 5.66%，铁矿石主力合约本周持平；股份制银行理财预期收益率收于 1.85%，余额宝 7 天年化收益率下跌 1BP 至 1.06%；十年国债收益率上行 2BP 至 1.85%，活跃十年国债期货本周下跌 0.23%。

资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币**。二十届四中全会公报发布，全会提出了“十五五”时期经济社会发展的主要目标，我们重点关注四方面内容：一是“夯实基础、全面发力”，二是先进制造业、新质生产力均为未来实体经济发展的重点着力点，三是“大力提振消费，扩大有效投资”，四是“坚决实现全年经济社会发展目标”。我们认为，先进制造业是未来实体经济发展的重点着力点之一，新质生产力有望在“十五五”时期的经济发展中继续发挥带动作用；创新领域的有效投资能够带动新消费需求的产生，进而增强创新领域的投资回报；会议特别提出“推动房地产高质量发展”，“稳地产”政策效果仍然值得期待；在当前形势和任务的分析中，会议强调“坚决实现全年经济社会发展目标”，提出“着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，稳住经济基本盘”，其中，“稳就业”、“稳企业”位于相对靠前位置，我们预计，后续政策或将继续向提升企业盈利能力倾斜。此外，会议指出，“宏观政策要持续发力、适时加力”，四季度增量政策或仍值得期待。
- **风险提示**：全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《中银量化多策略行业轮动周报 - 20251023》20251024
《二十届四中全会公报学习体会》20251024
《市场点评报告》20251024

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

本期观点（2025.10.26）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注国内稳增长政策的落地情况	不变
三个月内	=	关注中美经贸磋商进展及其释放的重要信息	不变
一年内	=	地缘关系仍有较大不确定性	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	关注“增量”政策落实情况	超配
债券	-	“股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	-	收益率将在 2% 上下波动	低配
大宗商品	=	关注财政增量政策落实进度	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

目录

一周概览.....	4
人民币资产风险偏好上升	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）	6
宏观上下游高频数据跟踪	7
大类资产表现	9
A 股：风险偏好上升，中小创指数领涨.....	9
债券：信用利差和期限利差下降	10
大宗商品：国际金价大幅波动.....	11
货币类：货币基金收益率中位数走势偏弱.....	12
外汇：关注美联储 10 月货币政策是否调整	12
港股及海外：关注 10 月美联储货币政策调整	13
下周大类资产配置建议	15
风险提示：	15

图表目录

本期观点（2025.10.26）	1
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议	4
图表 2. 大类资产收益率横向比较	4
图表 3. 大类资产表现跟踪（单位：%）	5
图表 4. 原材料产品高频指标周度表现	7
图表 5. 建材社会库存周度表现	7
图表 6. 北方港煤炭库存周度表现	7
图表 7. 美国 API 原油库存周度表现	7
图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动	7
图表 9. 30 大中城市商品房周成交面积表现	8
图表 10. 汽车消费周同比增速表现	8
图表 11. 汽车周消费规模表现	8
图表 12. 权益类资产节前涨跌幅	9
图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势	10
图表 14. 信用利差和期限利差	10
图表 15. 央行公开市场操作净投放	10
图表 16. 7 天资金拆借利率	10
图表 17. 大宗商品本周表现	11
图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）	11
图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势	12
图表 20. 理财产品收益率曲线	12
图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动	12
图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势	12
图表 23. 恒指走势	13
图表 24. 陆港通资金流动情况	13
图表 25. 港股行业涨跌幅	13
图表 26. 港股估值变化	13
图表 27. 本期观点（2025.10.26）	15

一周概览

人民币资产风险偏好上升

A 股上涨，债市调整。本周沪深 300 指数上涨 3.24%，沪深 300 股指期货上涨 3.18%；焦煤期货本周上涨 5.66%，铁矿石主力合约本周持平；股份制银行理财预期收益率收于 1.85%，余额宝 7 天年化收益率下跌 1BP 至 1.06%；十年国债收益率上行 2BP 至 1.85%，活跃十年国债期货本周下跌 0.23%。

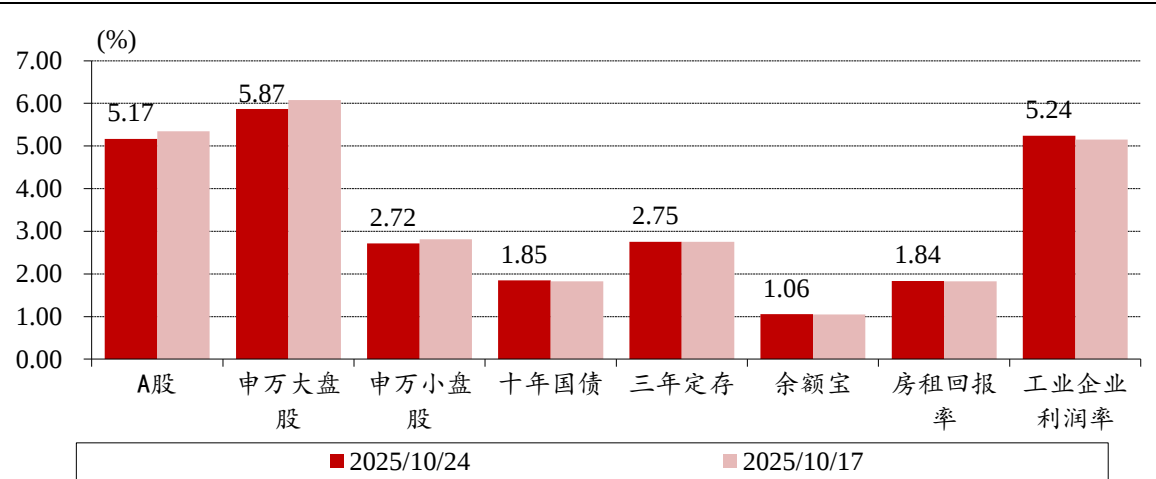
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票		债券	
沪深 300 +3.24%		10 年国债到期收益率 1.85%/本周变动 +2BP	
沪深 300 期货 +3.18%		活跃 10 年国债期货-0.23%	
本期评论：关注“增量”政策落实情况		本期评论：“股债跷跷板”或将短期影响债市	
配置建议：超配		配置建议：低配	
大宗		保守	
铁矿石期货 0.00%		余额宝 1.06%/本周变动 -1BP	
焦煤期货 +5.66%		股份制理财 3M 1.85%/本周变动 0BP	
本期评论：关注财政增量政策落实进度		本期评论：收益率将在 2%上下波动	
配置建议：标配		配置建议：低配	

资料来源：万得，中银证券

三季度实际 GDP 同比增速符合市场预期，9 月经济数据依然承压。本周 A 股主要市场指数普涨，小盘股估值上行的幅度超过大盘股。本周央行在公开市场净投放 1981 亿元，国庆长假后拆借资金利率整体保持在较低水平，周五 R007 利率收于 1.46%，GC007 利率收于 1.57%。本周五，十年国债收益率收于 1.85%，较上周五上升 2BP。三季度实际 GDP 同比增长 4.8%，前三季度实际 GDP 累计同比增长 5.2%，我们预计全年 5.0% 的经济增速目标大概率可以实现，但 9 月社零同比增速依然偏弱，且固定资产投资累计同比增速落入负增长区间，表明经济或仍需稳增长政策适时发力。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

