

四中全会胜利召开，中美谈判再次开启

——2025 年 11 月宏观及大类资产月报

宏观深度研究

● 大类资产表现及配置策略

大类资产表现：10 月，上证综指上涨 1.7%，沪深 300 上涨 0.4%，创业板指、科创 50 分别下跌 2.1%、2.2%。债市小幅走强，债券市场整体上涨 0.1%，国债收益率分化，1 年、5 年期国债收益率分别上升 10.6bp、1.4bp，10 年期国债收益率下降 1.2bp。海外港股恒生指数下跌 2.6%，美股三大股指普遍上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普 500 指数分别上涨 1.7%、2.4%、1.5%。

A 股大势研判：中美吉隆坡磋商开启，临近 11 月 1 日，中美谈判商定有望落地。特朗普表态反复，对股市有所影响，从最新进展来看，中美两国经贸团队在马来西亚吉隆坡开始举行中美经贸磋商，特朗普表态中美 APEC 峰会元首不会见面，但贸易协定有望达成。随着中美谈判有望阶段性达成协议、10 月底三季报披露期结束，科技、有色等主线年内仍有业绩兑现与事件驱动，资金面惯性驱动下，11 月有望带动指数继续上行。

A 股配置策略：三季报科技、有色业绩向好，四中全会再次确立科技自立自强主线。高景气首推电池上游材料，供给受限涨价的有色、煤炭，其次关注业绩兑现、估值修复的风电零部件。CPO、PCB 业绩再次上修，人工智能产业链有望再次开启升势。四中全会在行业层面的积极表态主要集中在航天、新能源及军工板块，短期政策反馈的催化期已过，中长期可以持续跟踪。政策角度，内循环仍是未来五年最主要抓手，地产以高质量发展为主，人口方面生育抚育政策将持续推出。航天考虑到全球抢占卫星轨道、2026 年中美先后探月，作为题材仍有交易机会。

债券策略：整体看，经过 10 月的调整，11 月国债利率或将恢复上行。从外部环境看，特朗普高额关税较难落地，预计月底中美谈判将达成新一轮协议，此前不确定性导致的恐慌情绪将得到缓解。从基本面看，10 月以来，中国港口集装箱仍维持在相对高位，这表明 10 月份出口可能依旧有韧性。同时一些高频指标指向 10 月经济依旧维持平稳。随着双 11 以及财政支出赶进度，宏观基本面仍将延续平稳运行。从股票市场走势看，10 月尽管面临中美贸易摩擦等事件扰动，股票市场表现维持强势，继续创新高。整体看，我们预计 11 月份 10 年期国债收益率将恢复上行趋势走势，10 年期国债收益率短期有望再次上行至 1.9% 附近。

风险提示：政策落地节奏以及效果存在不确定性；房地产投资有待提振；全球经贸风险较大；美国通胀大幅上升

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn
登记编号：S0280520050003

钟 山（分析师）

zhongshan01@cctgsc.com.cn
登记编号：S0280525060002

段雅超（分析师）

duanyachao@cctgsc.com.cn
登记编号：S0280525060001

窦 凯（研究助理）

doukai@cctgsc.com.cn
登记编号：S0280124090001

相关报告

《上证指数创下近十年新高，市场集中度临近历史高位》2025-08-30

《上证指数创 10 年新高，后市怎么看》2025-08-27

《临近筹码密集区，关注中央政治局会议》2025-07-27

《关注 7 月政治局会议，结构性政策依然可期》2025-06-29

《政策预期支撑，二季度市场情绪或修复》2025-06-01



目 录

1、 大类资产回顾及配置策略.....	3
1.1、 市场回顾：中美贸易摩擦升级、二十届四中全会胜利召开，上证指数宽幅震荡.....	3
1.2、 权益大势研判：中美谈判商定有望落地，需密切关注.....	5
1.3、 权益策略：三季报科技、有色业绩向好，四中全会再次确立科技自立自强主线.....	5
1.4、 债券策略：债券利率上行趋势或将延续，操作仍需谨慎.....	6
1.5、 财经日历.....	9
2、 经济基本面.....	10
2.1、 全年完成经济目标压力不大，政策保持定力.....	10
2.2、 美国经济韧性，通胀压力减轻.....	12
3、 微观流动性.....	14

