

2025年10月26日

把握科技主线，从基础研究、基础设施，到AI应用

——资产配置周报（2025/10/20-2025/10/24）

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

联系人

陈伟业

cwy@longone.com.cn

投资要点

- **全球大类资产回顾。**10月24日当周，全球主要股市反弹，A股表现突出。主要商品期货中原油、铜、铝上涨，黄金收跌；美元指数上涨，人民币小幅升值，日元、欧元贬值。1) 权益方面：创业板指>科创50>恒生科技指数>深证成指>恒生指数>日经225>沪深300指数>英国富时100>上证指数>纳指>道指>标普500>德国DAX30>法国CAC40。2) 地缘政治局势有所反复，美对俄实施新制裁推升油价当周大幅反弹；避险情绪回落及技术性因素影响下，金价当周大幅波动，COMEX黄金期货价格10月21日单日大跌5.07%。3) 工业品期货：南华工业品价格指数上涨，螺纹钢、炼焦煤小幅上涨，水泥、混凝土小幅下跌；高炉开工率当周环比上行0.44pct；乘用车日均零售5.94万辆，环比3.85%，同比-6.00%；BDI环比下跌3.8%。4) 国内利率债收益率延续分化，全周中债1Y国债收益率上行2.82BP至1.4716%，10Y国债收益率上行2.40BP收至1.8486%。5) 美债收益率震荡。2Y美债收益率当周下行2BP至3.48%，10Y美债收益率持平于前值，收于4.02%。6) 美元指数收于98.9393，周上涨0.39%；离岸人民币对美元升值0.01%。
- **国内权益市场。**国内权益市场：至10月24日当周，风格方面，成长>周期>金融>消费，日均成交额为17815亿元（前值21766亿元）。申万一级行业中，共有28个行业上涨，3个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为通信（+11.55%）、电子（+8.49%）、电力设备（+4.90%）；跌幅靠前的行业为农林牧渔（-1.36%）、食品饮料（-0.95%）、美容护理（-0.09%）。
- **把握科技主线，从基础研究、基础设施，到AI应用。**周期是经济运行中常见的现象，通常会有商品周期、库存周期、利率周期、房地产周期等，而科技进步对于长周期的影响深远。在新一轮的人工智能为主导的科技变革中，从基础研究、基础设施建设，再到AI应用到各个领域，将成为未来投资的主线。二十届四中全会审议通过的“十五五”规划建议，其中“科技自立自强水平大幅提高”为首次单列成为主要目标之一。国内三季度GDP增速回落，基本在预期之内，而主要拖累来自于投资增速的下滑，包含服务在内的整体消费偏稳，出口也具备较强韧性。美国在引领新一轮的AI算力基础设施建设，从长远竞争力的角度，以及“新质生产力”明确为引领发展的核心动能，与现代化产业体系的构建结合得更为紧密的背景下，国内的AI应用端前景更加广阔。资产配置的角度，看好科技主线尤其是人工智能方向；看好黄金、有色等业绩向好的方向；工业品充分反弹条件尚不具备，可提前配置资产负债表修复充分的行业龙头。
- **利率与汇率。**资金方面，税期走款平稳度过，存款季节性流出放缓，流动性充盈状态延续。年内新型政策性工具将加速落地，对银行间流动性整体正面影响为主。利率债方面，市场风险偏好回升，带动国债收益率普遍上行。基本面视角，利率债仍具防御性优势。短期需关注美联储议息会议、中美贸易谈判进展及财政政策落地节奏。若谈判结果与政策力度超预期，可能引发短期利率上行压力。美债方面，中长期收益率先下后上，反映避险情绪由强变弱。市场对美联储近期结束量化紧缩QT预期强烈，与连续降息预期共振，推动周内短端收益率下行较多。短期内，中长端美债或延续震荡，短端受益于美联储宽松政策，仍具备下行动能。汇率方面，日元、英镑、欧元等非美货币走弱，美元指数有所反弹，人民币窄幅震荡。市场扰动短期归于平静，预计人民币对美元汇率在7.10-7.20震荡。
- **风险提示：**周度基金仓位为预估，存在偏差风险；关税政策存在不确定性；特朗普政策不确定性；国内价格走弱的影响等。

正文目录

1. 核心观点：把握科技主线，从基础研究、基础设施，到 AI 应用 ..	5
1.1. 市场观点与资产配置建议	5
1.2. 全球大类资产回顾	5
1.3. 国内权益市场回顾	7
2. 利率及汇率跟踪.....	7
2.1. 资金面：充盈状态延续	7
2.2. 利率债：避险情绪降温，收益率上行	7
2.3. 美债：美联储宽松政策预期强烈，短端明显下行	8
2.4. 美元指数反弹，人民币窄幅震荡	8
3. 原油、黄金、金属铜等大宗跟踪.....	8
3.1. 能源跟踪	9
3.2. 黄金跟踪	11
3.3. 金属铜跟踪	12
4. 行业及主题.....	15
4.1. 行业高频跟踪	15
4.2. 主要指数及行业估值水平	16
5. 重要市场数据及流动性跟踪.....	17
5.1. 二十届四中全会公报精神学习：保持战略定力，增强必胜信心	18
5.2. 三季度 GDP 增速放缓符合预期，关注财政工具成效	19
5.3. 美国 9 月 CPI：通胀超预期放缓，小步伐降息仍是基准情形	21
5.4. 资金及流动性跟踪	22
5.5. 美国流动性及利率跟踪	23
6. 市场资讯	24
6.1. 海外市场资讯	24
6.2. 国内市场资讯	24
6.3. 政策面	25
7. 财经日历	25
8. 风险提示	26

图表目录

图 1 全球主要大类资产周度表现, %	6
图 2 中债美债周度表现, BP	6
图 3 申万一级行业周度涨跌幅, %	7
图 4 原油价格, 美元/桶	10
图 5 天然气价格, 美元/百万英热	10
图 6 美国原油产量与钻机数, 万桶/天, 台	10
图 7 美国燃料库存, 百万桶	10
图 8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %	10
图 9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天	10
图 10 美国汽油与原油现货价差, 美元/桶	11
图 11 国内的成品油价差, 元/吨, 元/吨	11
图 12 美元指数与伦敦金现, 美元/盎司	11
图 13 VIX 与金价, 美元/盎司	11
图 14 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps	12
图 15 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps	12
图 16 中美国债收益率与金价, 美元/盎司, %	12
图 17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测	12
图 18 2000 年以来我国央行黄金储备, 万盎司, 美元/盎司	12
图 19 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %	12
图 20 金属铜价格, 元/吨, 美元/吨	13
图 21 铜精矿 25%Cu: 远期现货综合指数, 美元/千吨	13
图 22 铜精矿和电解铜库存, 万吨	14
图 23 中国矿产粗铜产量, 万吨	14
图 24 中国铜精矿和电解铜产量, 万吨	14
图 25 中国电解铜产能和产能利用率, 万吨, %	14
图 26 中国电解铜和需求缺口, 万吨	14
图 27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量, 手	14
图 28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量, 吨	15
图 29 上海平水铜、升水铜升贴水, 元/吨	15
图 30 247 家钢厂高炉产能利用率, %	15
图 31 乘用车日均零售销量, 辆	15
图 32 BDI 指数	15
图 33 一、二、三线城市新房成交面积, 万平方米	15
图 34 30 城新房成交面积, 万平方米	16
图 35 14 城二手房成交面积, 万平方米	16
图 36 主要行业高频数据	16
图 37 主要指数估值及分位数水平, %	16
图 38 各行业指数估值及分位数水平, %	17
图 39 GDP 不变价、现价当季同比增速, %, %	20
图 40 三大需求对 GDP 的拉动, %	20
图 41 固定资产投资完成额累计同比, %	21
图 42 制造业、基建投资累计同比, %	21
图 43 美国 CPI 拆分, %	22
图 44 两融余额, 亿元, 亿元	22
图 45 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %	22
图 46 DR007、7 天期 OMO 利率, %	23

图 47 SHIBOR 3M, %	23
图 48 美国存款准备金占比银行总资产, %	23
图 49 美国金融流动性指标, 十亿美元	23
图 50 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差, bps	24
图 51 美联储隔夜逆回购协议, 十亿美元	24
图 52 财经日历	26

1.核心观点：把握科技主线，从基础研究、基础设施，到 AI 应用

1.1.市场观点与资产配置建议

1)把握科技主线，从基础研究、基础设施，到 AI 应用。周期是经济运行中常见的现象，通常会有商品周期、库存周期、利率周期、房地产周期等，而科技进步对于长周期的影响深远。在新一轮的人工智能为主导的科技变革中，从基础研究、基础设施建设，再到 AI 应用到各个领域，将成为未来投资的主线。二十届四中全会审议通过的“十五五”规划建议，其中“科技自立自强水平大幅提高”为首次单列成为主要目标之一。国内三季度 GDP 增速回落，基本在预期之内，而主要拖累来自于投资增速的下滑，包含服务在内的整体消费偏稳，出口也具备较强韧性。美国在引领新一轮的 AI 算力基础设施建设，从长远竞争力的角度，以及“新质生产力”明确为引领发展的核心动能，与现代化产业体系的构建结合得更为紧密的背景下，国内的 AI 应用端前景更加广阔。资产配置的角度，看好科技主线尤其是人工智能方向；看好黄金、有色等业绩向好的方向；工业品充分反弹条件尚不具备，可提前配置资产负债表修复充分的行业龙头。

2)利率与汇率。资金方面，税期走款平稳度过，存款季节性流出放缓，流动性充盈状态延续。新的一周，央行将加量续作 MLF，预计资金面无虞。年内新型政策性工具将加速落地，对银行间流动性整体正面影响为主。利率债方面，市场风险偏好回升，带动国债收益率普遍上行。基本面视角，利率债仍具防御性优势。短期需关注美联储议息会议、中美贸易谈判进展及财政政策落地节奏。若谈判结果与政策力度超预期，可能引发短期利率上行压力。美债方面，中长期收益率先下后上，反映避险情绪由强变弱。市场对美联储近期结束量化紧缩 QT 预期强烈，与连续降息预期共振，推动周内短端收益率下行较多。短期内，中长端美债或延续震荡，短端受益于美联储宽松政策，仍具备下行动能。汇率方面，日元、英镑、欧元等非美货币走弱，美元指数有所反弹，人民币窄幅震荡。市场扰动短期归于平静，预计人民币对美元汇率在 7.10-7.20 震荡。