注：房租回报率和工业企业利润率为月度数据，因此图表显示的是最新两个月的数据。

关注美联储10月货币政策操作。股市方面, 本周A股主要指数普涨, 领涨的指数是创业板指(8.05%), 涨幅较小的指数是上证综指(2.88%); 港股方面恒生指数上涨 3.62%, 恒生国企指数上涨 3.91%, AH溢价指数下行 1.16%收于 118.58; 美股方面, 标普 500 指数本周上涨 1.92%, 纳斯达克上涨 2.31%。债市方面, 本周国内债市分化, 中债总财富指数本周下跌 0.03%, 中债国债指数下跌 0.13%, 金融债指数上涨 0.01%, 信用债指数上涨 0.12%; 十年美债利率持平, 周五收于 4.02%。万得货币基金指数本周上涨 0.02%, 余额宝 7 天年化收益率下行 1 BP, 周五收于 1.06%。期货市场方面, NYMEX 原油期货上涨 7.51%, 收于 61.44 美元/桶; COMEX 黄金下跌 2.05%, 收于 4126.90 美元/盎司; SHFE 螺纹钢持平, LME 铜上涨 3.23%, LME 铝上涨 2.84%; CBOT 大豆上涨 2.18% 美元指数上涨 0.39% 收于 98.94。VIX 指数下行至 16.37。本周国际金价波动较大。

图表 3. 大类资产表现跟踪 (单位: %)

大类资产	代码	名称	现价	本期时间 本期涨跌幅	2025/10/20 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/10/24 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,950.31	2.88	(1.47)	1.74	17.86
	399001.SZ	深证成指	13,289.18	4.73	(4.99)	(1.75)	27.60
	399005.SZ	中小板指	8,139.58	4.15	(5.77)	(2.87)	27.54
	399006.SZ	创业板指	3,171.57	8.05	(5.71)	(2.06)	48.09
	881001.WI	万得全 A	6,320.41	3.47	(3.45)	(0.45)	25.86
	000300.SH	沪深 300	4,660.68	3.24	(2.22)	0.43	18.44
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	248.42	(0.03)	0.09	0.31	0.42
	CBA00603.C	中债国债	245.56	(0.13)	0.10	0.28	(0.14)
	CBA01203.C	中债金融债	246.64	0.01	0.03	0.26	0.30
	CBA02703.C	中债信用债	224.34	0.12	0.07	0.33	1.51
	885009.WI	货币基金指数	1,729.70	0.02	0.02	0.07	1.08
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	61.44	7.51	(2.80)	(1.49)	(14.33)
	GC.CMX	COMEX 黄金	4,126.90	(2.05)	6.69	6.55	56.26
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,046.00	0.00	(2.25)	(1.42)	(11.87)
	CA.LME	LME 铜	10,947.00	3.23	0.85	6.61	24.85
	AH.LME	LME 铝	2,856.50	2.84	1.11	6.57	11.95
	S.CBT	CBOT 大豆	1,041.75	2.18	1.42	3.99	3.09
货币	-	余额宝	1.06	-1 BP	1 BP	-3 BP	-20 BP
	-	银行理财 3M	1.85	0 BP	-5 BP	0 BP	3 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	98.94	0.39	(0.27)	1.14	(8.79)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.12	0.05	(0.05)	(0.06)	2.41
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	8.27	0.88	(1.13)	1.15	(8.69)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.66	2.06	(1.22)	3.30	0.28
港股	HSL.HI	恒生指数	26,160.15	3.62	(3.97)	(2.59)	30.41
	HSCEL.HI	恒生国企	9,363.94	3.91	(3.70)	(2.00)	28.45
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	118.58	(1.16)	1.22	1.37	(24.42)
美国	SPX.GI	标普 500	6,791.69	1.92	1.70	1.54	15.47
	IXIC.GI	NASDAQ	23,204.87	2.31	2.14	2.40	20.17
	UST10Y.GBM	十年美债	4.02	0 BP	-3 BP	-14 BP	-56 BP
	VIX.GI	VIX 指数	16.37	(21.22)	(4.06)	0.55	(5.65)
	CRB.RB	CRB 商品指数	302.98	3.28	0.20	0.79	2.11

资料来源: 万得, 中银证券

注: 货币类产品单位: %; 大宗商品现价单位: 原油: 美元/桶; 黄金: 美元/盎司; 螺纹钢: 元/吨; 铜: 美元/吨; 铝单位: 美元/吨; 大豆: 美元/蒲式耳。

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

国家统计局发布数据，前三季度我国 GDP 同比增长 5.2%，其中，一季度增长 5.4%，二季度增长 5.2%，三季度增长 4.8%。9 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.5%，社会消费品零售总额增长 3%。前三季度，全国固定资产投资同比下降 0.5%，扣除房地产开发投资后增长 3%；居民人均可支配收入 32509 元，扣除价格因素实际增长 5.2%。

国家统计局公布 9 月 70 城房价数据，各线城市房价环比下降，70 个城市二手房价格全部下跌；63 个城市新房价格环比下跌，一线、二线城市新房价格降幅扩大，但北京新房价格环比由降转涨，二手房价同环比降幅均有收窄。各线城市房价同比降幅继续收窄，且新房价格同比上涨城市数量增加。

国家统计局发布 9 月份分年龄组失业率数据，不包含在校生，全国城镇 16-24 岁劳动力失业率为 17.7%，25-29 岁劳动力失业率为 7.2%，30-59 岁劳动力失业率为 3.9%。

二十届四中全会公报发布。全会提出了“十五五”时期经济社会发展的主要目标：高质量发展取得显著成效，科技自立自强水平大幅提高，进一步全面深化改革取得新突破，社会文明程度明显提升，人民生活品质不断提高，美丽中国建设取得新的重大进展，国家安全屏障更加巩固。在此基础上再奋斗五年，到二〇三五年实现我国经济实力、科技实力、国防实力、综合国力和国际影响力大幅跃升，人均国内生产总值达到中等发达国家水平，人民生活更加幸福美好，基本实现社会主义现代化。

中共中央举行新闻发布会介绍，《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》强调把解决好“三农”问题作为全党工作重中之重，促进城乡融合发展，加快建设农业强国。《建议》提出推动重点产业提质升级，初步估计未来 5 年会新增 10 万亿元左右的市场空间。培育壮大新兴产业和未来产业，未来 10 年将再造一个中国高技术产业。注重新型城镇化，预计“十五五”时期建设改造地下管网新增投资需求超过 5 万亿元。倡导积极的婚育观，优化生育支持政策和激励政策。综合整治“内卷式”竞争，将有力有效破除各种市场障碍。

央行召开党委会会议强调，要构建科学稳健的货币政策体系，把握好货币政策的力度、时机和节奏，充分释放各项货币政策效能。动态完善货币政策框架，加强货币政策执行和传导。拓展丰富中央银行宏观审慎和金融稳定功能，维护股市、债市、汇市等金融市场平稳运行。拓展贸易项下人民币使用，推进人民币离岸市场发展。

国家外汇局党组召开会议强调，稳步扩大外汇领域高水平制度型开放，统筹推进人民币国际化与资本项目高质量开放。建设开放多元、功能健全、竞争有序的外汇市场，提高外汇市场资源配置效率。

财政部、税务总局组织开展代理记账机构代理记账及涉税业务联合监管试点，在河北、内蒙古、江苏开展全面试点，在山西、吉林、安徽、山东、河南、湖北、青海等 7 个省份选取 2-3 个地级市开展部分试点。