图表目录

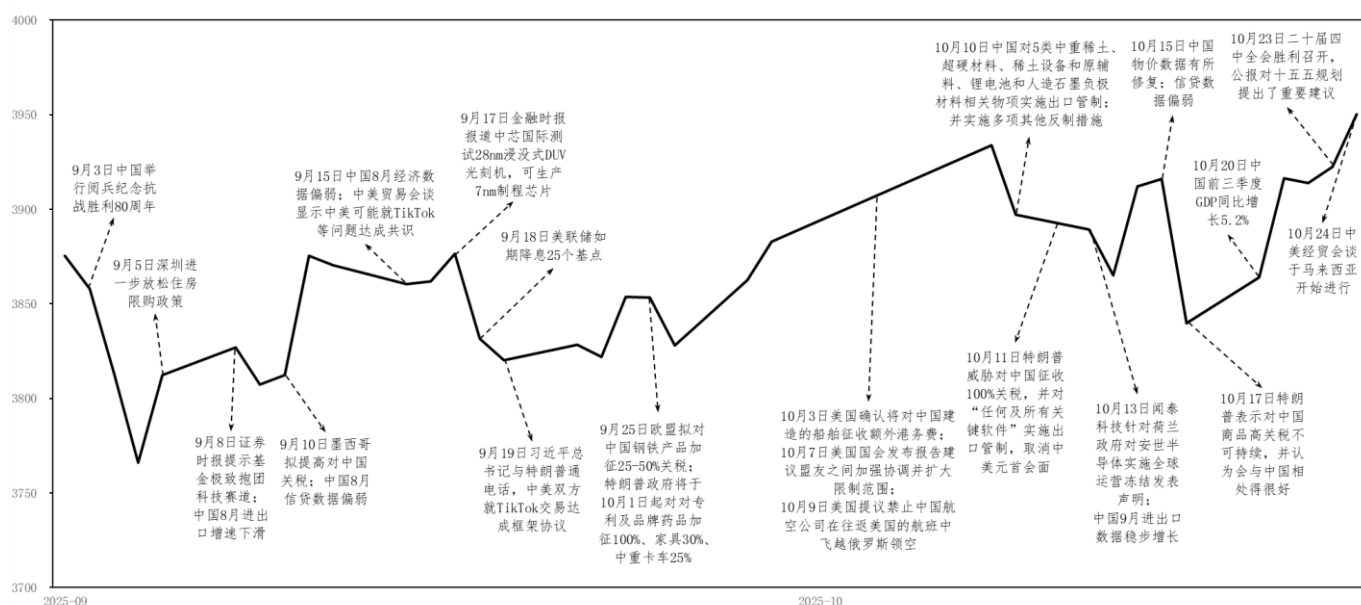
图 1： 10 月中美贸易摩擦升级，外部不确定性上升；党的二十届四中全会胜利召开，强调建设现代化产业体系；基本面偏弱运行，但完成全年目标问题不大，上证指数于 3800-4000 点间震荡.....	3
图 2： 主要宽基指数涨跌不一，上证 50、上证指数领涨.....	4
图 3： 中信一级行业指数涨跌不一，煤炭、银行、石油石化、通信、电力及公用事业领涨.....	4
图 4： 10 月两市日均成交金额为 2.08 万亿元.....	5
图 5： 截至 10 月 23 日，融资融券余额为 2.45 万亿元.....	5
图 6： 10 月，10 年期国债收益率回落至 1.83%附近.....	8
图 7： 10 月以来，高频指标稳中有升.....	8
图 8： 10 月以来，中国港口集装箱吞吐量依旧维持高位.....	8
图 9： 出口拉动下生产好于需求.....	10
图 10： 三季度 GDP 增速基本符合预期.....	11
图 11： 前三季度出口拉动 GDP 同比增长 1.5%.....	11
图 12： 9 月工业生产增速回升.....	11
图 13： 服务业生产平稳.....	11
图 14： 投资增速持续回落.....	11
图 15： 社会消费品零售总额同比增速回落.....	11
图 16： 美国失业率小幅上升.....	12
图 17： 关税对美国通胀的影响低于预期.....	12
图 18： GDPNow 预测三季度美国 GDP 季调环比折年率为 3.9%.....	13
图 19： 市场预期美联储年内再降息 2 次（10 月 25 日）.....	13
图 20： 10 月新基金发行额较 9 月大幅下降，同比大幅下降.....	14
图 21： 混合型基金发行额占比上升，股票型基金、债券型基金发行额占比下降.....	14
图 22： 10 月主要股东资金净流出减少.....	14
表 1： 未来一个月宏观及行业重要事件.....	9

1、大类资产回顾及配置策略

10月，上证综指上涨1.7%，沪深300上涨0.4%，创业板指、科创50分别下跌2.1%、2.2%。债市小幅走强，债券市场整体上涨0.1%，国债收益率分化，1年、5年期国债收益率分别上升10.6bp、1.4bp，10年期国债收益率下降1.2bp。海外港股恒生指数下跌2.6%，美股三大股指普遍上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普500指数分别上涨1.7%、2.4%、1.5%。

1.1、市场回顾：中美贸易摩擦升级、二十届四中全会胜利召开，上证指数宽幅震荡

图1：10月中美贸易摩擦升级，外部不确定性上升；党的二十届四中全会胜利召开，强调建设现代化产业体系；基本面偏弱运行，但完成全年目标问题不大，上证指数于3800-4000点间震荡



资料来源：Wind，中国政府网，新华社，美国商务部，诚通证券研究所

市场回顾：10月以来市场整体宽幅震荡，上证指数整体于3800点-4000点区间震荡。基本面方面，三季度实际GDP同比增速4.8%，符合预期，前三季度GDP同比增长5.2%，全年完成目标压力不大。出口拉动叠加季末效应，工业生产增速回升。9月工业生产增长6.5%，增速高于7、8月的5.7%、5.2%。工业投资稳步增长。9月，固定资产投资累计同比增速从0.5%下降至-0.5%，当月同比增速下降至-7.1%，主要是受房地产投资拖累。以旧换新相关消费增势较好。受中秋节错月等因素影响，9月份社会消费品零售总额同比增长3%，增速较上月回落0.4个百分点。家具、通讯器材消费同比增速均为16.2%，保持在高位。汽车消费同比增长1.6%，增速连续两个月回升。二十届四中全会公报中对短期任务做出部署，强调宏观政策要持续发力、适时加力，并提及深入实施提振消费专项行动。资金面展望较为乐观。DR007处于2018年以来低位，市场短端流动性较为充裕。3月以来两融余额稳步回升，新增开户数自5月以来持续回暖。此外，美国CPI数据低于预期，为美联储降息铺平道路，年内预计仍会降息两次，至少50个百分点，海外流动性较为充裕。