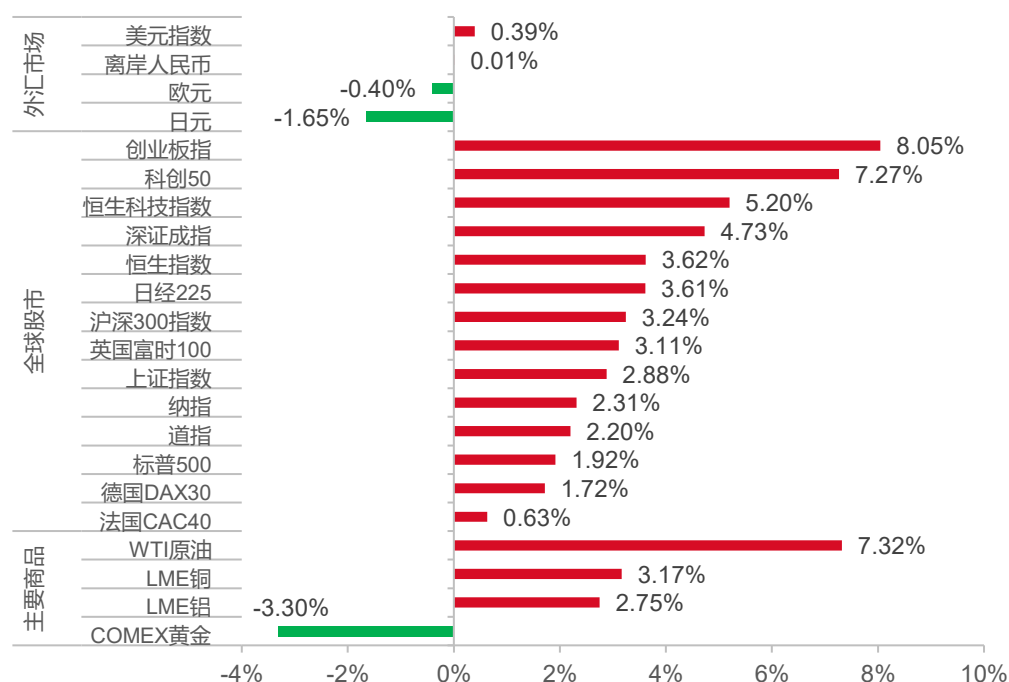
3)新的一周主要经济数据与市场预期。新的一周全球将会有多项重大货币政策决定，由于美国政府关闭，美联储 FOMC 将在没有经常数据的情况下召开会议；欧洲央行、日本央行和加拿大央行也在等待利率决定。市场整体预期美联储再次降息 25 个基点，联邦基金利率至 3.75%-4%的目标区间。美国的其他数据包括达拉斯联储银行和里士满联储银行制造业和服务业指数、Case-Shiller 房价、成屋待完成销售和芝加哥 PMI。此外，加拿大央行预计将再次降息 25 个基点，同时月度 GDP 数据也将出炉。新的一周欧洲央行将召开货币政策会议，但预计不会有利率变化；欧元区经济预计将增长 0.1%，与第二季度持平；在信心指标方面，预计德国 Ifo 商业景气指数和 GfK 消费者景气指数均略有改善。在亚洲，关注首脑之间的会晤情况。中国将公布官方的国家统计局 PMI 数据，同时工业利润数据也将公布。尽管通胀不断上升，但预计日本央行仍将维持 0.5%的政策利率不变；日本的其他指标包括东京 CPI、失业率、工业生产、消费者信心、零售销售和房屋开工率等。

1.2.全球大类资产回顾

10月24日当周，全球主要股市反弹，A股表现突出。主要商品期货中原油、铜、铝上涨，黄金收跌；美元指数上涨，人民币小幅升值，日元、欧元贬值。1)权益方面：创业板指>科创 50>恒生科技指数>深证成指>恒生指数>日经 225>沪深 300 指数>英国富时 100>上证指数>纳指>道指>标普 500>德国 DAX30>法国 CAC40。国内来看，二十届四中全会召开，公报中科技及现代化产业体系的重要性提升，叠加中美贸易摩擦的缓和，A股风格切换，

成长大幅反弹。海外来看，推迟公布的9月美国通胀数据进一步强化10月降息25bp的预期，信贷风险以及贸易摩擦情绪的暂时退场推动美股反弹。2）地缘政治局势有所反复，美对俄实施新制裁推升油价当周大幅反弹；避险情绪回落及技术性因素影响下，金价当周大幅波动，COMEX黄金期货价格10月21日单日大跌5.07%。3）工业品期货：南华工业品价格指数上涨，螺纹钢、炼焦煤小幅上涨，水泥、混凝土小幅下跌；高炉开工率当周环比上行0.44pct；乘用车日均零售5.94万辆，环比3.85%，同比-6.00%；BDI环比下跌3.8%。4）国内利率债收益率延续分化，全周中债1Y国债收益率上行2.82BP至1.4716%，10Y国债收益率上行2.40BP收至1.8486%。5）美债收益率震荡。2Y美债收益率当周下行2BP至3.48%，10Y美债收益率持平于前值，收于4.02%；10Y日债收益率上行2.9BP至1.6670%。6）美元指数收于98.9393，周上涨0.39%；离岸人民币对美元升值0.01%；日元对美元贬值1.65%。

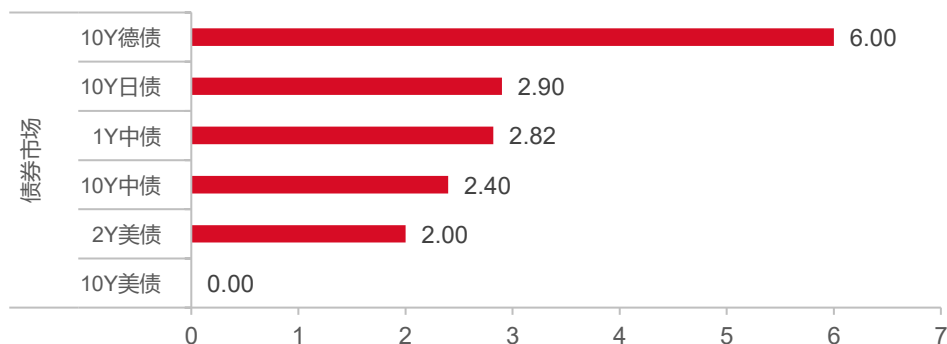
图1 全球主要大类资产周度表现，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

备注：美元兑人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升值。

图2 中债美债周度表现，BP

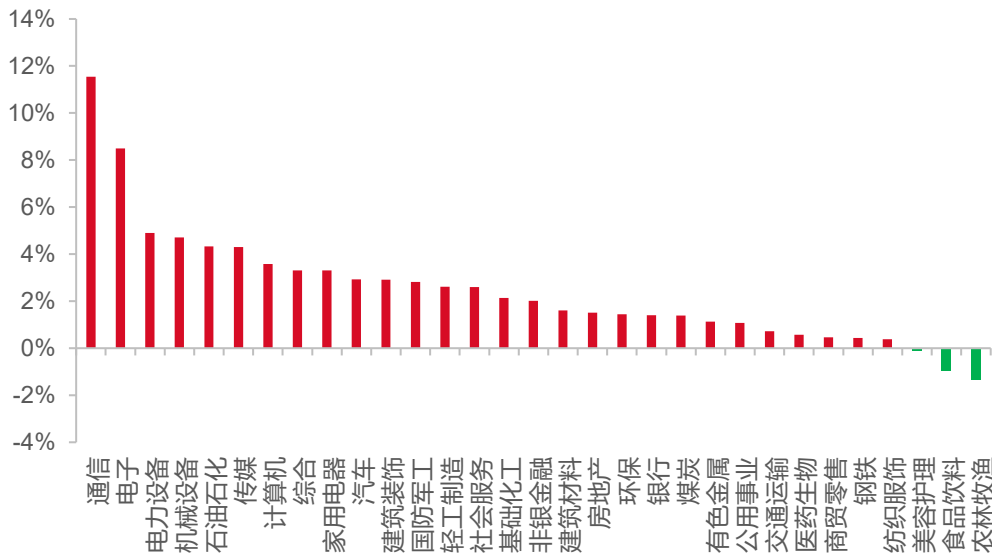


资料来源：同花顺，东海证券研究所

1.3.国内权益市场回顾

国内权益市场：至 10 月 24 日当周，风格方面，成长>周期>金融>消费，日均成交额为 17815 亿元（前值 21766 亿元）。申万一级行业中，共有 28 个行业上涨，3 个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为通信（+11.55%）、电子（+8.49%）、电力设备（+4.90%）；跌幅靠前的行业为农林牧渔（-1.36%）、食品饮料（-0.95%）、美容护理（-0.09%）。

图3 申万一级行业周度涨跌幅，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所，10/20-10/24

2.利率及汇率跟踪

2.1.资金面：充盈状态延续

政府融资方面，由于发行高峰已过，净融资规模处于较低水平（周内政府债券净缴款 2142.24 亿元），对流动性影响较小。税期方面，虽然为走款大月，但在央行月初与月中均加量买断式逆回购的呵护下，资金面受到的扰动有限。10 月以来，跨季后存款有季节性流出银行倾向，叠加债市修复行情亦会促进资金流向理财，同业存单供给上升，推动收益率小幅上升。这一因素影响近期有所钝化，同业存单收益率趋于稳定。

短期资金利率保持低位，DR001 加权均价区间为 1.31%-1.32%（前一周为 1.31%-1.32%），DR007 加权均价区间为 1.41%-1.44%（前一周为 1.39%-1.45%）。同业存单收益率基本稳定，1M、3M、6M、1Y 期限 AAA 级收益率分别收于 1.5%、1.59%、1.64%、1.68%，分别较前一周-0.98bp、-0.44bp、+0.03bp、+0.87bp。

新的一周，央行将加量续作 MLF（到期 7000 亿元，开展 9000 亿元），政府融资力度较小，预计资金面无虞。年内 5000 亿元新型政策性工具将加速落地，央行将向政策性银行提供低成本资金，政策性银行再通过委托贷款将资金注入项目资本金，进一步带动商业银行信贷扩张，对银行间流动性整体正面影响为主。

2.2.利率债：避险情绪降温，收益率上行

中美将于 10 月 24 日至 27 日在马来西亚举行新一轮经贸磋商。另外，二十届四中全会召开，会议强化了科技自立自强的战略地位。以上因素影响下，市场风险偏好回升，带动国

债收益率普遍上行。1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y 年期国债收益率分别收于 1.3%、1.35%、1.39%、1.47%、1.62%、1.85%、2.21%，分别较前一周+6.35bp、+2.55bp、+1.32bp、+2.82bp、+2.75bp、+2.4bp、+1.24bp。

宏观基本面方面，9 月制造业 PMI 连续两月回升，一方面受益于“以旧换新”、房地产限购政策调整，另一方面受益于季节性（9 月是制造业传统旺季）。尽管制造业 PMI 有所回升，但内需不足仍是制约制造业复苏的核心因素，需进一步推动消费和投资的恢复。整体物价水平延续温和修复，但结构分化依然显著。CPI 主要支撑因素为金价，食品价格持续下行，服务价格疲软；PPI 降幅收窄主要依赖低基数与上游改善，中下游传导仍弱。信贷增速进一步放缓显示需求依然偏弱。社零同比连续 4 个月回落；固定资产投资累计同比下降，地产与基建投资仍承压，制造业投资增速放缓，印证“需求侧弱于供给侧”的格局。出口表现较好，显示外部需求对经济的支撑作用，但未能抵消内需疲软对利率的下行压力。综合而言，宏观需求偏弱仍为债市提供基本面支撑。

货币政策方面，6 月以来央行较为克制，发力点集中在结构性货币政策工具扩容。年内物价指数整体持续偏弱，指向货币政策适度宽松的宏观基础依然有效。美联储 10 月、12 月连续降息预期较强，国内货币政策宽松预期有所上升。财政政策方面，5000 亿元政策性金融工具逐步落地，市场预期四季度基建投资将温和回升，但当前数据尚未体现明显传导。我们认为，基本面视角，利率债仍具防御性优势。短期需关注美联储议息会议、中美贸易谈判进展及财政政策落地节奏，若政策超预期发力，可能引发短期利率上行压力。