经中美双方商定，国务院副总理何立峰将于 10 月 24 日至 27 日率团赴马来西亚与美方举行经贸磋商。双方将按照今年以来两国元首历次通话重要共识，就中美经贸关系中的重要问题进行磋商。

商务部部长王文涛应约与欧盟委员会贸易和经济安全委员谢夫乔维奇举行视频会谈，就出口管制、欧盟对华电动汽车反补贴案等中欧经贸重点议题深入交换意见。王文涛还应约与荷兰经济大臣卡雷曼斯通话，双方围绕安世半导体等问题交换意见。王文涛表示，关于稀土出口管制问题，中方近期措施是依法依规完善中国出口管制体系的正常做法。荷方针对安世半导体采取的有关措施，严重影响全球产供应链稳定。中方敦促荷方从维护全球产供应链安全稳定的大局出发，秉持契约精神和市场化、法治化原则，尽快妥善解决问题。

商务部召开政策解读专场外资企业圆桌会，170 余家外资企业及在华外国商协会代表参会。商务部副部长兼国际贸易谈判副代表凌激强调，中方对相关物项实施出口管制是坚定维护世界和平和地区安全稳定、履行防扩散国际义务的负责任之举，同时依法审批合规贸易，维护全球产业链供应链稳定。

网络安全法修正草案回应人工智能发展需要，拟增加关于人工智能安全与发展的框架性规定，主要内容包括：支持人工智能基础理论研究和算法等关键技术研发，加强安全风险监测评估，创新并加强人工智能安全监管等。

新型政策性金融工具加快投放。截至 10 月 17 日，国开行新型政策性金融工具已投放 1893.5 亿元，重点支持经济大省挑大梁，预计可拉动项目总投资 2.8 万亿元。进出口行已投放资金中，对经济大省投放占比达 83%。农发行完成 1500 亿元额度中的 1001.11 亿元基金投放，预计可拉动项目总投资超 1.26 万亿元。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，10月24日当周各品种钢材开工率环比上周上升，螺纹钢和线材开工率环比上周分别变动1.64个百分点和0.58个百分点；建材社会库存本周较前一周下降22.86万吨。10月15日当周，各地区石油沥青装置开工率环比上周变动分化，华东地区开工率较前一周上升，华北、华南和东北地区开工率较前一周下降，西北地区开工率较前一周持平。

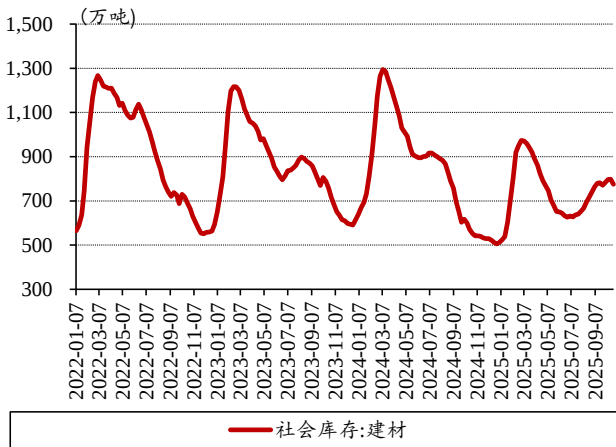
图表 4.原材料产品高频指标周度表现

周期品种	指标	当周值	周变动	较 2025 年初变动
钢铁	螺纹钢：主要钢厂开工率（%）	42.97	1.64	3.64
	线材：主要钢厂开工率（%）	49.44	0.58	2.34
石油沥青装置	开工率：华东地区（%）	43.70	13.80	10.90
	开工率：华北地区（%）	31.10	(2.70)	(7.10)
	开工率：华南地区（%）	36.80	(0.40)	12.60
	开工率：东北地区（%）	18.40	(2.30)	(0.50)
	开工率：西北地区（%）	42.90	0.00	22.00

资料来源：万得，中银证券

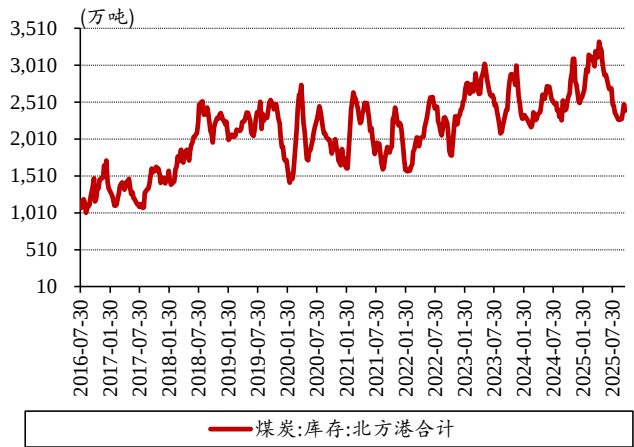
海外机构持仓方面，本周 SPDR 黄金 ETF 持仓总价值变动-2.88%。原油库存方面，10月17日当周，美国 API 原油库存下降，环比变动-298.10 万桶。

图表 5.建材社会库存周度表现



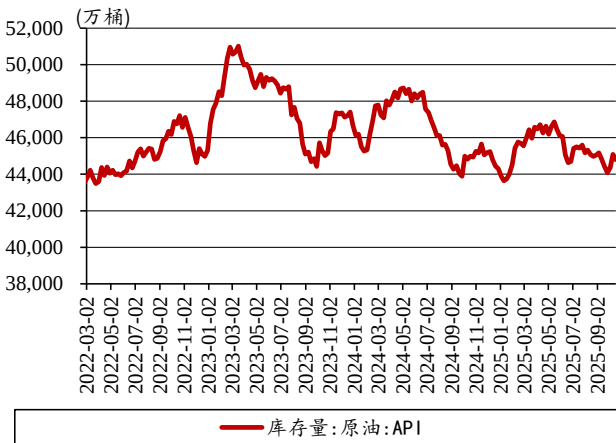
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 北方港煤炭库存周度表现