10月以来，外部不确定性整体上升。10月3日，美国确认将自10月14日起对中国拥有、运营或建造的船舶征收多项新费用，并对所有外国建造的汽车运输船征收额外费用。10月7日，美国国会发布报告建议盟友之间加强协调并扩大限制范围。10月9日，美国提议禁止中国航空公司在往返美国的航班中飞越俄罗斯领空。随后我国进行反制。10月10日，中国商务部联合海关总署接连发布多项公告，于11月8日起正式对5类中重稀土、超硬材料、稀土设备和原辅料、锂电池和人造石墨负极材料相关物项实施出口管制；将多家外国实体纳入“不可靠实体清单”；市场监管总局对高通公司展开反垄断调查。稀土出口管制新规首次引入了类似于美国“外国直接产品规则”（FDPR）的机制，要求跨国公司销售的商品中，如果含有的中国稀土矿产占产品价值的0.1%或以上，其出口则需要获得我国政府的许可。这一新规较以往更加严格，特朗普也借机威胁全面提高关税，10月11日在社交媒体上宣布将自11月1日起对中国的所有产品征收100%的关税，同步对“任何及所有关键软件”实施出口管制，并威胁取消APEC会议期间的中美领导人会谈。10月14日，为反制美国对中国采取海事、物流和造船业301调查措施，中国对韩华海洋株式会社5家美国相关子公司采取反制措施。10月17日，局势整体有所缓和，特朗普表示对中国商品高关税不可持续，并认为会与中国相处得很好。10月24日，中美新一轮经贸谈判在马来西亚吉隆坡举行。

政策方面，党的二十届四中全会胜利召开，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》。全会定调“十五五”期间将“制造强国”置于更加关键、突出的战略位置，要建设现代化产业体系。全会提出，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国，保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系。消费方面，公报提出，建设强大国内市场，加快构建新发展格局。要大力提振消费，扩大有效投资，坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点。

行业方面，中信一级行业指数涨跌不一，其中煤炭、银行、石油石化、通信、电力及公用事业板块表现突出，领涨市场。具体来看，煤炭板块主要受益于反内卷，限产核查或持续至年底，市场预期动力煤价格上行；银行板块受到市场资金避险需求推动，整体涨幅居前。与此同时，从风格来看，价值股受益于市场风险偏好下滑，领涨市场，成长风格整体表现居后。

图2：主要宽基指数涨跌不一，上证50、上证指数领涨

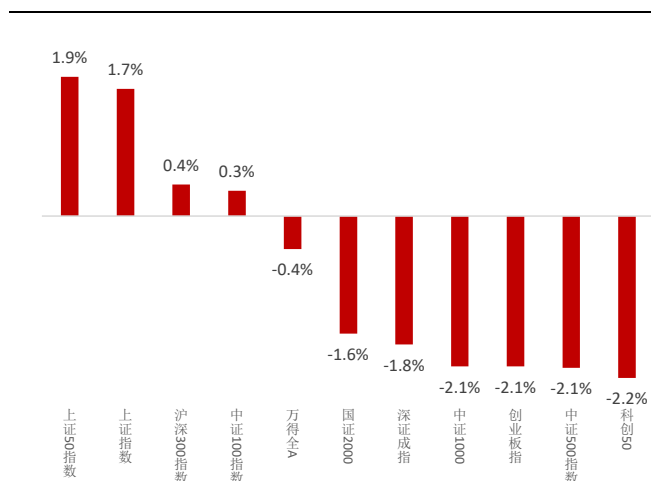
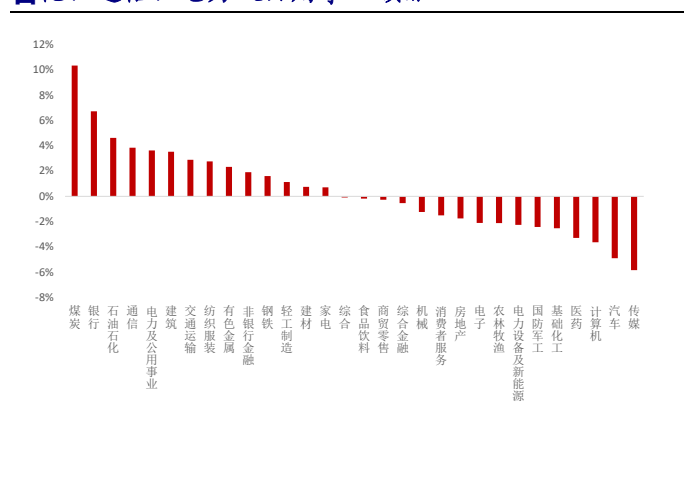


图3：中信一级行业指数涨跌不一，煤炭、银行、石油石化、通信、电力及公用事业领涨

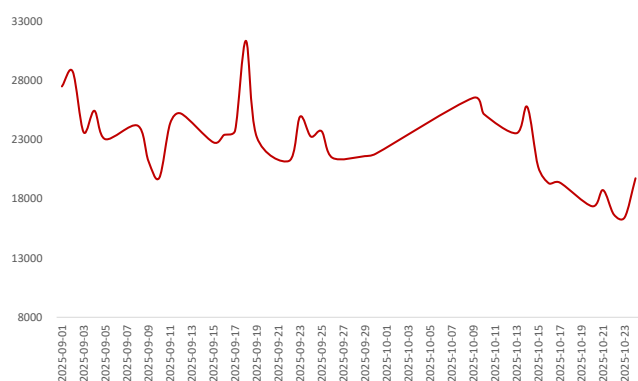


资料来源：Wind，诚通证券研究所

资料来源：Wind，诚通证券研究所

资金面来看，10月两市日均成交金额为2.08万亿元，10月以来市场整体交投仍保持高位，整体小幅缩量，较9月的2.39万亿元下降13.0%。截至10月23日，融资融券余额为2.45万亿元，整体较9月继续上升。

图4： 10月两市日均成交金额为2.08万亿元



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图5： 截至10月23日，融资融券余额为2.45万亿元



资料来源：Wind，诚通证券研究所

债市小幅走强，债券市场整体上涨0.1%，国债收益率分化，1年、5年期国债收益率分别上升10.6bp、1.4bp，10年期国债收益率下降1.2bp。海外港股恒生指数下跌2.6%，美股三大股指普遍上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普500指数分别上涨1.7%、2.4%、1.5%。海外港股恒生指数下跌2.6%，美股三大股指普遍上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普500指数分别上涨1.7%、2.4%、1.5%。