2.3.美债：美联储宽松政策预期强烈，短端明显下行

周内中长期美债收益率先下后上。上半周，美国政府继续停摆，关键经济数据缺失加剧政策不确定性，避险情绪继续推动美债收益率下行。下半周中美新一轮贸易磋商日程确定，与黄金价格回落、美股财报表现强劲产生共振，市场避险情绪回落，收益率反弹。当地时间 10 月 24 日公布的 9 月 CPI 低于预期，锁定下周美联储鸽派降息，同时加大了 12 月连续降息的概率。由于美债收益率前期下降较多，充分消化了本月降息预期，CPI 公布后美债收益率反应有限。同日，美联储公布对大型银行压力测试改革计划，整体调整预计不会对银行的资本要求产生实质性影响（市场预期这一改革会加大银行业资本压力），有利于缓解市场对金融稳定性的担忧，间接提升市场风险偏好。

近期流动性压力之下（存款准备金接近“充足”门槛，担保隔夜融资利率 SOFR 持续高于联邦目标基金利率走廊上限），市场对美联储近期结束量化紧缩 QT 预期强烈。这一预期与连续降息预期共振，推动周内短端收益率（对美联储政策较长端更为明显）下行较多。

截至当地时间 10 月 24 日，1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y 年期美国国债收益率分别收于 4.11%、3.93%、3.76%、3.58%、3.61%、4.02%、4.59%，分别较前一周-7bp、-7bp、-3bp、+2bp、+2bp、0bp、-1bp。短期内，中美新一轮经贸磋商举行，国际金价在新高后也出现回调。这些现象表明避险情绪有所降温，中长端美债或延续震荡。短端收益率受益于美联储宽松政策预期，仍有进一步下行动能。

2.4.美元指数反弹，人民币窄幅震荡

周内避险情绪有所回落，日元、英镑、欧元等非美货币走弱，美元指数有所反弹，人民币窄幅震荡。离岸人民币对美元收于 7.1262，较前一周升值 7.1 基点。市场扰动短期归于平静，预计人民币对美元汇率在 7.10-7.20 震荡。

3.原油、黄金、金属铜等大宗跟踪

3.1.能源跟踪

截至 10 月 24 日当周，WTI 原油周内上行，收于 61.50 美元/桶，较上周上行 6.9%。截至 2025 年 10 月 17 日当周，美国原油产量为 1362.9 万桶/天，同比增加 12.9 万桶/天。美国炼厂吞吐量为 1573 万桶/天，开工率 88.6%。10 月 24 日当周，美国钻机数 550 台，较去年同期减少 35 台；其中采油钻机数 420，较去年同期减少 60 台。

美国于 10 月 22 日晚间对俄罗斯石油公司和卢克石油公司实施制裁，欧盟则于 10 月 23 日对俄油、俄气石油公司发出全面交易禁令，并对卢克石油子公司 Litasco 以及我国中石油旗下的贸易公司实施制裁。英国政府数据显示，俄油和卢克石油的石油出口量为每日 310 万桶。仅俄油一家的产量就占俄罗斯石油总产量的近一半，约占全球产量的 6%。

欧洲议会贸易和能源委员会 10 月 16 日投票决定加速欧盟拟议的对俄罗斯石油、天然气和液化天然气的淘汰进程。议会国际贸易委员会和工业、研究与能源委员会批准了一项提案，要求在 2027 年 1 月 1 日前禁止所有俄罗斯天然气和液化天然气，比欧盟委员会 6 月提议的 2028 年 1 月 1 日的最后期限提前了一年。委员会对俄罗斯石油进口采取了更为激进的立场，提议从 2026 年 1 月 1 日起全面禁运，这也将包括使用俄罗斯石油在其他国家生产的石油产品。

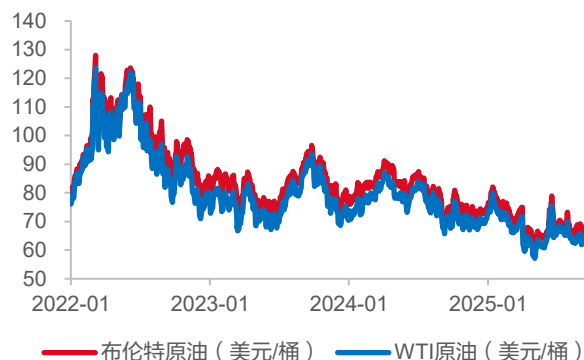
巴西环境与可再生资源研究所（IBAMA）已向国有的巴西国家石油公司颁发许可证，允许其在亚马逊河口盆地的 FZA-M-59 区块钻探一口勘探井。据巴西国家石油公司称，这口井将由 Ocyan 公司拥有的 ODN-II 钻井船（也称为 NS-42）进行钻探。该钻井平台于 8 月 18 日抵达位于阿马帕州近海的 FZA-M-59 区块。根据公司 2025-2029 年 1110 亿美元的投资计划，巴西国家石油公司计划投资 30 亿美元，在赤道边缘带钻探 15 口井。该公司在遍布巴雷里尼亚斯、塞阿拉、亚马逊河口、帕拉-马拉尼昂和波蒂瓜尔盆地的 16 个区块中持有 100% 的经营权益。

美国内政部于 10 月 23 日正式重新开放阿拉斯加北极国家野生动物保护区的沿海平原区用于石油和天然气租赁，内政部的新决策记录撤销了拜登政府于 2024 年对该保护区地块实施的限制，并恢复了美国总统特朗普首个任期内于 2020 年制定的计划，该计划开放了沿海平原全部 156 万英亩土地用于租赁。美国地质调查局估计，沿海平原可能含有 42.5 亿至 118 亿桶可采石油，显著多于其估计位于 2300 万英亩的阿拉斯加国家石油储备区内的 8.95 亿桶可采石油。土地管理局于 10 月 21 日在《联邦公报》上发布了征集提名和评论的公告，正式启动了自 2019 年以来该储备区的首次租赁销售《单一宏大美丽法案》强制要求到 2025 年完成五次该储备区的新租赁销售。

油价判断：OPEC+持续增产，巴以冲突趋缓，短期内地缘政治因素影响边际减弱，中美关税贸易战再起，预计年内布伦特原油仍将在 60~90 美元/桶区间震荡运行，短期内需关注降息预期、特朗普政府突发政策变动引起的油价波动风险。

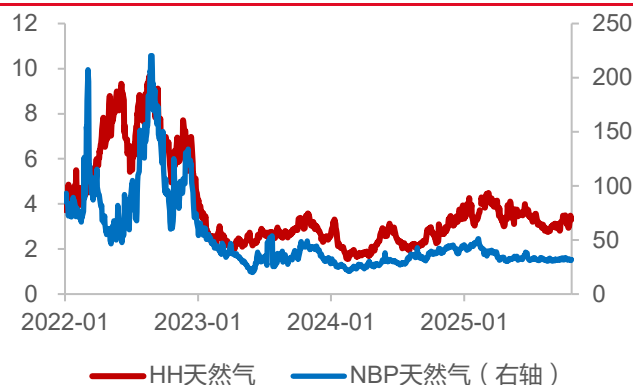
（数据来源：Wind，EIA，Platts，Oilprice，BakerHughes，OPEC）

图4 原油价格，美元/桶



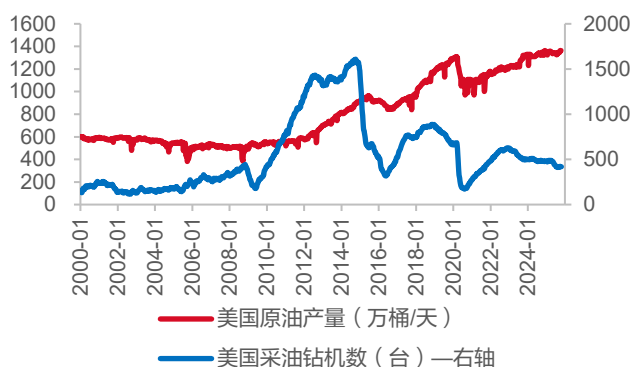
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 天然气价格，美元/百万英热



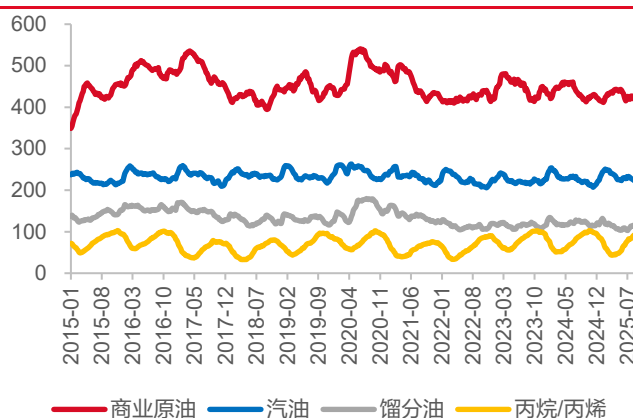
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 美国原油产量与钻机数，万桶/天，台



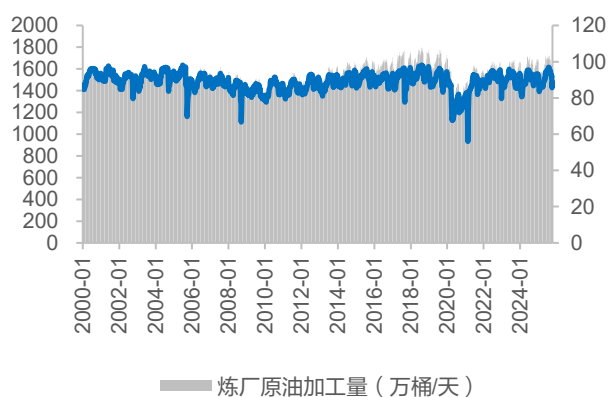
资料来源：EIA，东海证券研究所

图7 美国燃料库存，百万桶



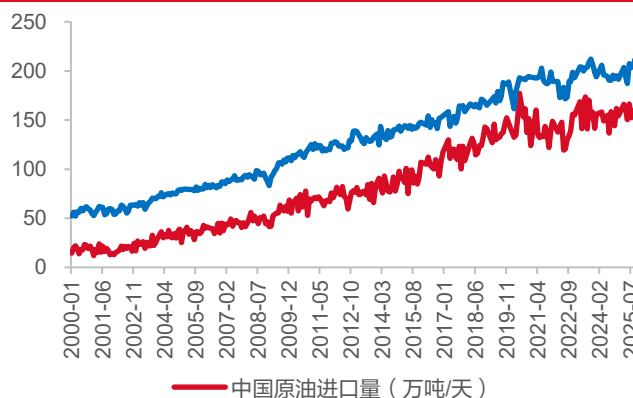
资料来源：EIA，东海证券研究所

图8 美国炼厂原油加工量及开工率，万桶/天，%



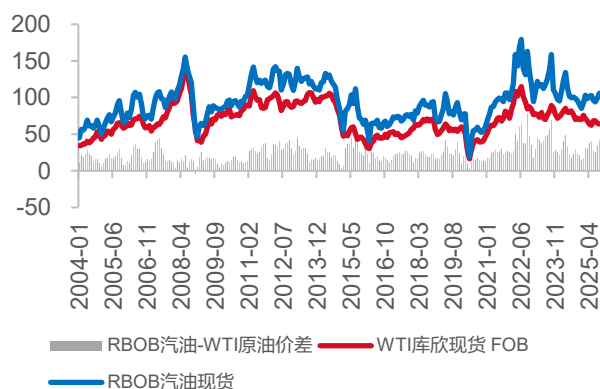
资料来源：EIA，东海证券研究所

图9 中国原油进口及炼厂加工量，万吨/天



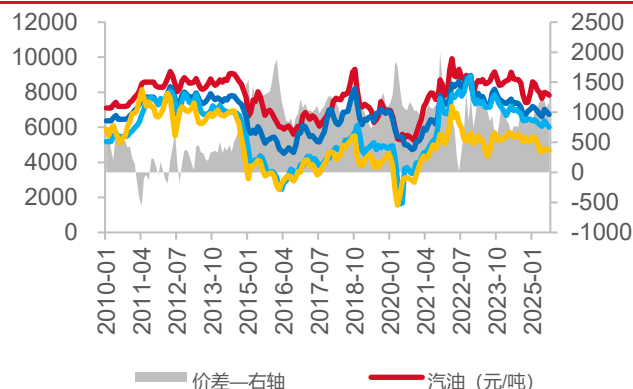
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 美国汽油与原油现货价差，美元/桶