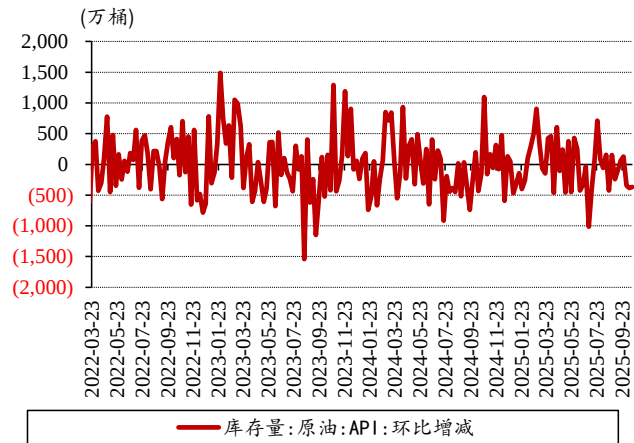
资料来源：同花顺，中银证券

图表 7. 美国 API 原油库存周度表现



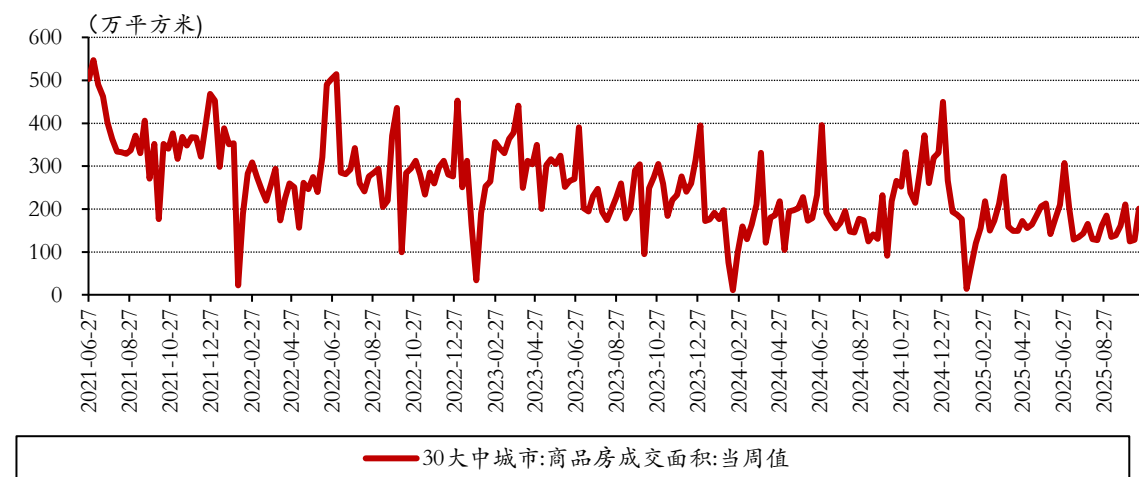
资料来源：万得，中银证券

图表 8.美国 API 原油库存周环比变动



资料来源：万得，中银证券

图表 9.30 大中城市商品房周成交面积表现

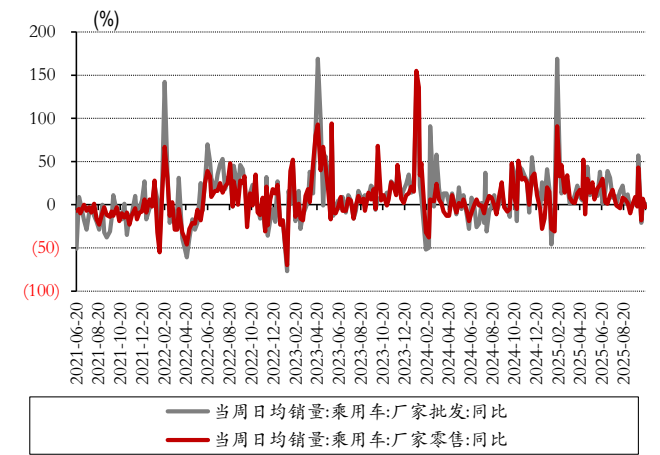


资料来源：万得，中银证券

商品房成交环比回升。10月19日当周，30大中城市商品房成交面积较前一周反弹，单周成交面积为200.84万平方米，单周成交面积环比变动72.87万平方米。央行三季度货币政策例会中关于房地产的表述是“着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式”，我们认为下一阶段稳地产的重点工作或转向存量商品房和存量土地盘活。

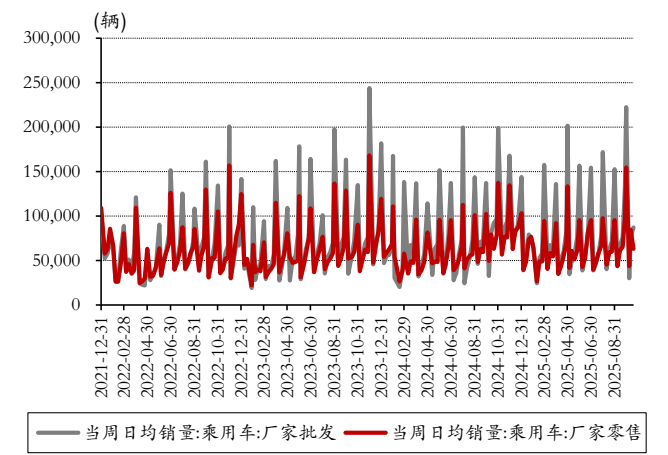
汽车方面，10月19日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为1.00%和-3.00%。维持看好在“以旧换新”等政策支持下，汽车销量或保持较好增速。

图表 10.汽车消费周同比增速表现



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 汽车周消费规模表现



资料来源：万得，中银证券

大类资产表现

A 股：风险偏好上升，中小创指数领涨

“十五五”规划建议提振科技类行业指数。本周市场指数普涨，领涨的指数包括创业板指（8.05%）、深证成指（4.73%）、中小板指（4.15%），涨幅较小的指数包括上证红利（0.71%）、上证 180（2.42%）、上证 380（2.49%）。行业方面涨多跌少，领涨的行业有通信（11.56%）、电子元器件（8.11%）、机械（4.80%），领跌的行业有农林牧渔（-1.59%）、食品饮料（-0.81%）、商贸零售（-0.28%）。本周受二十届四中全会发布“十五五”规划建议提振，市场对科技行业发展信心提升。

图表 12. 权益类资产节前涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
创业板指	8.05	通信	11.56	可燃冰指数	8.97
深证成指	4.73	电子元器件	8.11	苹果指数	7.67
中小板指	4.15	机械	4.80	量子通信指数	7.14
上证 380	2.49	商贸零售	(0.28)	新疆区域振兴指数	0.70
上证 180	2.42	食品饮料	(0.81)	生物疫苗指数	0.67
上证红利	0.71	农林牧渔	(1.59)	高送转概念指数	(0.29)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

白银 | 今年银价持续走高，累计涨幅接近 70%。作为国内白银主产区之一，湖南郴州永兴县大部分店铺已出现缺货。有白银企业负责人表示，投资银条供不应求，没涨价之前卖 8000 多元，现在要卖到 13000 多元。

智能汽车 | 工信部副部长辛国斌表示，工信部正在编制“十五五”智能网联新能源汽车产业发展规划，明确发展目标，部署重点任务，加快组合驾驶辅助、自动驾驶等标准制定，优化智能网联汽车生产领域管理，规范产业竞争秩序，维护公平有序市场环境。

风电 | 中国风电装机目标全面提高。2025 北京国际风能大会发布《风能北京宣言 2.0》提出倡议：“十五五”期间年新增装机容量不低于 1.2 亿千瓦，确保 2030 年中国风电累计装机容量达到 13 亿千瓦，到 2060 年累计装机达到 50 亿千瓦。

水泥 | 工信部组织召开水泥行业稳增长工作座谈会，强调要加快落实《建材行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》，严禁新增产能、规范现有产能、淘汰落后产能。

医疗器械 | 国家药监局将进一步完善法律标准体系，加大研发创新支持力度，提高审评审批质效，全方位筑牢医疗器械高水平安全底线，加快创新产品上市步伐，促进医疗器械产业创新高质量发展。

旅游 | 文化和旅游部发布数据显示，前三季度，国内居民出游人次 49.98 亿，比上年同期增加 7.61 亿，同比增长 18%；国内居民出游花费 4.85 万亿元，同比增长 11.5%。

智能汽车 | 《节能与新能源汽车技术路线图 3.0》正式发布，提出到 2040 年，新能源乘用车渗透率达到 85%以上，其中 BEV 占 80%；L4 级智能网联汽车全面普及，L5 级智能网联汽车开始进入市场。