1.2、权益大势研判：中美谈判商定有望落地，需密切关注

中美吉隆坡磋商开启，临近11月1日，中美谈判商定有望落地。特朗普表态反复，对股市有所影响，从最新进展来看，中美两国经贸团队在马来西亚吉隆坡开始举行中美经贸磋商，特朗普表态中美APEC峰会元首不会见面，但贸易协定有望达成。随着中美谈判有望阶段性达成协议、10月底三季报披露期结束，科技、有色等主线年内仍有业绩兑现与事件驱动，资金面惯性驱动下，11月有望带动指数继续上行。

1.3、权益策略：三季报科技、有色业绩向好，四中全会再次确立科技自立自强主线

三季报科技、有色业绩向好，四中全会再次确立科技自立自强主线。高景气首推电池上游材料，供给受限涨价的有色、煤炭，其次关注业绩兑现、估值修复的风电零部件。CPO、PCB业绩再次上修，人工智能产业链有望再次开启升势。

四中全会在行业层面的积极表态主要集中在航天、新能源及军工板块，短期政策反馈的催化期已过，中长期可以持续跟踪。政策角度，内循环仍是未来五年最主要抓手，地产以高质量发展为主，人口方面生育抚育政策将持续推出。航天

考虑到全球抢占卫星轨道、2026 年中美先后探月，作为题材仍有交易机会。

科技：继续推荐存储产业链，建议关注存储模组、侧封、零部件标的，CPO、PCB 业绩中枢上移，关注产业链及上游激光设备机会。目前海外美股核心标的持续上涨，对国内相关标的利好映射仍在。本轮半导体周期中，三星、SK 海力士、美光三大存储领域寡头在 2022 年、2023 年行业下行周期缩减资本开支，2024 年资本开支转向“利润优先”，将先进制程产能集中投向高附加值产品。在 AI 驱动及近期半导体下游手机等数据向好情况下，存储产品结构性倾斜导致高端 HBM 与 DDR5 供不应求，中低端 DDR4 因减产速度超过需求下降速度，出现供需错配。板块持续性取决于库存与新增产能投放，预计板块持续性较强，存储模组自 9 月下旬推荐以来存储模组最强标的已上涨 3 倍，建议关注存储产业链上侧封、零部件标的估值提升的机会。CPO 板块上周有所催化，英伟达 2026 年 1.6T 产品出货量预期提升 30%，作为主要供应商业绩指引进一步打开。三季报向好、估值合理的 PCB 上游激光设备龙头，业绩连续三个季度环比回升，PEG 小于 1，具有较强性价比。

储能及电池材料：下游储能需求旺盛，上游电池材料供需偏紧。9 月国内储能装机同环比双增，持续看好国内独立储能经济性提升带来的需求高景气。Q3 国内外储能需求共振，多家头部电池厂生产线处于满产的状态。上游材料，六氟磷酸锂自推荐以来散单报价从 9 月底的 5.8 万每吨跳涨至 10 月 23 日的 9.5 万，考虑高排产、低库存、新增产能投放在 26 年 H2，仍做主要推荐。

风电：“十五五”时期维持高增、风电装机进入旺季、三季报业绩有望向好。上周风能展发布《风能北京宣言 2.0》，“十五五”国内风电年新增装机不低于 120GW（其中海风不低于 15GW），“十五五”目标相比均实现翻倍以上增长。目前风电项目开工步入旺季，产业链出货交付有望持续加速，海缆、管桩、零部件等环节有望迎来业绩全面释放，Q3 产业链大部分企业业绩有望高增。

有色：美国通胀数据低于预期、年内仍在降息周期，叠加供给偏紧，涨价有望持续，关注贵金属、铜铝锡。9 月美国通胀数据低于预期，降息预期升温。年内仍在降息周期内，继续看好贵金属，及供给受限的铝、铜、锡，期货价格有望维持升势。铜 10 月以来海外矿山部分停产，铝上周海外世纪铝业冰岛铝厂，因电气设备故障减产约 21 万吨，占全球比例 0.3%，复产时间待定，国内电解铝产能天花板较为确定。锡方面，10 月主要供应国印尼宣布关闭邦加-勿里洞 1000 座非法锡矿走私通道，八成渠道已被封堵。全球锡供给显著收紧，稀缺性凸显，锡焊料下游 PCB 维持高景气。目前沪锡去库速度强于往年，价格有望维持景气。

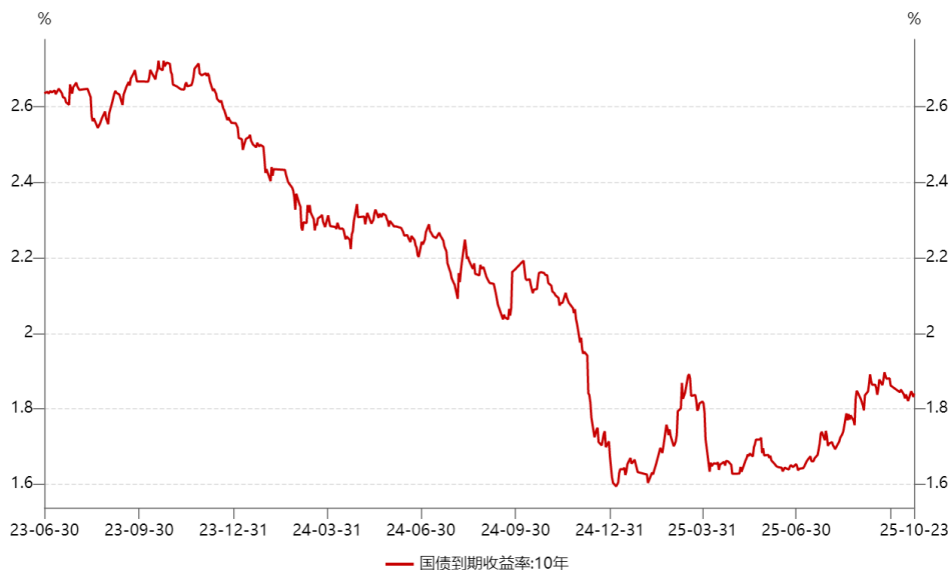
煤炭：动力煤涨价开启，供给受超产核查影响，景气度年内有望持续，建议继续关注动力煤、焦煤。截至 10 月 25 日，动力煤月度涨价 6.9%。煤炭日耗情况来看，采暖旺季来临，日耗量高于往年水平，季节性拐点启动早于往年 2 周左右。重点电厂日耗量 484 万吨，远高于近三年平均 411 万吨水平。动力煤重点电厂库存天数 24.3 天，而 2022-2024 年同期平均 27 天。