资料来源：EIA，东海证券研究所

图11 国内的成品油价差，元/吨，元/吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

注：价差 = 0.2*石脑油+0.3*柴油+0.2*汽油+0.1*航空煤油-原油
 *VAT*汇率（未考虑副产品和除增值税外各项税）

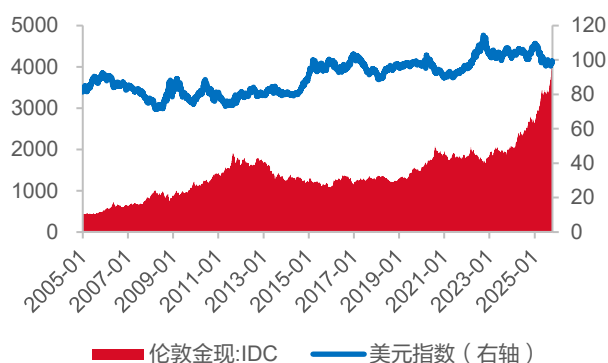
3.2. 黄金跟踪

美国政府进入第四周停摆，特朗普对俄罗斯政策再次缓和，周内金价急跌后有所修复。截至2025年10月24日，伦敦金现收于4111.56美元/盎司，较上周同期下跌3.29%，周内最高触及4381.48美元/盎司的高点但随后跳水，下半周有所修复。美股三大指数周内震荡上行，美元指数在99关口下震荡运行。若美国化债持续遇阻，预计美元或大幅贬值。9月我国央行继续增持黄金储备1万盎司。市场预期美联储年内仍将降息两次，押注10月将降息25个基点。SPDR持有量继续大幅上升达近两年新高，政策面上美国贸易协定、俄乌冲突等仍存在较大不确定性。整体来看，美元及美债的避险属性被削弱，黄金避险需求凸显，美元贬值预期走强，黄金长期上涨逻辑增强。

美债利率震荡运行，中债利率略有上行。截至10月24日，10Y美债利率震荡运行，较上周同期维持一致于4.02%，10Y中美利差倒挂值为217.14bp，较上周略有收窄。中国10Y国债利率本周震荡运行，最终报收1.8486%，较上周同期上行2.4bp。2025年9月美国CPI同比上涨3%，前值2.9%，略低于市场预期。9月，我国制造业PMI为49.8%，较前值提高0.4个百分点；美国制造业PMI为49.1%，因为美国政府关税政策持续带来不确定性，美国制造业连续第七个月收缩。

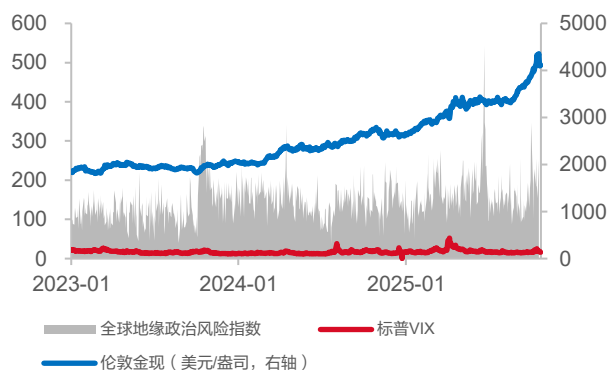
金价判断：美国化债持续受阻，美联储降息通道打开、缩表或将停止，美国持续挑起全球贸易争端，俄乌冲突走向仍不明朗，10月降息预期走强，全球避险需求走强，建议逢低买入。

图12 美元指数与伦敦金现，美元/盎司



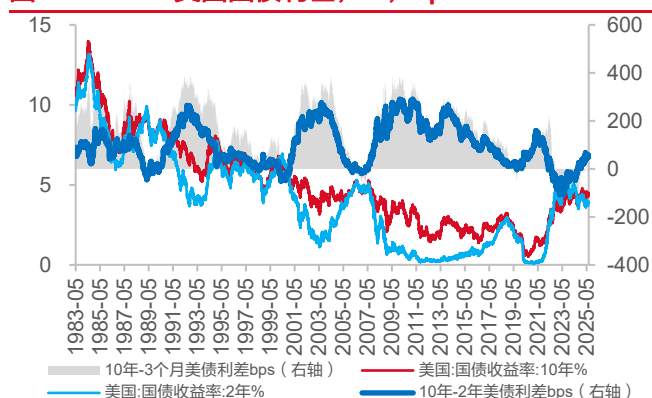
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 VIX与金价，美元/盎司



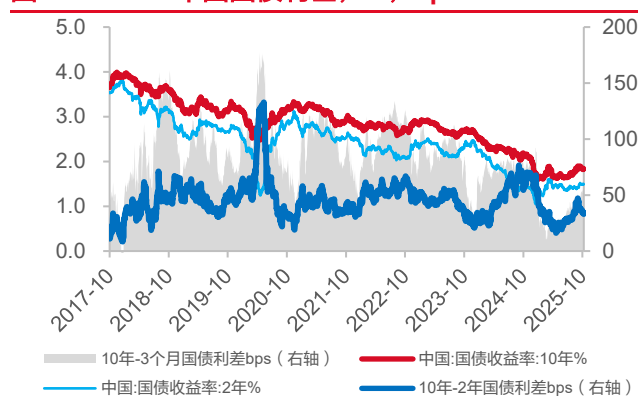
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图15 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图16 中美国债收益率与金价, 美元/盎司, %



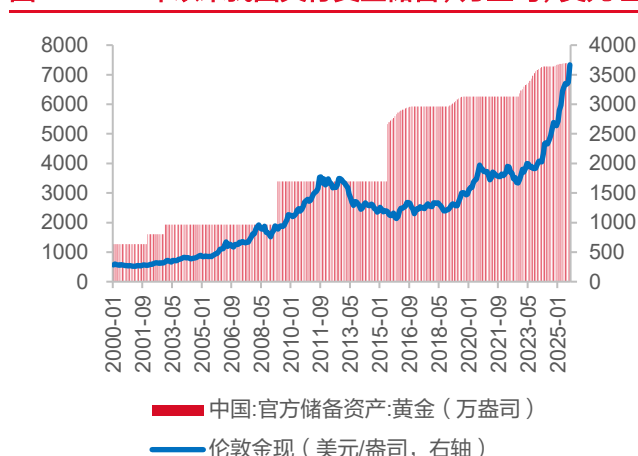
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/10/29					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.3%	1.7%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	91.1%	8.8%	0.1%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	50.4%	45.5%	4.0%	0.1%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.8%	47.9%	24.3%	2.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.9%	31.7%	41.6%	18.3%	1.5%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	20.8%	37.2%	28.5%	8.8%	0.6%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	1.2%	9.0%	25.7%	34.6%	22.6%	6.4%	0.5%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.4%	4.0%	15.1%	29.0%	30.3%	16.7%	4.2%	0.3%	0.0%
2026/10/28	0.1%	1.0%	5.7%	17.2%	29.2%	28.2%	14.8%	3.6%	0.2%	0.0%
2026/12/9	0.2%	1.7%	7.5%	19.1%	29.0%	26.1%	13.1%	3.1%	0.2%	0.0%
2027/1/27	0.3%	2.0%	8.0%	19.5%	28.9%	25.5%	12.6%	3.0%	0.2%	0.0%
2027/3/17	0.3%	2.1%	8.3%	19.8%	28.8%	25.1%	12.3%	2.9%	0.2%	0.0%
2027/4/28	0.3%	1.9%	7.7%	18.6%	27.8%	25.5%	13.7%	3.9%	0.5%	0.0%
2027/6/9	0.3%	1.9%	7.4%	18.1%	27.4%	25.6%	14.2%	4.3%	0.6%	0.0%
2027/7/28	0.2%	1.6%	6.5%	16.2%	25.8%	26.0%	16.2%	6.1%	1.3%	0.1%
2027/9/15	0.2%	1.6%	6.5%	16.2%	25.8%	26.0%	16.2%	6.1%	1.3%	0.1%

资料来源: CME, 东海证券研究所

图18 2000年以来我国央行黄金储备, 万盎司, 美元/盎司



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图19 全球黄金ETF总持仓量, 吨, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

3.3.金属铜跟踪

2025 年，金属精炼铜价格震荡上行，10 月 24 日，SHFE 电解铜连续合约结算价格为 85622 元/吨，较上一周价格环比上升 0.6%，价格与去年同比增长 11.9%；LME 伦铜 3 个月合约结算价为 10669 美元/吨。10 月 24 日当周，我国铜精矿干净料（25%Cu）远期现货综合价格指数约为 2865.8 元/干吨，价格环比上升 1.1%。全球铜价和铜精矿价格指数上升，主要受美联储降息预期强化及美元走弱提振，市场风险偏好回升。与此同时，智利和秘鲁部分矿区受天气与罢工影响导致供应预期收紧，带动铜价整体走高。

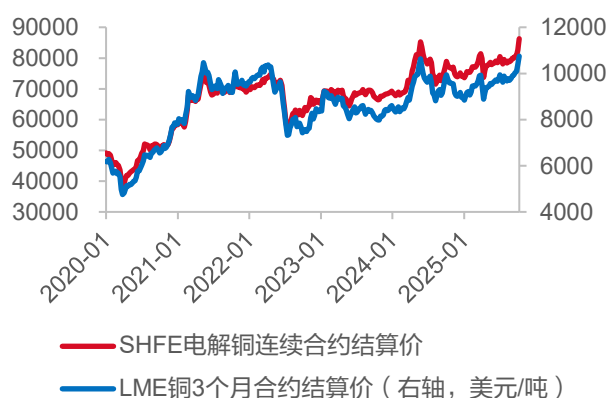
2025 年 10 月 24 日，精炼铜现货库存为 19.27 万吨，较上周环上升 5.8%，同比下滑 11%，港口库存约为 40.4 万吨，环比下降 14%。全球地缘和关税不确定叠加海外矿山供应扰动的市场背景，放大了现货库存和港口库存的背离。

2025 年 9 月，我国电解铜产量约为 114.98 万吨，环比减少 3.2%，同比增幅 14.5%，生产能力复苏较上期略有下滑，但下游需求维持旺盛状态。2025 年 9 月，我国电解铜年化平均产能为 1648 万吨，产能利用率为 83.98%。2025 年 9 月我国电解铜产量和需求缺口约为 29.04 万吨，缺口较上期环比扩大 39.95%。我国进口电解精炼铜总量基本可以覆盖生产需求缺口。

2025 年 10 月 24 日当周，我国 SHFE 电解铜持仓量为 243159 手，环比上升 28.9%；成交量为 233105 手，环比下降 38.6%，随着铜价持续上行、宏观预期向好，部分机构投资者加仓多单以押注后市，而短线投机交易趋于谨慎，导致成交量减少。2025 年 9 月，沪铜单边交易交割量为 22050 吨，明显低于去年同期交割水平。