游戏 | 国家新闻出版署公布 10 月份游戏版号，共有 159 款国产游戏、7 款进口游戏获批。发放数量在年内维持高位，仅次于 8 月的 173 款。

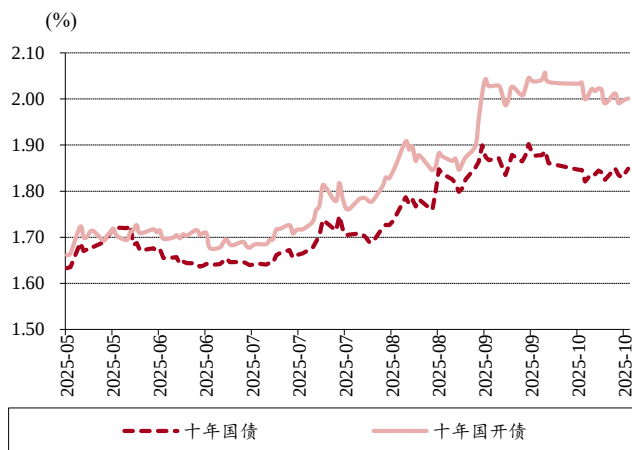
多行业 | 二十届四中全会公报发布。全会提出了“十五五”时期经济社会发展的主要目标：高质量发展取得显著成效，科技自立自强水平大幅提高，进一步全面深化改革取得新突破，社会文明程度明显提升，人民生活品质不断提高，美丽中国建设取得新的重大进展，国家安全屏障更加巩固。

内存 | 人工智能引发的内存“超级周期”正全面加速，三星电子与 SK 海力士已在第四季度将其 DRAM 和 NAND 闪存的价格上调最高达 30%，并将新的价格体系传导至客户。

债券：信用利差和期限利差下降

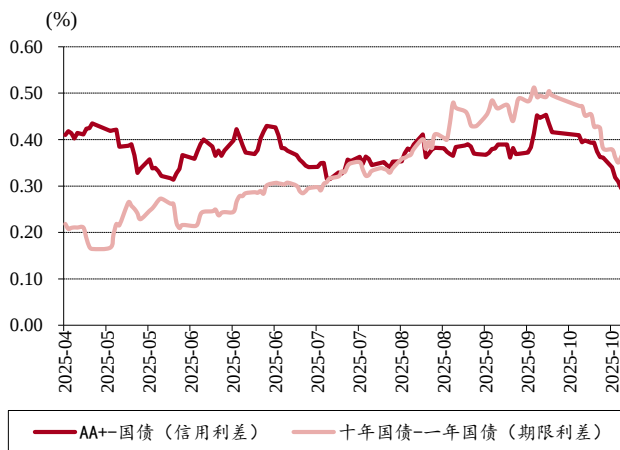
十年国债和十年国开债收益率仍较坚挺，但信用利差和期限利差出现下行趋势。十年期国债收益率周五收于 1.85%，本周上行 2BP，十年国开债收益率周五收于 2.00%，较上周五上行 1BP。本周期限利差持平，信用利差下行 7BP 至 0.29%。

图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

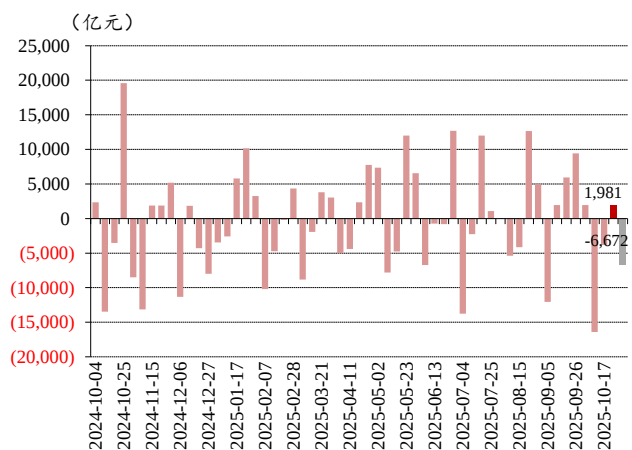
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

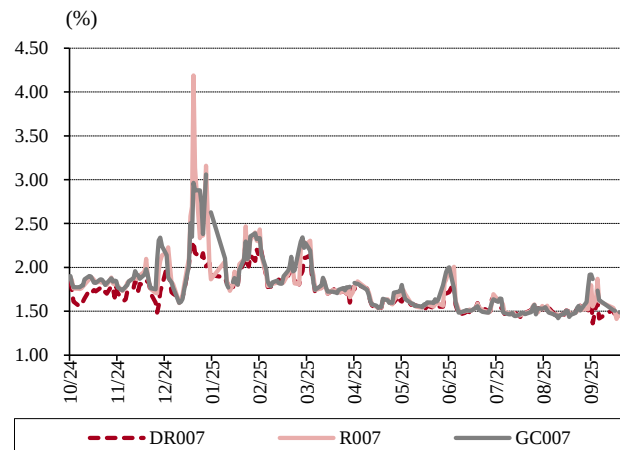
宽松的货币政策延续。本周央行在公开市场净投放 1981 亿元。长假后资金拆借利率基本保持在较低的水平上波动，周五 R007 收于 1.46%，周五 GC007 收于 1.57%。宏观政策在两方面有所加码，一是第四批“国补”资金 690 亿元已经落地，二是财政部提前下达 2026 年新增地方政府债务额度 5000 亿元。我们认为积极的财政政策已经有所加码，年底前关注货币政策是否有进一步加码的空间。

图表 15. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 7 天资金拆借利率



资料来源：万得，中银证券

债券一周要闻（新闻来源：万得）

中国 10 月 LPR，1 年期和 5 年期品种分别报 3% 和 3.5%，均连续 5 个月保持不变，符合市场预期。

区域性中小银行拉开新一轮存款利率下调序幕。10 月以来，已有平阳浦发村镇银行、嵩县兴福村镇银行、汕头湾海农商银行、昆明官渡沪农商村镇银行等 10 余家中小银行密集公告，下调存款利率，最大下调幅度达 80 个基点。

MLF 连续 8 个月加量续作。央行发布公告，10 月 27 日将开展 9000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。鉴于本月有 7000 亿元 MLF 到期，央行 10 月 MLF 净投放规模为 2000 亿元，连续 8 个月加量续作。