1.4、债券策略：债券利率上行趋势或将延续，操作仍需谨慎

上月的月报中我们认为，宏观基本面仍将延续平稳向好运行，股票市场表现维持强势，高位震荡。即使短期调整，对情绪影响可能也并不大，反而可能加速资金从债券市场流出。10 月份 10 年期国债收益率上行趋势仍将延续。

从实际经济运行以及股票市场走势看，基本上符合我们之前的预期。不过受

特朗普威胁对华加征关税高额关税的影响，10年期国债收益率由9月末的1.86%最低跌至1.83%附近，调整幅度相对于4月而言较小。这主要由于市场认为这仍将是一次“TACO交易”。

图6： 10月，10年期国债收益率回落至1.83%附近

资料来源：Wind，诚通证券研究所

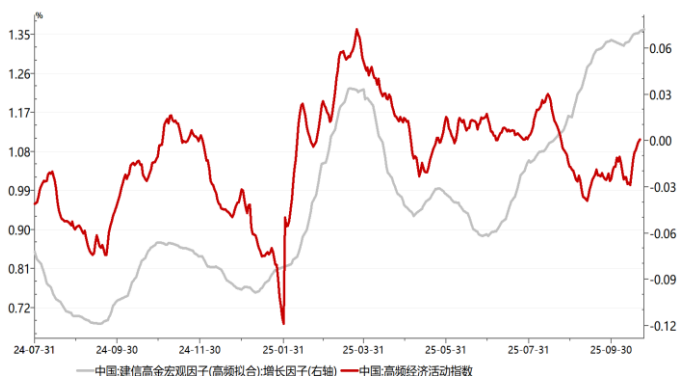
那么11月份国债收益率将怎么走？整体看，经过10月的调整，国债利率或将恢复上行。

从外部环境看，特朗普高额关税较难落地，预计月底中美谈判将达成新一轮协议，此前不确定性导致的恐慌情绪将得到缓解。

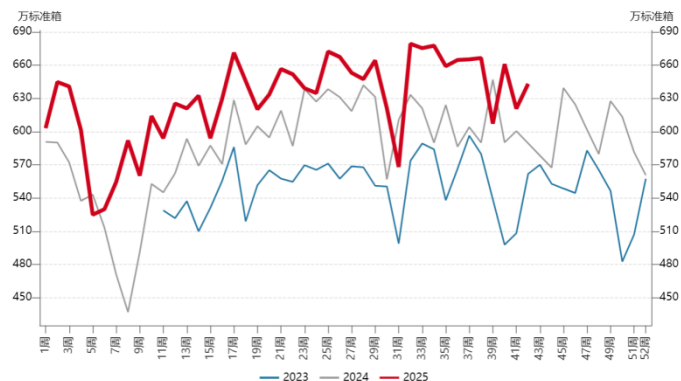
从基本面看，10月以来，中国港口集装箱仍维持在相对高位，这表明10月份出口可能依旧有韧性。同时一些高频指标指向10月经济依旧维持平稳。随着双11、以及财政支出赶进度，宏观基本面仍将延续平稳运行。

从股票市场走势看，10月尽管面临中美贸易摩擦等事件扰动，股票市场表现维持强势，继续创新高。

整体看，我们预计11月份10年期国债收益率将恢复上行趋势走势，10年期国债收益率短期有望再次上行至1.9%附近。

图7： 10月以来，高频指标稳中有升

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图8： 10月以来，中国港口集装箱吞吐量依旧维持高位

资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.5、财经日历

11月，国内需重点关注经济基本面动能是否继续减弱。三季度实际GDP同比增速4.8%，符合预期，前三季度实际GDP同比增速5.2%。四季度实际GDP同比增速达到4.6%，全年实际GDP增速可实现5%。四季度实际GDP同比增速达到3.6%以上，可实现全年实际GDP增速在4.75%以上，即在5%左右，全年完成目标压力不大。当前，外部不稳定不确定性因素依然较多，世界经贸增长面临重大挑战，国内一些领域结构性矛盾还在显现。二十届四中全会公报强调宏观政策要持续发力、适时加力，并提及深入实施提振消费专项行动，政策窗口仍然较多，需持续关注。

海外需重点关注美联储利率决议。美国9月CPI不及预期，同比增速从2.9%上升至3.0%，主要是能源价格拉动。服务价格拖累下，核心CPI同比增速从3.1%下降至3.0%。其中，核心商品CPI同比增速1.5%，持平前置；核心服务（不含住房）CPI同比增速从4%下降至3.7%；住房CPI同比增速3.6%，持平前值。美国物价数据降温，为美联储降息铺平道路，目前市场仍预期年内降息2次，共50bp，需持续关注。