全球铜市整体延续强势行情，LME 铜价升至阶段性高位，受美联储降息预期强化、美元走弱及宏观流动性改善推动。主要矿区如智利、秘鲁受天气与劳工因素影响，供应预期收紧，进一步支撑铜价上行。下游电力、光伏及新能源行业需求保持稳健，现货升水扩大。短期来看，铜价仍有上行动力，但需关注高位回调风险及宏观政策兑现节奏。

图20 金属铜价格，元/吨，美元/吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图21 铜精矿 25%Cu：远期现货综合指数，美元/干吨



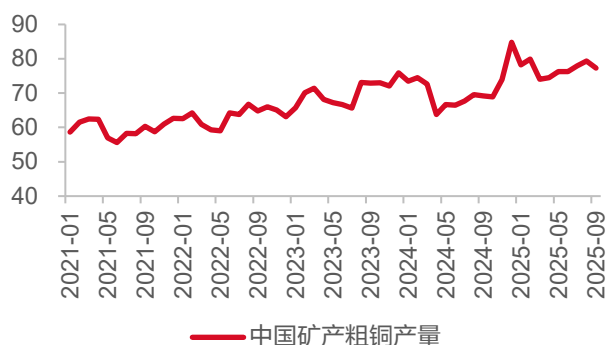
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图22 铜精矿和电解铜库存，万吨



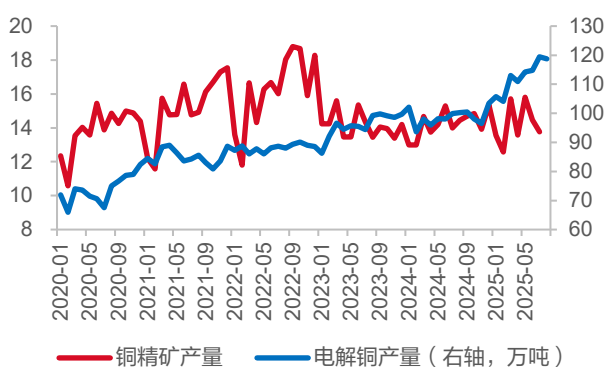
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图23 中国矿产粗铜产量，万吨



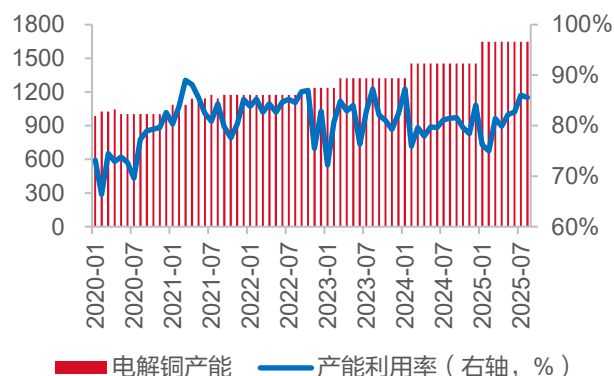
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图24 中国铜精矿和电解铜产量，万吨



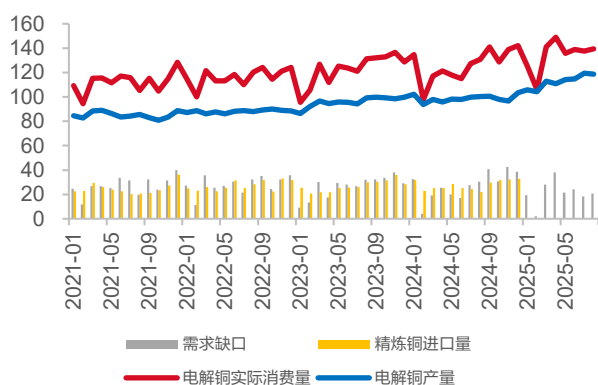
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图25 中国电解铜产能和产能利用率，万吨，%



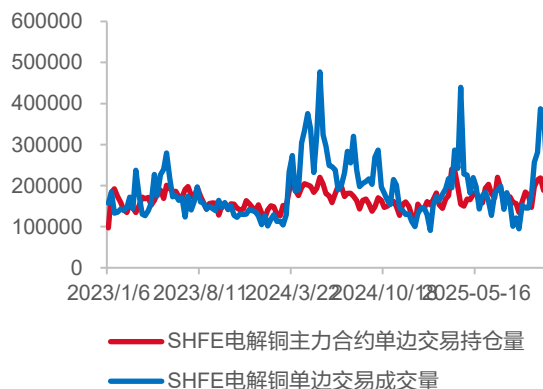
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图26 中国电解铜和需求缺口，万吨



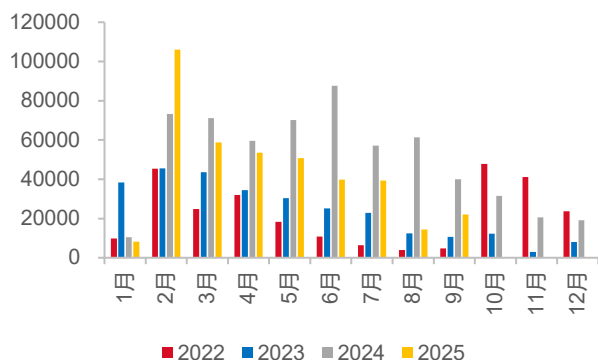
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量，手



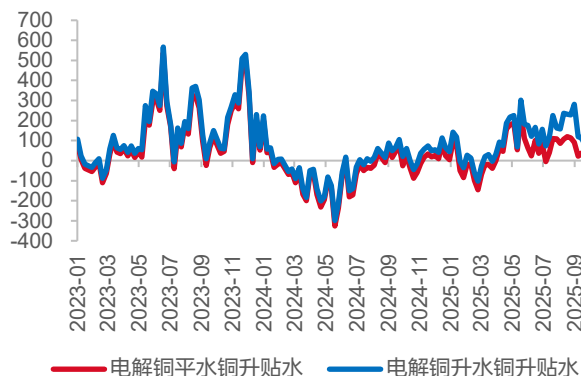
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量，吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图29 上海平水铜、升水铜升贴水，元/吨

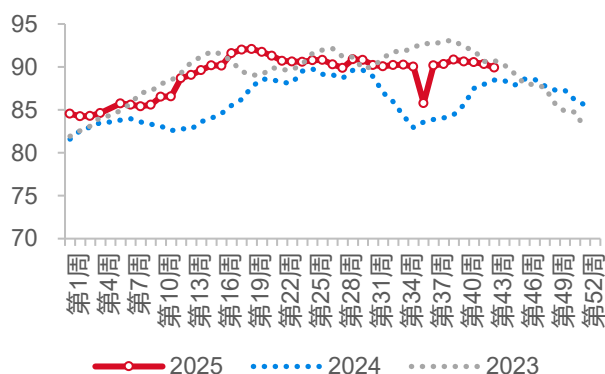


资料来源：钢联数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

4.行业及主题

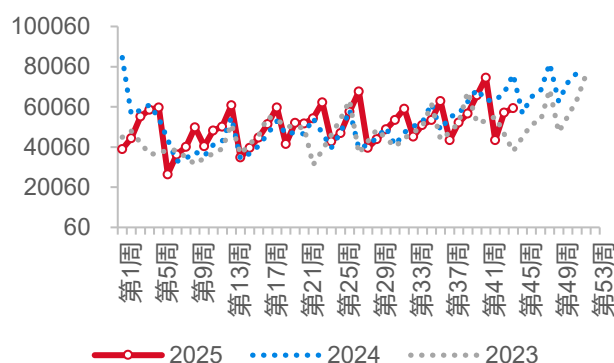
4.1.行业高频跟踪

图30 247家钢厂高炉产能利用率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图31 乘用车日均零售销量，辆



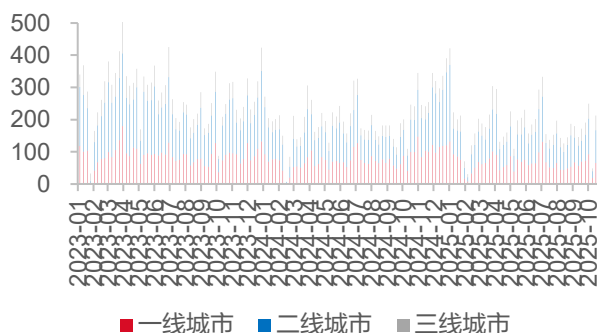
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图32 BDI 指数



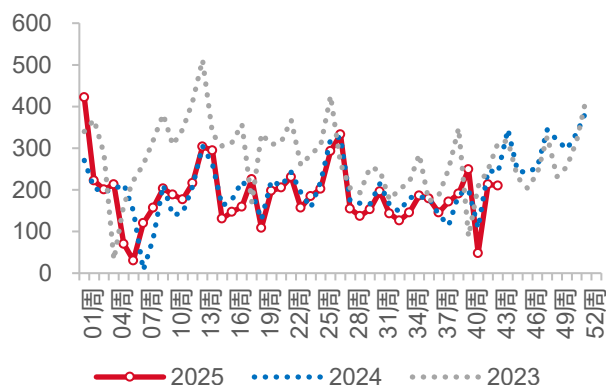
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图33 一、二、三线城市新房成交面积，万平方米



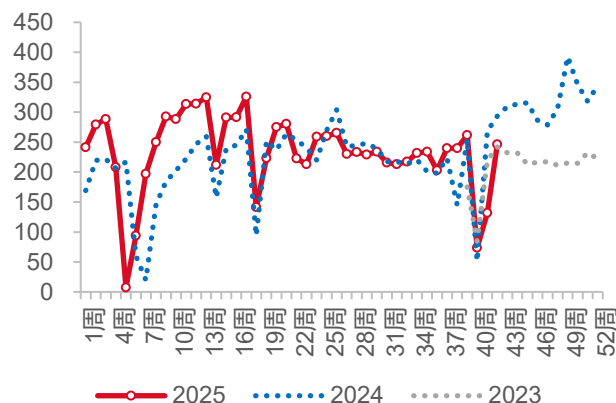
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图34 30城新房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图35 14城二手房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图36 主要行业高频数据

大类	指标名称	环比(%)/ 环比变化(pct)	同比(%)/ 同比变化(pct)	单位	10/24	10/17	10/10	10/3	9/26	走势图
地产	30大中城市商品房销售面积	-1.3	-13.1	万平方米	210	213	48	249	191	
	一线城市	18.2	-22.1	万平方米	77	65	19	93	72	
	二线城市	-8.2	-6.2	万平方米	93	102	21	110	81	
	三线城市	-14.0	-8.4	万平方米	40	46	8	46	37	
消费出行	国内航班执飞	1.5	2.2	架次	91004	89631	100708	99678	87543	
	国际航班执飞	-0.8	13.4	架次	13000	13103	13664	13677	12638	
	电影票房	-7.2	-43.4	万元	24018	25891	125871	91043	116630	
	观影人次	-8.8	-37.8	万人次	654	718	3504	2397	3188	
外需	BDI指数	-3.8	41.21	/	1991	2069	1936	1901	2259	
	CCF指数	2.0	-27.3	/	993	973	1015	/	1087	
	南华工业品价格指数	0.3	-7.6	/	3519	3507	3585	3592	3621	
物价	螺纹钢	0.1	-8.4	元/吨	3058	3054	3097	3099	3162	
	水泥价格指数	-0.6	-20.4	/	102.54	103.12	105.25	105.43	104.16	
	南华农产品指数	0.3	-1.6	/	1056	1054	1064	1066	1073	
	猪价	-3.4	-28.4	元/公斤	17.70	18.33	18.75	19.27	19.52	
	7种重点水果	-0.3	-3.1	元/公斤	7.03	7.06	7.00	7.00	6.96	
	鸡蛋	-2.6	-29.7	元/公斤	7.41	7.61	7.92	8.44	8.48	
	28种重点蔬菜	4.5	-6.0	元/公斤	5.22	5.00	4.87	5.02	5.04	
	PTA	0.4	-4.8	%	75.98	75.56	77.48	/	76.48	
生产开工率	纯碱	0.01	-2.2	%	84.94	84.93	88.41	/	89.12	
	浮法玻璃	0.0	-2.2	%	76.35	76.35	/	/	76.01	
	江浙织机	2.4	-2.3	%	66.45	64.06	64.06	/	63.12	
	半钢胎	1.0	-5.7	%	73.67	72.72	46.51	/	73.58	
	全钢胎	1.1	3.1	%	65.58	64.52	43.96	/	65.72	