大宗商品：国际金价大幅波动

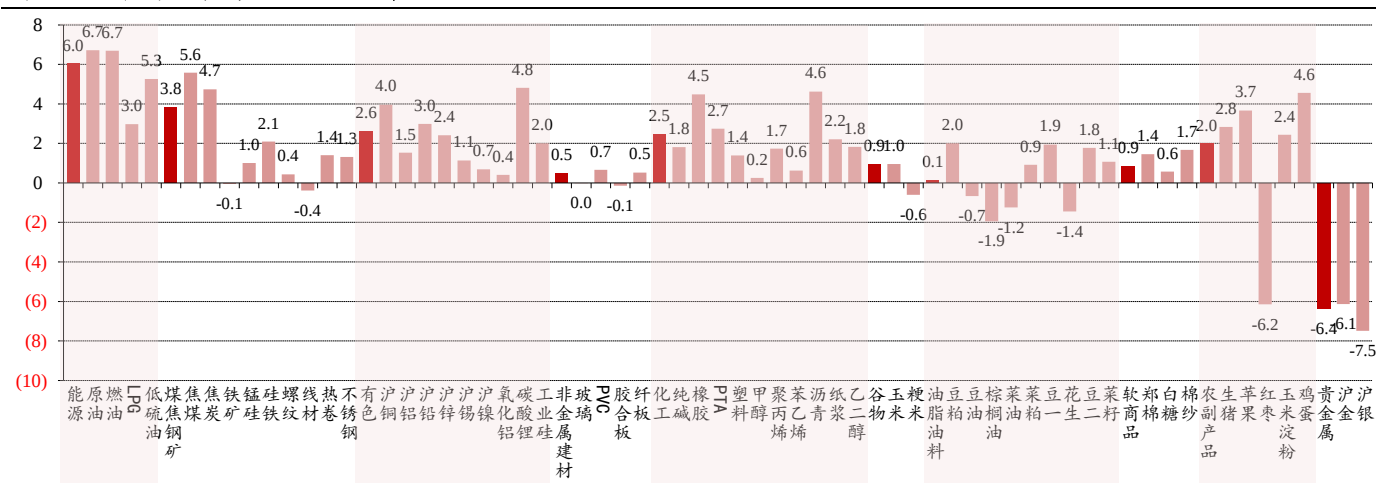
关注国际资本避险情绪波动对黄金价格的影响。本周商品期货指数下跌 4.93%。从各类商品期货指数来看，上涨的有能源（6.03%）、煤焦钢矿（3.82%）、有色金属（2.60%）、化工（2.47%）、谷物（0.94%）、非金属建材（0.47%）、油脂油料（0.12%），下跌的有贵金属（-6.36%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有原油（6.72%）、燃油（6.69%）、焦煤（5.58%），跌幅靠前的则有沪银（-7.49%）、红枣（-6.15%）、沪金（-6.14%）。国际金价波动对国内金价影响较大。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 -4.93%	能源 +6.03%	煤焦钢矿 +3.82%
有色金属 +2.60%	非金属建材 +0.47%	化工 +2.47%
谷物 +0.94%	油脂油料 +0.12%	贵金属 -6.36%

资料来源：万得，中银证券

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅 (单位: %)



资料来源：万得，中银证券

大宗商品一周要闻 (新闻来源: 万得)

国家统计局公布，9月份，规上工业原煤产量4.1亿吨，同比下降1.8%；原油产量1777万吨，增长4.1%；天然气产量212亿立方米，增长9.4%。全国生产粗钢7349万吨，生产生铁6605万吨，均创2023年12月以来新低。

欧美针对俄罗斯石油产业的新制裁，正威胁将大量原油挤出全球市场，此举不仅可能重塑全球能源贸易流向，也为油价注入了新的上涨动力。印度炼油厂高管们表示，最新制裁将使他们“几乎不可能”继续购买俄罗斯石油。科威特石油部长表示，欧佩克准备通过取消减产来弥补市场上的任何短缺。

淡水河谷第三季度铁矿石产量为 9440 万吨，同比增长 3.8%，为 2018 年第四季度以来的最高水平。淡水河谷表示，其三大主要业务（铁矿石、铜和镍）正朝着全年产量指引区间的上限迈进。

伦敦金属交易所 (LME) 锌市场正遭遇数十年来最严重挤压。由于西方冶炼厂减产和库存持续枯竭, LME 可用锌库存不足一日需求。现货锌价相较三月期合约的溢价已升至每吨 323 美元, 创下至少自 1997 年以来的最高纪录。

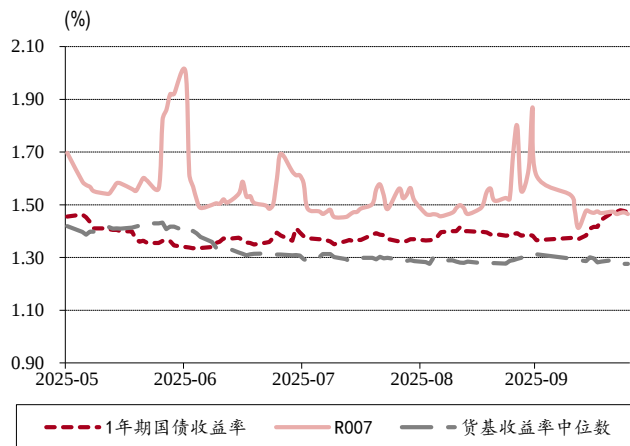
工信部组织召开水泥行业稳增长工作座谈会，强调要加快落实《建材行业稳增长工作方案（2025-2026年）》，严禁新增产能、规范现有产能、淘汰落后产能。

世界黄金协会数据显示，9月，全球实物黄金ETF创有史以来最大单月流入规模，推动三季度总流入达到创纪录的260亿美元。截至三季度末，全球黄金ETF资产管理总规模增至4720亿美元，再创历史新高；总持仓环比增长6%至3838吨，较历史峰值仅低2%。

货币类：货币基金收益率中位数走势偏弱

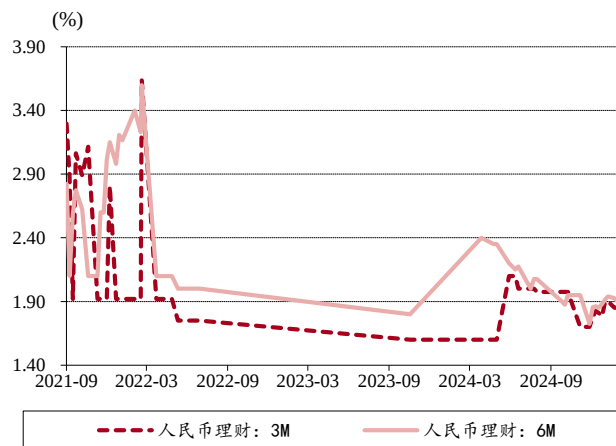
关注一年期国债收益率上行对货币基金收益率中枢的影响。本周余额宝 7 天年化收益率下行 1BP，周五收于 1.06%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP 收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.28%。

图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 理财产品收益率曲线

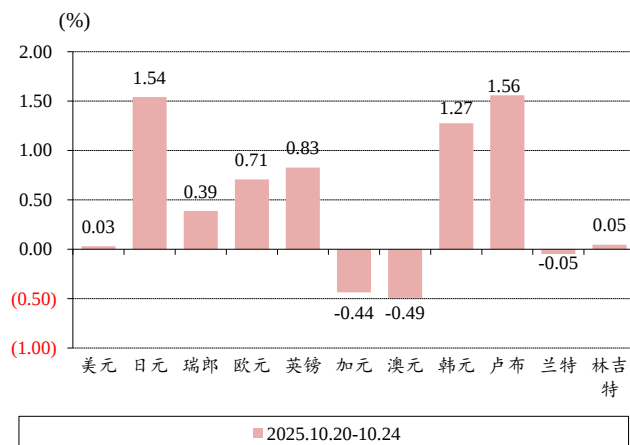


资料来源：万得，中银证券

外汇：关注美联储 10 月货币政策是否调整

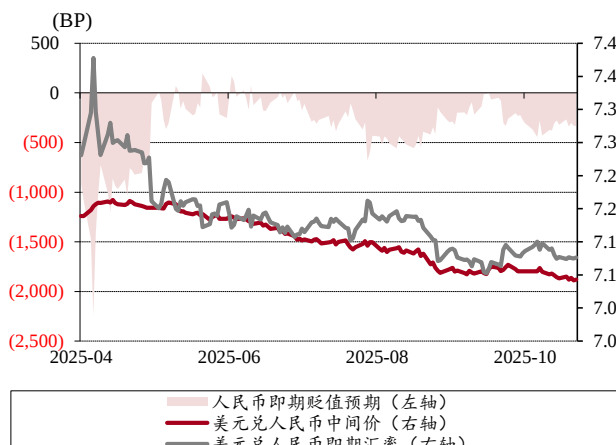
人民币兑美元中间价本周下行 21BP，至 7.0928。本周人民币对卢布(1.56%)、日元(1.54%)、韩元(1.27%)、英镑(0.83%)、欧元(0.71%)、瑞郎(0.39%)、林吉特(0.05%)、美元(0.03%)升值，对兰特(-0.05%)、加元(-0.44%)、澳元(-0.49%)贬值。关注在缺乏就业数据的情况下，美联储 10 月的货币政策调整。