表1：未来一个月宏观及行业重要事件

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
10.27	10.28	10.29	10.30	10.31	11.1	11.2
中国9月工业企业利润数据			美联储10月利率决议	中国10月官方制造业PMI 美国9月PCE物价指数		
中美马来西亚经贸会谈						
11.3	11.4	11.5	11.6	11.7	11.8	11.9
美国10月ISM制造业PMI				中国10月进出口数据 美国10月就业数据		中国10月通胀数据
11.10	11.11	11.12	11.13	11.14	11.15	11.16
		中国10月金融数据	美国10月通胀数据	中国10月经济运行数据		
11.17	11.18	11.19	11.20	11.21	11.22	11.23
			中国11月LPR			
11.24	11.25	11.26	11.27	11.28	11.29	11.30
		美国10月PCE物价指数	中国10月工业企业利润率			中国11月官方制造业PMI

资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、经济基本面

2.1、全年完成经济目标压力不大，政策保持定力

全年完成目标压力不大，新增刺激政策的急迫性不强。三季度实际 GDP 同比增速 4.8%，符合预期，前三季度实际 GDP 同比增速 5.2%。四季度实际 GDP 同比增速达到 4.6%，全年实际 GDP 增速可实现 5%。四季度实际 GDP 同比增速达到 3.6% 以上，可实现全年实际 GDP 增速在 4.75% 以上，即在 5% 左右。

10 月，内需、生产同比增速继续走弱。从高频数据看，需求端，港口集装箱吞吐量整体仍高于上年同期，同比增速从上月的 6.7% 上升至 8.8%，出口或仍较稳健。水泥发运率同比增速从 13.1% 下降至 1.6%，沥青开工率同比增速从 32% 下降至 22%。房地产销售再次降温，30 大中城市商品房日均成交面积同比增速由 6.7% 下降至 -35%。10 月 1-19 日，全国乘用车市场零售 112.8 万辆，同比去年 10 月同期下降 6%。

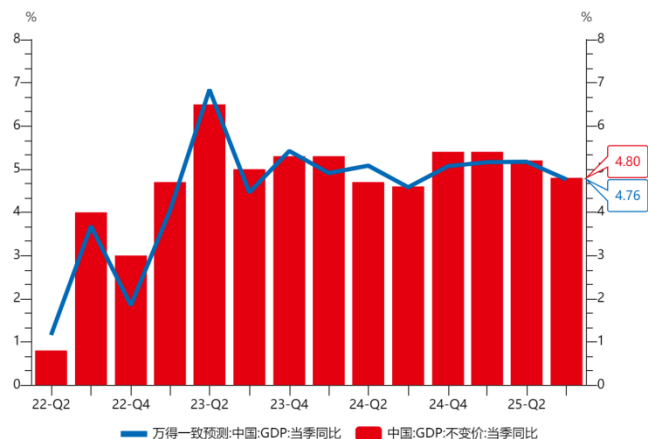
生产端，钢铁产业链生产同比下滑，高炉开工率、粗钢产量同比增速分别从 6.7%、-3% 下降至 4%、-5.5%。汽车轮胎开工率同比增速从 0 下降至 -8.3%。PTA 开工率同比降幅基本持平上个月。

预计 11 月经济压力仍较大。截至 10 月 24 日，10 月政府债券净融资 5281 亿元，同比少融资约 4000 亿元，预计社融同比增速继续回落。4 月特别国债才开始发行，之前的“两重”“两新”资金可能是通过中央预算稳定调节基金等渠道获得的，后续特别国债发行需要弥补这部分资金，这也会制约经济发展。前三季度实际 GDP 季调环比增速分别为 1.2%、1%、1.1%，假设四季度 GDP 季调环比增速为 1.1%，那么同比增速为 4.4%，全年增速接近 5%。