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.2.主要指数及行业估值水平

主要指数估值(PE)分位数水平: 创业板指<创业板 50<中证 1000<中证 500<上证 180<沪深 300<上证 50<科创 50。

图37 主要指数估值及分位数水平，%

分类	指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
主要指数	创业板指	37.31	44.17	61.57	5.45
	创业板 50	41.60	44.04	63.16	6.38
	中证 1000	63.70	47.32	46.48	2.50
	中证 500	73.90	34.35	56.40	2.29
	上证 180	83.85	12.54	48.36	1.29
	沪深 300	85.52	14.54	55.01	1.51
	上证 50	88.78	12.26	60.98	1.33

科创 50	98.75	182.20	79.37	6.70
-------	-------	--------	-------	------

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

主要行业估值 (PE) 分位数水平：周期：交通运输<有色金属<公用事业。消费：农林牧渔<食品饮料<美容护理。高端制造：家用电器<机械设备<汽车。科技：通信<传媒<计算机。金融 (PB)：房地产<非银金融<银行。

图38 各行业指数估值及分位数水平，%

分类	指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
周期	钢铁	0.00	785.54	52.67	1.10
	交通运输	18.02	16.66	27.64	1.41
	有色金属	28.97	26.79	70.52	3.28
	公用事业	34.12	19.95	56.26	1.87
	石油石化	40.78	12.89	40.91	1.20
	建筑装饰	61.93	12.19	11.97	0.86
	环保	69.03	38.69	23.61	1.72
	煤炭	76.56	16.04	72.31	1.63
	基础化工	81.20	34.94	66.13	2.20
	建筑材料	87.77	38.14	11.56	1.27
消费	农林牧渔	7.31	22.51	9.75	2.53
	食品饮料	16.24	21.46	23.58	4.36
	美容护理	57.20	50.08	17.89	3.35
	纺织服饰	62.08	38.20	29.95	1.89
	社会服务	74.30	65.19	14.43	2.95
	商贸零售	88.16	66.54	38.24	1.93
	医药生物	89.07	53.19	15.32	3.15
	轻工制造	93.48	60.54	38.67	2.33
	家用电器	41.20	16.34	38.00	2.61
	机械设备	71.84	45.32	72.90	2.99
高端制造	汽车	76.32	33.87	74.61	2.67
	国防军工	87.39	174.98	94.11	4.43
	电力设备	93.28	78.61	50.50	3.30
	通信	25.68	27.06	50.91	2.42
科技	传媒	73.35	75.64	38.75	2.80
	计算机	91.77	223.93	67.16	4.72
	电子	94.66	88.33	99.19	5.71
金融地产	房地产	0.00	-6.82	18.81	0.98
	非银金融	10.58	13.98	25.63	1.55
	银行	94.83	7.38	31.10	0.72

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

注：钢铁盈利为负故不显示。

5.重要市场数据及流动性跟踪

5.1.二十届四中全会公报精神学习：保持战略定力，增强必胜信心

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，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》，会后发布了二十届四中全会公报。

十五五规划的定位，“夯实基础、全面发力的关键时期”。会议指出，“十五五”时期是基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发力的关键时期，在基本实现社会主义现代化进程中具有承前启后的重要地位。作为实现2035年远景目标承上启下的阶段，还承载着完成三中全会部署的300多项改革任务（2029年）。

外部风险挑战加剧，内部优势也同样突出。“十五五”时期面临的环境是“深刻复杂变化”，“不确定难预料因素增多”，“风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验”，相对于“十四五”来说对风险挑战的强调更加突出。同时“经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变”，优势也同样突出。要“保持战略定力，增强必胜信心”，“集中力量办好自己的事，续写经济快速发展和社会长期稳定两大奇迹新篇章”，对应了统筹发展和安全。

经济增速目标存在合理要求。会议公报以及《建议》一般不公布经济增速目标，即使明年两会公布的《纲要》如“十四五”一样，也不设具体五年的GDP增速目标，但“坚持以经济建设为中心”，以及结合2035年远景目标中“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”，即2035年国内生产总值较2020年翻一番来看，2026-2035年GDP年均增速不应低于4.4%。考虑到为“十六五”预留空间，隐含的增速要求可能在4.7%左右。

主要目标聚焦，科技及安全的重要性提升。相较于十九届五中全会公报中“十四五”目标用了700字以上来阐述，本次公报仅用了7句话来精简概括了“十五五”的主要目标。其中高质量发展取得“显著”成效，突出了经济提质发展的要求高；“科技自立自强水平大幅提高”为首次单列成为主要目标之一，突显了科技发展的战略优先级提升；“国家安全屏障更加巩固”也同为新增主要目标之一，反映了在外部环境变化的背景下，安全的重要性提高。

突出建设现代化产业体系。公报将“建设现代化产业体系”在重点任务中的排序提升到首位，深化实体经济的根基作用。由“十四五”的“建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国”调整为“制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国”，强调了航天以及交通产业的发展；相对于“十四五”，增加了“优化提升传统产业”的表述；“保持制造业合理比重”，有发展需要，也有安全需要。

科技创新的战略升级与新质生产力。“新质生产力”明确为引领发展的核心动能，与现代化产业体系的构建结合得更为紧密。此外，创新方面，强调“原始创新”、“关键核心技术攻关”，前者指向更多地往源头创新和颠覆性创新转变，后者指向要在部分战略核心环节避免被“卡脖子”。

以供需的双向互动，深化扩大内需。公报指出，“以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动”，与“十四五”中“以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求”的表述相比，更强调需求与供给的双向互动以及平衡。

对外开放的层级提升。对外开放在重点任务中的排序由“十四五”的第九位大幅提升至第五位，体现出在复杂国际环境下更为重要的战略地位。内涵也提升为“稳步扩大制度型开放，维护多边贸易体制”。在逆全球化冲击下，出口产品上的高端化发展以及出口目的地上的多元化发展共同支撑了中国出口的韧性表现。此外，“拓展双向投资合作空间”，通过“引进来”与“走出去”并重，提升中国在全球资源配置中的影响力。

民生中提及房地产。关于房地产，十九届五中全会公报中并未提及，后续在“十四五”规划建议中，落在了扩内需畅通国内大循环篇章以及优化国土布局新型城镇化篇章中，前者提到要推动房地产同实体经济均衡发展，后者主要强调房住不炒。本次房地产在二十届四中全会公报中落在了民生这一栏，强调“推动房地产高质量发展”，后续来看，旧改、保障房以及首次写入政府工作报告中的“好房子”或是重点发展方向。

兼顾短期，坚决实现全年经济社会发展目标。本次会议同时分析了当前形势和任务，强调坚决实现全年经济社会发展目标。虽然 2025 年前三季度 GDP 累计同比已达 5.2%，全年完成 5% 的目标难度不大，但会议强调“宏观政策要持续发力、适时加力”，延续 7 月政治局会议精神，坚守底线思维不变。预计合计 1 万亿元的两项财政工具落地后，货币政策上年内也仍有降准降息空间。

“十五五”定位为基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发力的关键阶段。会议公报对外部风险判断偏谨慎，但内部优势也同样突出，要“保持战略定力，增强必胜信心”。坚持以经济建设为中心，以及实现 2035 年远景目标的要求下，未来纲要即使不设具体增速目标，但隐含的增速要求可能在 4.7% 左右。主要目标中科技及国家安全单列，重要性明显提升。重点任务中，现代化产业体系的重要性加强，新增“航天强国”“交通强国”，科技突出“原始创新”以及“关键核心技术攻关”，扩内需强调供需的双向互动，逆全球化冲击下坚持对外开放。同时，会议公报也兼顾短期，强调“坚决”实现全年经济社会发展目标，四季度政策发力仍有空间。往后看，公报可以理解为“十五五”规划建议的摘要，而《建议》一般在会后的一周内公布，通常会在重点任务上有更明确的指示；更为详细的《纲要》将在明年两会上进行审议，会后公布全文。

5.2. 三季度 GDP 增速放缓符合预期，关注财政工具成效

10 月 20 日，国家统计局公布三季度 GDP 数据及 9 月经济数据。Q3GDP 不变价当季同比 4.8%，前值 5.2%。9 月社零总额当月同比 3.0%，前值 3.4%；固投累计同比-0.5%，前值 0.5%；规上工业增加值同比 6.5%，前值 5.2%。

实际 GDP 增速符合预期，平减指数降幅收窄。2025Q3GDP 不变价当季同比 4.8%，较 Q2 回落 0.4 个百分点，略高于 Wind 一致预期的 4.76%。GDP 增速的回落，拖累或主要来自于三季度以来投资端增速的明显下滑，而消费方面服务虽然稳固，但补贴退坡下实物消费有所回落，出口结构多元化下的韧性是主要支撑。2025Q3 名义 GDP 同比 3.73%，延续年内回落的趋势，但受益于反内卷的催化，平减指数自 2024Q3 以来首次降幅收窄。从三大需求来看，2025Q3 最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对 GDP 的拉动分别为 2.7pct、0.9pct、1.2pct，分别较前值-0.02pct、-0.38pct、+0.00pct。

四季度增量政策或仍兼顾长短。2025Q3GDP 不变价累计同比 5.2%，Q4 可能仅需 4.7% 左右，即可实现全年 5% 的既定增长目标，难度可能不大，这意味着增量政策方向可能仍为兼顾长短。

第四批补贴资金下达，四季度商品零售有望趋稳。9 月社零季调环比-0.18%，低于近 4 年同期均值的 0.38%，同比已连续 4 个月回落。结构上来看，当月商品零售以及餐饮收入增速均有所放缓。补贴力度退坡，以旧换新品类对社零的贡献率继续回落，不包含汽车的贡献率降至 15.95%。往后来看，四季度以旧换新品类增速回落的斜率可能放缓。资金方面，9 月底发改委表示年内第四批 690 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金已下达，有望为“双十一”大促形成支撑。此外，对于未来补贴力度下滑的预期，可能会进一步促进需求前置，同时明年起新能源汽车购置税从减免调整为减半征收也会使购车需求提前。

出口带动下工业生产提速。9月规模以上工业增加值季调环比0.64%，高于近5年同期均值的0.58%，同比反弹至6.5%。一是出口带动生产较为明显，9月出口交货值由前值的-0.4%升至3.8%，沿海地区浙江、广东分别由8月下降转为增长5.4%、2.8%，江苏、福建分别增长6.8%、5.2%。二是高技术制造业支撑，10月增速回升至两位数以上，高于整体工业增加值增速3.8个百分点。分行业来看，增速提升较为明显的有油气开采、通用设备、汽车、食品、医药、酒饮料等。从主要工业品产量来看，汽车已连续两个月维持两位数以上增长。