图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

外汇市场一周要闻 (新闻来源：万得)

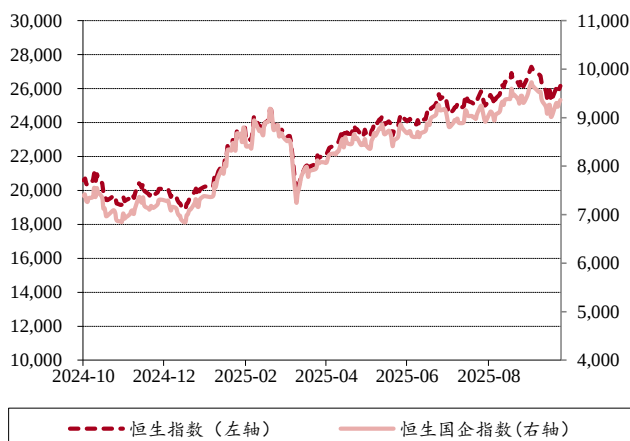
据国家外汇局，今年前三季度，我国涉外收支总规模为 11.6 万亿美元，创历史同期新高。受十一假期对跨境收付的季节性影响，9 月跨境资金小幅净流出 31 亿美元，但 10 月以来已转为净流入，银行代客结汇和售汇大体相当。

环球银行金融电信协会 (SWIFT) 发布报告显示，2025 年 9 月，在基于金额统计的全球支付货币排名中，人民币全球支付占比为 3.17%，位列全球第五大活跃货币，前值为 2.93%。

港股及海外：关注 10 月美联储货币政策调整

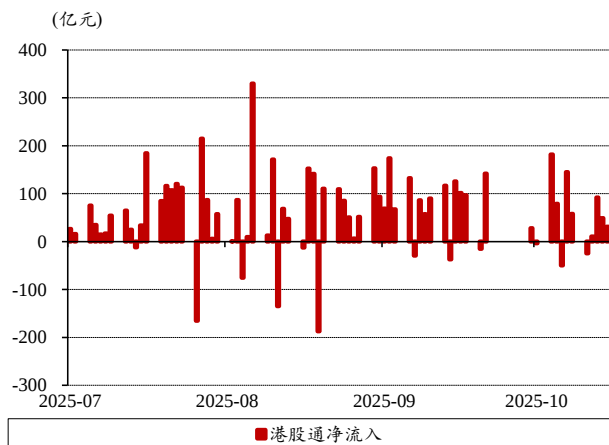
虽然没有就业数据，但美国通胀数据发布，美国 9 月 CPI 同比上涨 3%，创今年 1 月以来最高，但低于市场预期的 3.1%；目前海外投资者预期在没有就业数据支持的情况下，美联储 10 月或仍将降息 25BP，美联储降息或进一步抬升国际投资者的风险偏好，带动全球风险资产价格短期上行。行业方面本周领涨的有能源业（5.63%）、非必需性消费（5.60%）、资讯科技业（4.74%），下跌的有医疗保健业（-0.77%）。本周南下资金总量 158.53 亿元。

图表 23. 恒指走势



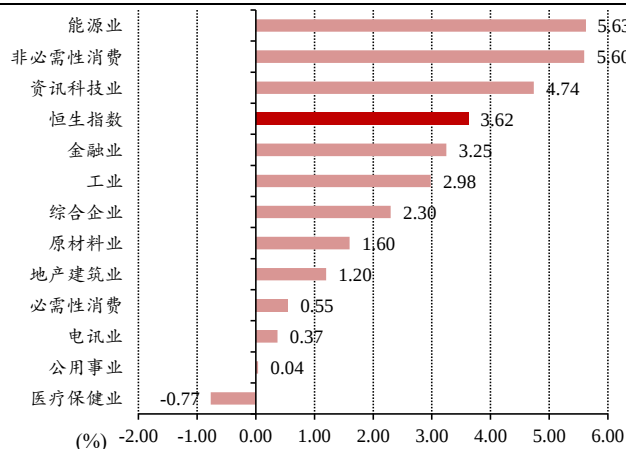
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



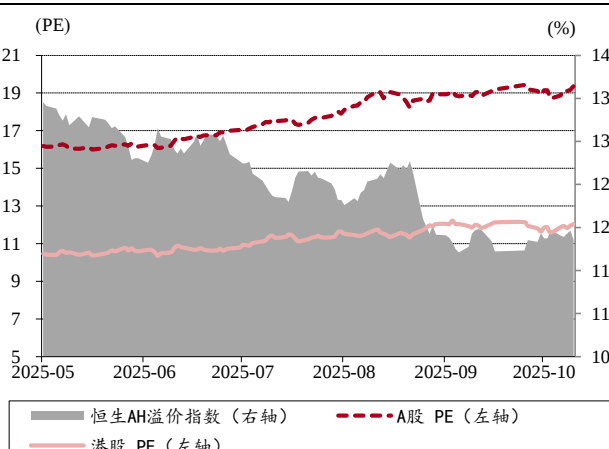
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 港股估值变化



资料来源：万得，中银证券

港股及海外一周要闻（新闻来源：万得）

韩国央行维持基准利率 2.5% 不变，连续第三次按兵不动，因决策者担心，房地产市场持续上涨以及按揭贷款规模增加，可能加剧金融失稳风险。韩国央行行长李昌镛表示，现在要判断 11 月会议是否降息还为时过早。

土耳其央行将基准利率下调 100 个基点，从 40.5% 降至 39.5%，符合市场普遍预期。这是土耳其央行自 7 月以来的第三次降息。此前 7 月和 9 月分别降息 300 个和 250 个基点。

日本央行官员认为，经济和通胀基本符合预期发展，实现前景展望的可能性持续缓慢上升。虽然不排除年内再次加息的可能性，但目前尚无决定性因素促使他们必须在下周政策会议上提高基准利率。

英国央行已开始就对私人信贷市场进行压力测试开展行业沟通，凸显出监管机构对该领域可能潜藏系统性金融稳定风险的担忧日益上升。英国央行行长警告称，美国私人信贷市场近期动荡，让人想起 2008 年次贷危机。

韩国央行行长李昌镛表示，韩国央行尚未考虑与美国财政部进行货币互换。货币互换旨在提供短期流动性支持，不能用于长期投资等目的。

美国 9 月 CPI 同比上涨 3%，创今年 1 月以来最高，但低于市场预期的 3.1%；核心 CPI 环比放缓至 0.2%，也低于市场预期。9 月服务业通胀放缓至 2021 年 11 月以来的最弱水平。数据公布后，市场已经完全消化美联储年内剩余时间两次降息 25 个基点的预期。另外，白宫方面表示，美国政府关门可能导致十月份通胀数据无法公布，这或将是历史上首次。

标普全球公布数据显示，美国 10 月制造业 PMI 初值 52.2，服务业 PMI 初值 55.2，综合 PMI 初值 54.8，均较 9 月有所回升，且都好于预期。新订单综合指数升至今年以来最高水平，制造业订单创去年 2 月以来最强劲，服务业新业务也实现 2024 年底以来的最大增幅。