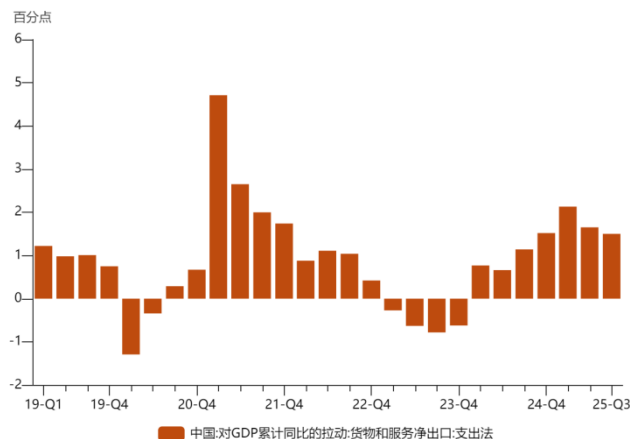
图9： 出口拉动下生产好于需求

一级指标	二级指标	三级指标	预期差/9月预期值	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12
增长动力	GDP	GDP: 当季同比(%)	4.76	4.8	--	--	5.2	--	--	5.4	--	--	5.4
	消费	社会消费品零售: 当月同比(%)	3.1	3.0	3.4	3.7	4.8	6.4	5.1	5.9	4.0	--	3.7
		固定资产投资: 累计同比(%)	0.0	-0.5	0.5	1.6	2.8	3.7	4.0	4.2	4.1	--	3.2
	投资	——房地产	-13.4	-13.9	-12.9	-12.0	-11.2	-10.7	-10.3	-9.9	-9.8	--	-10.6
		——采矿业	--	3.7	3.0	3.0	3.4	5.8	6.3	5.6	4.7	--	10.5
		——制造业	4.7	4.0	5.1	6.2	7.5	8.5	8.8	9.1	9.0	--	9.2
		——基建	3.3	3.3	5.4	7.3	8.9	10.4	10.9	11.5	10.0	--	9.2
	房地产	商品房销售面积: 累计同比(%)	--	-5.5	-4.7	-4.0	-3.5	-2.9	-2.8	-3.0	-5.1	--	-12.9
		房屋新开工面积: 累计同比 (%)	--	-18.9	-19.5	-19.4	-20.0	-22.8	-23.8	-24.4	-29.6	--	-23.0
		70城二手住宅价格: 当月同比 (%)	--	-5.2	-5.5	-5.9	-6.1	-6.3	-6.8	-7.3	-7.5	-7.8	-8.1
		土地购置费: 累计同比 (%)	--	0.0	-10.2	-8.9	-7.0	-7.1	-5.9	-4.5	-0.3	--	-8.7
	对外贸易	进口: 当月同比(%)	1.5	7.4	1.2	4.1	1.1	-3.4	-0.3	-4.3	1.6	-16.3	0.8
		出口: 当月同比(%)	5.9	8.3	4.3	7.1	5.8	4.7	8.0	12.2	-3.1	5.9	10.7
		贸易差额(亿美元)	964.2	904.5	1022.6	979.2	1144.1	1028.9	959.3	1020.2	311.6	1380.4	1051.8
经济运行	生产	工业增加值: 当月同比(%)	5.2	6.5	5.2	5.7	6.8	5.8	6.1	7.7	5.9	--	6.2
	景气度	PMI(%)	49.6	49.8	49.4	49.3	49.7	49.5	49.0	50.5	50.2	49.1	50.1
	就业	失业率(%)	5.3	5.2	5.3	5.2	5.0	5.0	5.1	5.2	5.4	5.2	5.1
	价格	CPI(%)	-0.15	-0.30	-0.40	0.00	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.70	0.50	0.10
		PPI(%)	-2.40	-2.30	-2.90	-3.60	-3.60	-3.30	-2.70	-2.50	-2.20	-2.30	-2.30
	金融信贷	人民币贷款: 新增 (亿元)	13900	12900	5900	-500	22400	6200	2800	36400	10100	51300	9900
金融信贷	信贷融资	人民币贷款余额: 同比 (%)	6.7	6.6	6.8	6.9	7.1	7.1	7.2	7.4	7.3	7.5	7.6
		社融存量: 同比 (%)	8.6	8.7	8.8	9.0	8.9	8.7	8.7	8.4	8.2	8.0	8.0
	货币供应	M2: 同比(%)	8.5	8.4	8.8	8.8	8.3	7.9	8.0	7.0	7.0	7.0	7.3

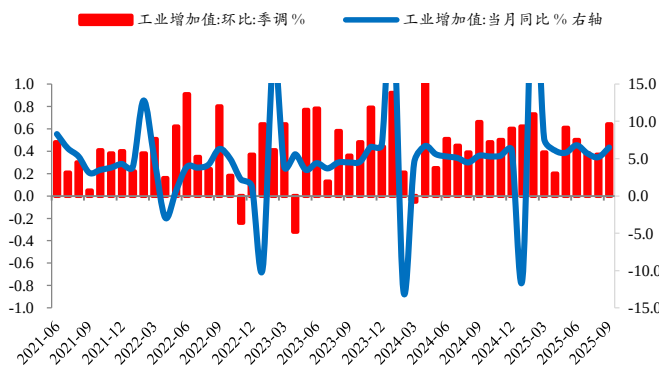
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图10: 三季度 GDP 增速基本符合预期

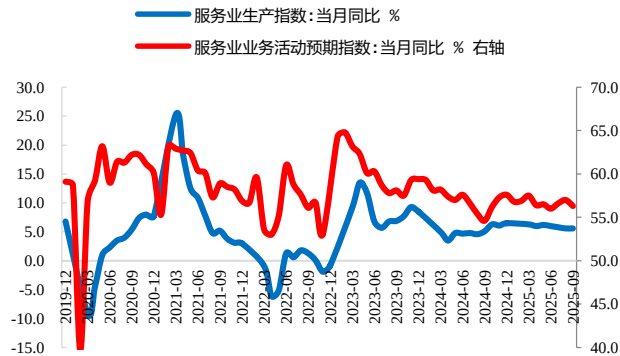
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图11: 前三季度出口拉动 GDP 同比增长 1.5%

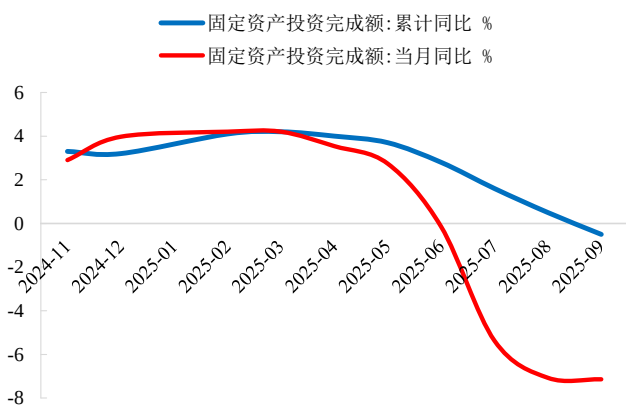
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图12: 9月工业生产增速回升

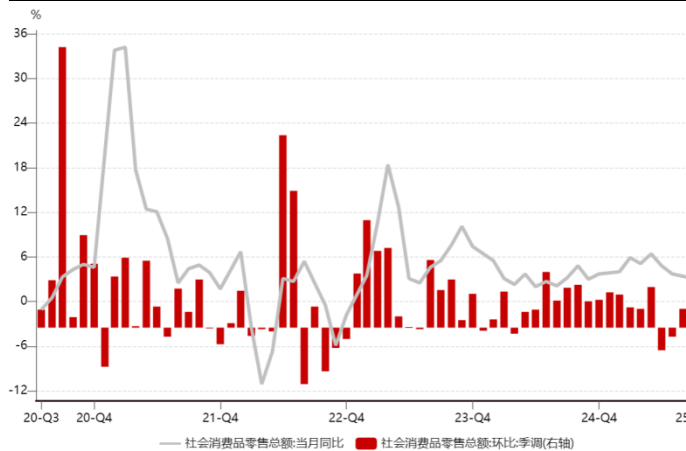
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图13: 服务业生产平稳