固定资产投资累计同比转负。9月固投累计同比-0.5%，为2020年7月以来新低，连续6个月回落，据我们测算的当月同比连续4个月负增长。民间投资拖累依然比较明显，9月隐含的当月同比降至-8.9%。

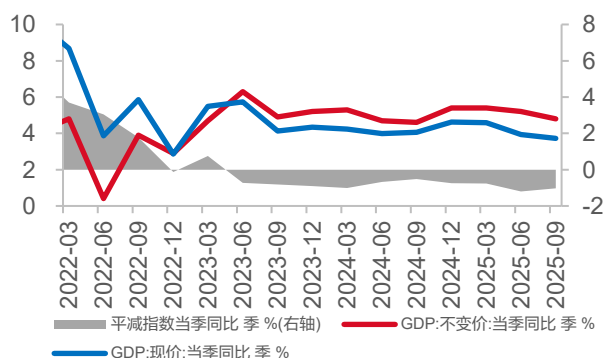
财政发力下，基建投资后续低位回升的概率较大。9月当月，广义基建、狭义基建投资增速分别回落至-8.0%和-4.7%，高基数下水利投资的支撑力明显下降，9月累计同比降至3.0%，去年同期为37.1%，而这一影响可能持续至明年上半年。往后来看，5000亿元准财政工具的落地以及5000亿元地方政府债务结存限额的下达，相比去年来看，扩大了用于建设的使用范围，四季度财政资金发力下，基建投资低位回升的概率较大。

制造业投资延续回落。制造业投资当月同比降至-1.9%，连续3个月负增长。一是设备更新支撑的力度边际减弱，累计同比由3月的19%降至9月的14%。二是“反内卷”预期对制造业资本开支的影响。从主要行业来看，多数行业累计同比增速均有所回落，其中运输设备、食品制造、农副食品、金属制品等，不过以上行业均高于整体增速。增速偏低的行业如电气机械、化学原料等多为“反内卷”整治的重点行业。

地产压力上升。9月新建商品房销售当月同比-10.54%，与前值基本持平，房地产投资当月同比降至-20.27%。地产四季度最大的压力还是来自于基数的抬升，去年在924政策提振下，四季度地产销售增速回升较为明显。虽然一线城市在近期新一轮的地产政策优化下，9月销售端有所修复，但截至19日，10月当月30城新建商品房销售面积同比仍为-20.73%，依然维持低位。为巩固房地产市场止跌回稳，四季度依然处在政策窗口期。

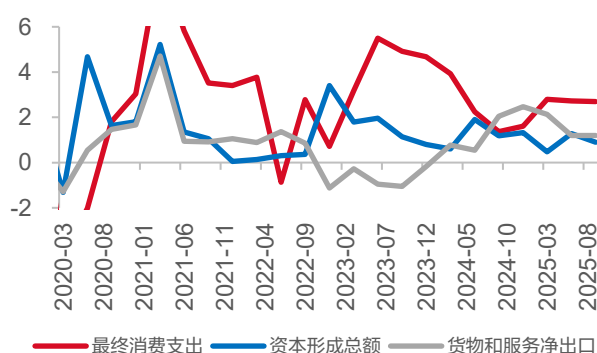
三季度GDP增速回落，基本在预期之内，而主要拖累来自于投资增速的下滑，包含服务在内的整体消费偏稳，出口也具备较强韧性。年内来看，实现5%的增长目标难度不大，增量政策在方向上可能兼顾长短；若后续中美贸易谈判顺利，外需维持稳定，大规模需求端政策出台的可能性或下降。但美联储重启降息仍能打开国内政策想象空间，结合扩内需以及呵护价格水平回升的需要，预计年内仍有降准和降息的可能。短期来看，关注5000亿元准财政工具以及5000亿元地方政府债务结存限额对投资端实物工作量形成的带动。

图39 GDP不变价、现价当季同比增速，%，%



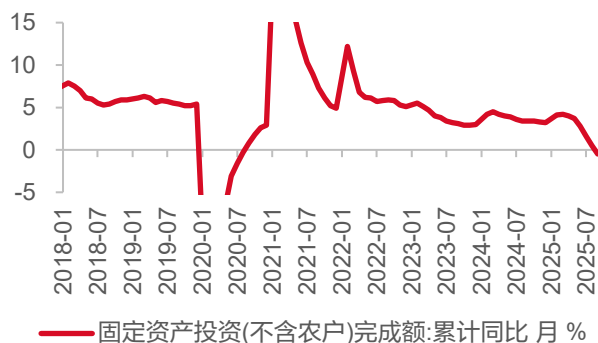
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图40 三大需求对GDP的拉动，%



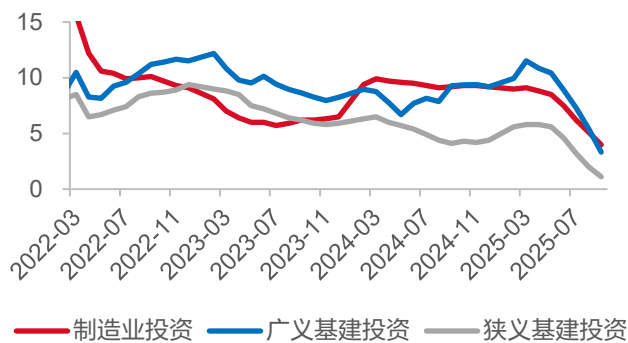
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图41 固定资产投资完成额累计同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图42 制造业、基建投资累计同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

5.3.美国 9 月 CPI：通胀超预期放缓，小步伐降息仍是基准情形

当地时间 10 月 24 日，美国劳工局在政府停摆背景下滞后发布美国 9 月 CPI 数据。美国 9 月 CPI 同比 3.0%，预期 3.1%，前值 2.9%；环比 0.3%，预期 0.4%，前值 0.4%。核心 CPI 同比 3.0%，预期 3.1%，前值 3.1%；环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.3%。

食品和能源价格呈现“两极”波动。食品价格边际回落明显，环比由前值 0.5% 回落至 0.2%，其中家庭食品和餐饮服务环比均有大幅下滑，但从同比来看，食品分项增速均保持在高位，说明食品价格下降更多的是短期波动因素。能源商品价格依然上涨明显，受美国炼油厂关停持续影响，汽油当月环比上涨 4.1%，为通胀月度增长的最大拉动因素。能源服务通胀略有放缓，电力和燃气价格均从高位回落。

关税对核心商品价格影响减弱。核心商品同比保持在 1.5% 不变，环比由前值 0.3% 小幅回落至 0.2%。受关税影响较大的服饰和新车，环比增速略有放缓，均回落 0.1 个百分点分别至 0.7% 和 0.2%。二手车成为当月价格跌幅最大分项，环比由前值 1.0% 下降至 -0.4%，和曼海姆二手车价格指数依然保持一致，同时后续来看二手车价格或在低位持续震荡。医药用品价格反弹较为亮眼，同比由前值 0.0% 上升至 0.7%，环比则由前值 -0.3% 回升至 -0.1%，这或是由于在特朗普计划药品新关税后促使美国药商提前涨价。

住房市场价格继续降温，但主要或受短期波动影响。房屋价格上涨明显放缓，环比由前值 0.4% 下降至 0.2%，但同比增速企稳，保持在 3.6% 不变。我们认为这主要是受开学季和招聘季过去后，租房热度降温影响，属于短期扰动，后续随着美联储降息引导住房市场利率下行，美国房市通胀或有企稳和反弹的空间。

娱乐和医疗服务边际升温明显。娱乐项同比由前值 3.6% 上升至 4.4%，环比由前值 -0.2% 上升至 0.4%，对应红皮书零售在 9 月回暖。医疗服务则继续受医疗行业裁员影响，由于人手不足陷入被动涨价的情况，环比由前值 -0.1% 上升至 0.3%。运输服务受去年同期高基数影响，同比有所回落，但环比或受行业逐步进入补库存周期而有小幅回升。

通胀数据巩固美联储 10 月降息预期。美国 9 月 CPI 出炉后，美股上涨，美债收益率下跌，黄金走强。整体来看，美国 9 月通胀数据描绘了一幅通胀压力仍然可控的图景。但值得注意的是，9 月通胀受短期波动影响较大，其一是家庭食品的短期波动；其二是住房价格在经历 8 月大幅上行后 9 月迎来了明显的边际回调；其三是能源商品方面，炼油厂关停以及后续复产情况或给成品油价格带来较大不确定性。结合桎梏的服务通胀，我们认为 10 月 FOMC 会议或难以进行超预期的大幅度降息，25bp 降息依然是当下主旋律。

图43 美国 CPI 拆分, %

	权重	同比, %					环比, %				
		2025年6月	2025年7月	2025年8月	2025年9月	趋势	2025年6月	2025年7月	2025年8月	2025年9月	趋势
CPI	100%	2.7	2.7	2.9	3.0		0.3	0.2	0.4	0.3	
食品	14%	3.0	2.9	3.2	3.1		0.3	0.0	0.5	0.2	
家庭食品	8%	2.4	2.2	2.7	2.7		0.3	-0.1	0.6	0.3	
家庭外就餐	6%	3.8	3.9	3.9	3.7		0.4	0.3	0.3	0.1	
能源	6%	-0.8	-1.6	0.2	2.8		0.9	-1.1	0.7	1.5	
能源商品	3%	-7.9	-9.0	-6.2	-0.4		1.0	-1.9	1.7	3.8	
能源服务	3%	7.5	7.2	7.7	6.4		0.9	-0.3	-0.2	-0.7	
电力	2%	5.8	5.5	6.2	5.1		1.0	-0.1	0.2	-0.5	
燃气	1%	14.2	13.8	13.8	11.7		0.5	-0.9	-1.6	-1.2	
核心CPI	80%	2.9	3.1	3.1	3.0		0.2	0.3	0.3	0.2	
核心商品	19%	0.7	1.2	1.5	1.5		0.2	0.2	0.3	0.2	
服饰	3%	-0.5	-0.2	0.2	-0.1		0.4	-0.3	0.8	0.7	
新车	4%	0.2	0.4	0.7	0.8		-0.3	0.0	0.3	0.2	
二手车和卡车	2%	2.8	4.8	6.0	5.1		-0.7	0.5	1.0	-0.4	
医疗用品	2%	0.2	0.1	0.0	0.7		0.1	0.1	-0.3	-0.1	
核心服务	61%	3.6	3.6	3.6	3.5		0.3	0.4	0.3	0.2	
房屋	35%	3.8	3.7	3.6	3.6		0.2	0.2	0.4	0.2	
房租	7%	3.8	3.5	3.5	3.4		0.2	0.3	0.3	0.2	
业主等效租金	26%	4.2	4.1	4.0	3.8		0.3	0.3	0.4	0.1	
医疗服务	7%	3.4	4.3	4.2	3.9		0.6	0.8	-0.1	0.3	
娱乐	3%	3.8	3.9	3.6	4.4		0.2	0.4	-0.2	0.4	
教育和通讯	5%	1.1	1.1	1.0	1.1		0.1	0.2	0.1	0.1	
运输	6%	3.4	3.5	3.5	2.5		0.2	0.8	1.0	0.3	

资料来源: BLS, 东海证券研究所

5.4.资金及流动性跟踪

融资余额增长。10月23日, 融资余额 24339.02 亿元, 较上周末增长 210.84 亿元。

偏股混合型基金仓位环比上升。10月24日当周, 据同花顺数据, 普通股票型、偏股混合型基金平均仓位分别为 81.16%、78.14%, 分别较前值下降 2.39%和上升 1.01%。