密歇根大学公布数据，美国 10 月消费者信心指数终值从 9 月的 55.1 下滑至五个月低点 53.6，低于早先公布的初值。现况指标降至 2022 年 8 月以来最低水平。5 到 10 年期通胀预期升至 3.9%。

欧元区 10 月制造业 PMI 回升至 50，服务业 PMI 从 9 月份的 51.3 升至 52.6，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。德国服务业表现强劲，但制造业依然承压。法国服务业则加剧萎缩。

美国全国房地产经纪人协会（NAR）公布数据显示，因按揭贷款利率下降、房价涨幅放缓，美国 9 月成屋销售小幅上升至年化 406 万户，为七个月来的最高水平。

受半导体出口增长拉动，日本 9 月出口同比增长 4.2%，为五个月来首次扩张。9 月对美出口同比减少 13.3%，连续 6 个月减少，其中对美汽车出口下降 24.2%，半导体制造设备出口下滑 45.7%。

美国财政部最新公布的数据显示，截至 10 月 21 日，美国联邦政府债务规模总额首次超过了 38 万亿美元。这距离 8 月中旬美国联邦政府债务总额达到 37 万亿美元仅过去两个多月。

美联储拟放宽针对大型银行的资本要求提案。部分官员估算，按照美联储新方案，大部分大型银行的整体资本要求将仅增加约 3%至 7%，低于 2024 年妥协版本中提出的 9%增幅。

美国总统特朗普和澳大利亚总理阿尔巴尼斯周一在白宫签署了一项关于稀土和关键矿物的协议。作为协议的一部分，双方同意削减采矿、加工设施及相关运营的审批程序，以提高稀土和关键矿物的产量。白宫在声明中称，美国政府和澳大利亚政府计划在未来 6 个月共同向关键矿产项目投资超 30 亿美元，这些项目的可采资源价值估计为 530 亿美元。白宫指出，五角大楼将在西澳大利亚州投资建设一个年产能 100 吨的镓加工厂。

美国政府停摆已持续 22 天，成为史上第二长停摆事件，两党在即将到期的医疗补贴问题上依然僵持不下。由于美国总统特朗普预计将于本周晚些时候访问亚洲，国会议员和助手们认为，此次政府停摆有可能会持续到 11 月，并超过特朗普首个任期时 35 天的停摆纪录。

欧盟轮值主席国丹麦宣布，欧盟各成员国已批准对俄罗斯实施第 19 轮制裁，制裁措施包括禁止进口俄罗斯液化天然气等。

标普将法国长期外币发行人违约评级从“AA-”下调至“A+”，这是标普近一年半内第二次下调法国评级。法国财长称标普下调法国主权信用评级是“对清醒和责任的呼吁”。今年 9 月惠誉已下调法国评级。穆迪公司预计本月 24 日发布对法国的最新评级决定。

日本首相高市早苗发表首次施政演讲，强调将把应对物价高涨作为首要工作。她提出将以“负责任的积极财政”为方针，推动人工智能等产业发展，并通过扩大地方补助和能源补贴等措施支持民生，减轻中低收入群体负担。

日本新任财务大臣片山皋月表示，希望汇率走势稳定，能反映基本面。现在还不是进一步评论汇率的合适时机。

韩国财政部发价值 17 亿美元的外汇稳定债券。韩国今年已发行 34 亿美元的外汇稳定债券，这是自 1998 年以来最高的年度发行量。

下周大类资产配置建议

前三季度实际 GDP 同比增长 5.2%。国家统计局发布数据，前三季度我国 GDP 同比增长 5.2%，其中，一季度增长 5.4%，二季度增长 5.2%，三季度增长 4.8%。9 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.5%，社会消费品零售总额增长 3%。前三季度，全国固定资产投资同比下降 0.5%，扣除房地产开发投资后增长 3%；居民人均可支配收入 32509 元，扣除价格因素实际增长 5.2%。9 月 70 城房价数据，各线城市房价环比下降，70 个城市二手房价格全部下跌；63 个城市新房价格环比下跌，一线、二线城市新房价格降幅扩大，但北京新房价格环比由降转涨，二手房价同环比降幅均有收窄。各线城市房价同比降幅继续收窄，且新房价格同比上涨城市数量增加。9 月工业增加值同比增速较 8 月上升，且超出万得一致预期，社零当月同比增速第四个月下降，表现略低于万得一致预期，固定资产投资累计同比增速落入负增长区间，明显弱于万得一致预期。我们认为 9 月经济数据表现受多方面因素影响：一是 7 月和 8 月气候因素对经济数据产生一定扰动，因此 9 月出现了生产端抢进度的情况，二是中秋节假期出现错位，导致 9 月工作日较去年同期多一天，对消费数据产生一定影响，三是综合 9 月金融数据看，政府债发行较去年同期有所放缓，一定程度上影响了基建投资，四是 2023 年 8 月至 2025 年 6 月期间，制造业固定资产投资当月增速连续 21 个月保持在 5% 以上的偏高增速，一方面表明我国经济高质量增长卓有成效，另一方面也不断抬高了制造业投资增速的基数。

10 月美联储的货币政策或失去经济数据支持。北京时间 10 月 30 日美联储将发布 10 月货币政策调整的结果，但是考虑到美国政府截至目前仍在停摆，经济数据暂未发布，因此美联储或不得不在没有经济数据借鉴的情况下决定是否调整货币政策。目前市场仍预期美联储 10 月大概率降息 25BP。另一方面，日本新首相高市早苗已下令推出新一轮经济措施，规模或超 13.9 万亿日元，以减轻通胀给家庭和企业造成的负担，另一方面，日本央行官员认为，经济和通胀基本符合预期发展，实现前景展望的可能性持续缓慢上升，虽然不排除年内再次加息的可能性，但目前尚无决定性因素促使他们必须在下周政策会议上提高基准利率。我们建议关注，日本在财政支出方面的积极政策，可能对日元汇率波动产生的影响。

关注“十五五”规划建议。二十届四中全会公报发布，全会提出了“十五五”时期经济社会发展的主要目标，我们重点关注四方面内容：一是“夯实基础、全面发力”，二是先进制造业、新质生产力均为未来实体经济发展的重点着力点，三是“大力提振消费，扩大有效投资”，四是“坚决实现全年经济社会发展目标”。我们认为，先进制造业是未来实体经济发展的重点着力点之一，新质生产力有望在“十五五”时期的经济发展中继续发挥带动作用；创新领域的有效投资能够带动新消费需求的产生，进而增强创新领域的投资回报；会议特别提出“推动房地产高质量发展”，“稳地产”政策效果仍然值得期待；在当前形势和任务的分析中，会议强调“坚决实现全年经济社会发展目标”，提出“着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，稳住经济基本盘”，其中，“稳就业”、“稳企业”位于相对靠前位置，我们预计，后续政策或将继续向提升企业盈利能力倾斜。此外，会议指出，“宏观政策要持续发力、适时加力”，四季度增量政策或仍值得期待。我们维持看好人民币资产的观点，大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

风险提示：

全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

图表 27. 本期观点（2025.10.26）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注国内稳增长政策的落地情况	不变
三个月内	=	关注中美经贸磋商进展及其释放的重要信息	不变
一年内	=	地缘关系仍有较大不确定性	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	关注“增量”政策落实情况	超配
债券	-	“股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	-	收益率将在 2% 上下波动	低配
大宗商品	=	关注财政增量政策落实进度	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371