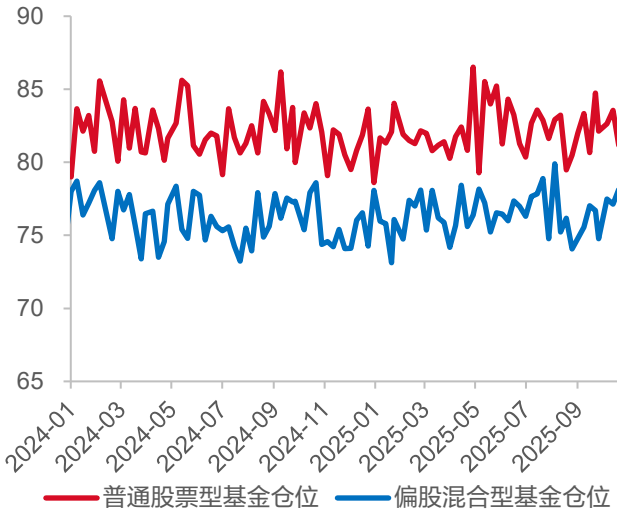
资金利率上升。10月24日当周, DR007 周均为 1.4294%, 较上周环比上升 0.88 个 BP。SHIBOR3M 周均为 1.5896%, 较上周环比上升 0.89 个 BP。

图44 两融余额, 亿元, 亿元



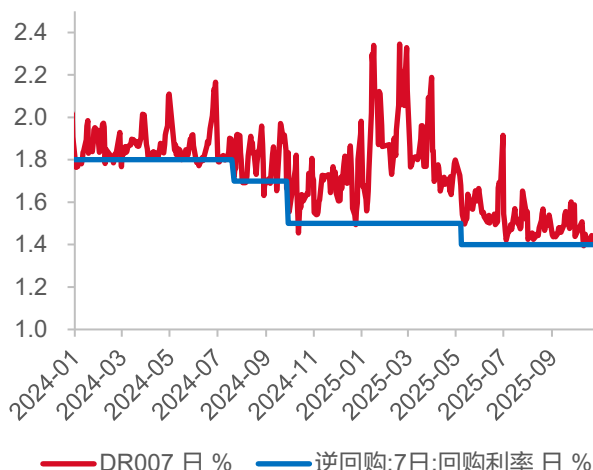
资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图45 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %



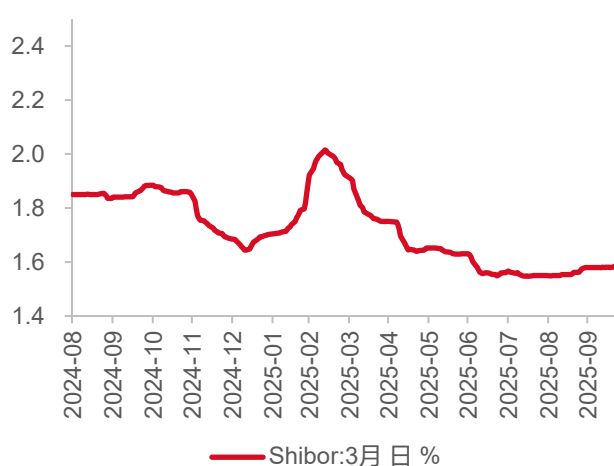
资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图46 DR007、7 天期 OMO 利率, %



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图47 SHIBOR 3M, %



资料来源：同花顺，东海证券研究所

5.5.美国流动性及利率跟踪

从量的角度来看，截至 10 月 22 日当周，美国流动性紧缺迹象略有缓和。当周 TGA 余额继续抬升，增加 531.2 亿至 9050.7 亿美元，为 2024 年 5 月以来的最高值。值得注意的是，当周金融流动性补充几乎完全来自于银行系统中的存款准备金账户（减少了 585.7 亿美元），而隔夜逆回购账户当周则回升了 65.2 亿美元。我们认为这或是由于当周消息释出：“美联储拟大幅度放松美国银行资本金要求”，导致美国银行风险偏好升高，信贷规模扩张，而过剩的流动性则流入了逆回购账户，呈现出当周逆回购账户和 TGA 账户同升的情况。美联储资产端来看，包含了 SRF（常备回购便利工具——可看作流动性紧急补充阀门）的正回购协议操作量在当周已经回到 0 值，表明上周流动性极度紧缺问题已经得到解决。

从价的角度来看，截至 10 月 22 日，SOFR 从上周高位 4.29% 回落了 8bp 至 4.21%，带动 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差分别回落至 +6bp 和 +10bp 处，从回购市场利差可以看出市场流动性的紧缺程度虽略有缓解但依然处在年内高位，后续随着美联储对银行资本金约束放松以及美联储缩表暂停，或能释放部分中小型和区域性银行的信贷潜力，为市场带来流动性支持。住房市场方面，受美联储资本金监管放松消息影响，30 年期和 15 年期住房抵押贷款利率分别下降 8bp 至 6.19% 和 5.44%，后续美联储降息节奏依然是住房市场利率的主线。

图48 美国存款准备金占比银行总资产, %



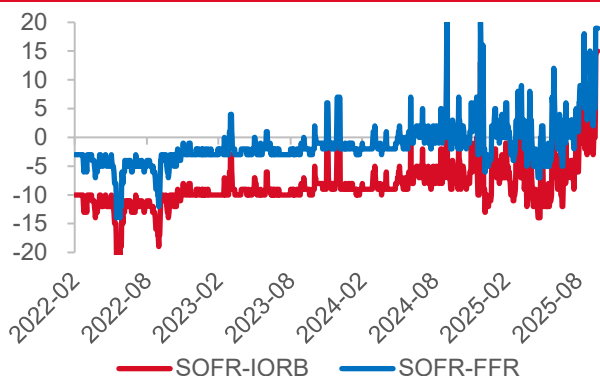
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图49 美国金融流动性指标, 十亿美元



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图50 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差, bps



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图51 美联储隔夜逆回购协议, 十亿美元



资料来源：同花顺，东海证券研究所

6. 市场资讯

6.1. 海外市场资讯

1) 美国总统特朗普宣布终止与加拿大的所有贸易谈判，起因是加拿大安大略省政府播放了一则引用美国已故总统里根批评关税言论的广告。特朗普指责加拿大“欺诈”使用里根的广告，并试图干预美国法院。

2) 10月21日，在日本众议院首相指名选举第一轮投票中，自民党总裁高市早苗获得过半票数，当选日本第104任首相。

3) 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。

4) 日本首相高市早苗已下令推出新一轮经济措施，规模或超过去年的13.9万亿日元，以减轻通胀给家庭和企业造成的负担。

5) 欧美10月制造业PMI初值均高于预期。美国10月标普全球制造业PMI初值为52.2，预期52，9月终值52；服务业PMI初值为55.2，预期53.5，9月终值54.2。欧元区10月制造业PMI初值50，预期49.8，前值49.8；服务业PMI初值52.6，预期51.1，前值51.3。

（信息来源：同花顺、Wind、央视新闻）

6.2. 国内市场资讯

1) 国家主席习近平将于10月30日至11月1日赴韩国庆州出席亚太经合组织第三十二次领导人非正式会议并对韩国进行国事访问。

2) 经中美双方商定，中共中央政治局委员、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。

3) 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。

4) 央行召开党委会议强调，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。

5) 证监会召开党委（扩大）会议强调，要紧扣防风险、强监管、促高质量发展的工作主线，进一步深化投融资综合改革，持续增强我国资本市场的包容性、适应性和吸引力、竞争力。着力增强资本市场的韧性和抗风险能力，加强长效化稳市机制建设。着力提升监管执法的有效性和震慑力，突出打大打恶打重点。

6) 国务院国资委在京召开中央企业“十五五”规划座谈会，强调要深入贯彻习近平总书记重要论述，结合国资央企战略使命科学谋划规划。明确方向，聚焦提升核心功能与竞争力，发挥国有经济支撑作用；突出产业导向，推进布局优化与结构调整；强化目标导向，优化规划指标，确保质量，提升规划体系衔接性，推动战略与能力提升。

7) 国家外汇管理局 10 月 22 日发布数据显示，今年前三季度，我国涉外收支总规模 11.6 万亿美元，创历史同期新高，同比增长 10.5%。跨境资金净流入 1197 亿美元，银行结售汇顺差 632 亿美元，均高于上年同期水平。

8) 10 月贷款市场报价利率(LPR)报价出炉：5 年期以上 LPR 为 3.5%，上月为 3.5%。1 年期 LPR 为 3%，上月为 3%。

9) 10 月 27 日，中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 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。

（信息来源：同花顺、Wind、央视新闻）

6.3.政策面

1) 《深圳市推动并购重组高质量发展行动方案》印发。《方案》推动境内外并购对接，支持符合条件的龙头企业赴港上市或再融资，提升跨区域并购效率。创新跨境资产转让、股权投资等工具，促进双向并购整合，支持跨境换股收购。引导深港合作设立股权投资基金，探索并购融资互联互通，推动创新并购案例落地。支持证券公司与境外分支机构联合提供跨境并购服务，助力中资企业布局。

2) 10 月 21 日，工信部发布《算力标准体系建设指南（2025 版）》征求意见稿，提出到 2027 年制定修订 50 项以上相关标准，推动算力标准体系建设。计划 500 余家企业参与标准推广，形成典型应用案例，强化标准对创新的支撑作用。同时推进多方协同研发，促进技术创新、产业推广和人才培养，支撑全国一体化算力网建设。

（信息来源：同花顺、Wind、央视新闻）

7.财经日历

图52 财经日历

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	预测值
10/27	09:30	中国	9月工业企业利润:累计同比(%)	0.9	
10/30	02:00	美国	10月美联储公布利率决议		
10/30	02:00	美国	联邦基金目标利率(%)	4.25	
10/30	10:00	日本	10月日本央行公布利率决议		
10/30	18:00	欧盟	9月欧元区:失业率:季调(%)	6.3	
10/30	18:00	欧盟	第三季度欧元区:实际GDP:季调:环比(初值)(%)	0.1	
10/30	18:00	欧盟	第三季度欧元区:实际GDP:季调:同比(初值)(%)	1.5	1.2
10/30	18:00	欧盟	10月欧盟:经济景气指数:季调	95.5	
10/30	21:15	欧盟	10月欧洲央行公布利率决议		
10/30	21:15	欧盟	10月欧元区:基准利率(主要再融资利率)	2.15	
10/30	21:15	欧盟	10月欧元区:存款便利利率(隔夜存款利率)	2	
10/30	21:15	欧盟	10月欧元区:边际贷款便利利率(隔夜贷款利率)	2.4	
10/31	07:30	日本	9月失业率:季调(%)	2.6	
10/31	09:30	中国	10月官方非制造业PMI:商务活动	50	
10/31	09:30	中国	10月官方制造业PMI	49.8	
10/31	18:00	欧盟	10月欧元区:CPI:环比(%)(初值)	0.1	
10/31	18:00	欧盟	10月欧元区:CPI:同比(%)(初值)	2.2	

资料来源: Wind, 东海证券研究所

8.风险提示

周度普通股票型基金、偏股混合型基金仓位为预估,可能存在数据计算的结果与实际情况之间存在偏差的风险。

关税政策存在不确定性,若关税政策超预期,或导致中国出口规模的下降,影响顺差规模回落,或对经济下行形成压力。

特朗普政策不确定性,或导致美国通胀预期走高,影响美联储长期维持高利率,对人民币汇率形成压力,进而影响国内货币政策空间。

国内价格走弱的影响,消费价格同比下降或影响消费预期,工业生产者出厂价格下降影响工业企业利润。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089