资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图14: 投资增速持续回落

资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图15: 社会消费品零售总额同比增速回落

资料来源: Wind, 诚通证券研究所

2.2、美国经济韧性，通胀压力减轻

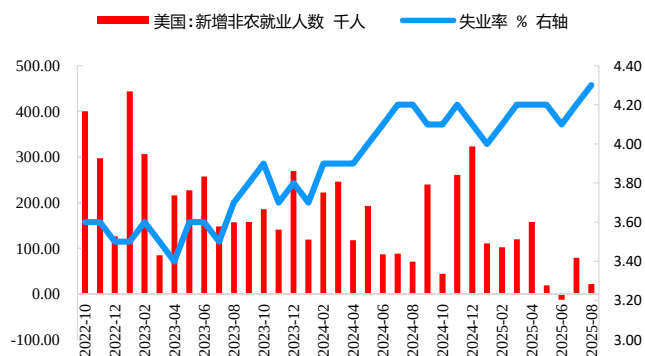
美国经济韧性仍较强，10月Markit制造业PMI初值52.2%，前值52%；服务业PMI初值55.2%，前值54.2%。10月17日，GDPNow预测三季度实际GDP环比折年率为3.9%。10月1日起，时隔七年美国政府再次“关门”，“关门”本身对美国经济的影響不大，每“关门”一周约影响GDP 0.1个百分点。但当前劳动市场风险不断加大，政府关门将影响美国政府部门就业。

从结构性因素看，在人工智能等新技术的拉动下，美国潜在经济增速或回升至2.3%附近。从周期性因素看，美国财政赤字率仍在6%以上，这会通过财政支出、雇佣、转移支付、金融等多种渠道稳定经济。从短期金融条件来看，美联储降息后，金融条件将继续改善，进而支撑美国经济。

美国通胀压力减轻。关税对物价传导缓慢，9月CPI数据不及预期。CPI同比增速从2.9%上升至3%，主要是能源价格拉动。服务价格拖累下，核心CPI同比增速从3.1%下降至3%。其中，核心商品CPI同比增速1.5%，持平前值；核心服务（不含住房）CPI同比增速从4%下降至3.7%；住房CPI同比增速3.6%，持平前值。

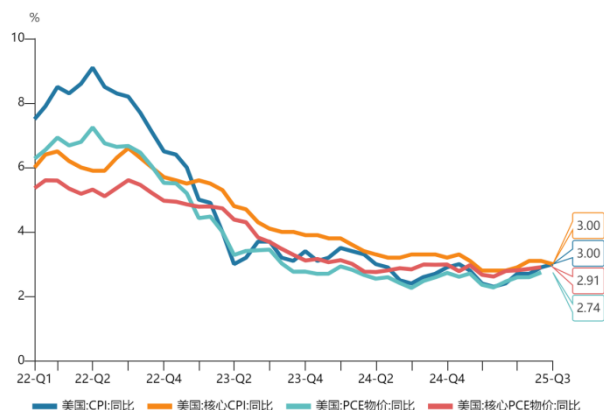
市场预期年内还将降息2次，10月基本确定降息。不过，关税对物价的影响仍存在不确定性，通胀拐点可能尚未到来。美国10月密歇根大学1年通胀预期4.6%，仍处于高位。

图16：美国失业率小幅上升



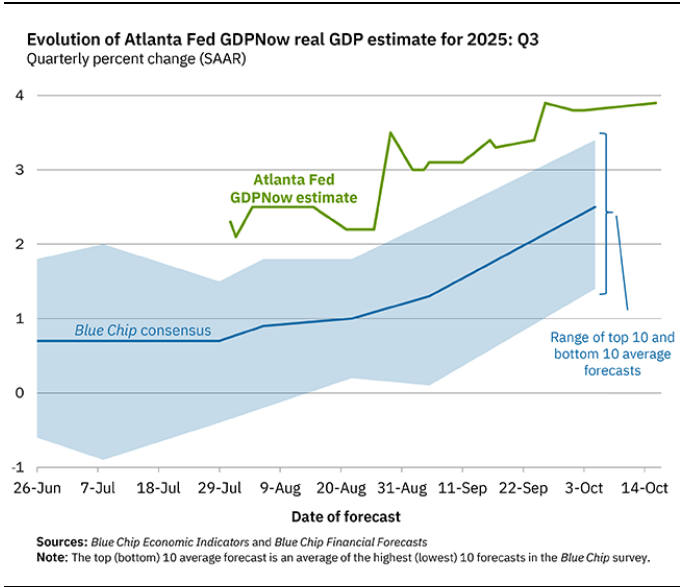
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图17：关税对美国通胀的影响低于预期



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图18: GDPNow 预测三季度美国 GDP 季调环比折年率为 3.9%



资料来源: Atlanta Fed, 诚通证券研究所

图19: 市场预期美联储年内再降息 2 次 (10 月 25 日)

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	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%

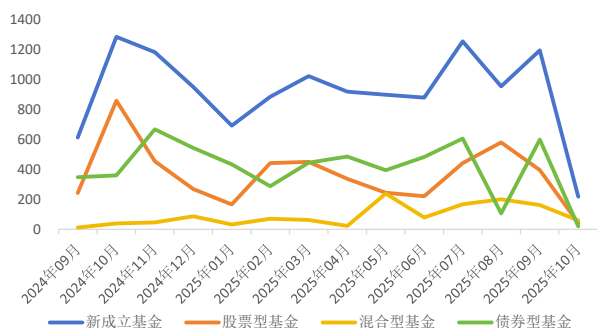
资料来源: CME Fedwatch, 诚通证券研究所

3、微观流动性

10月新基金发行减少，权益类基金发行减少，主要股东资金净流出减少。

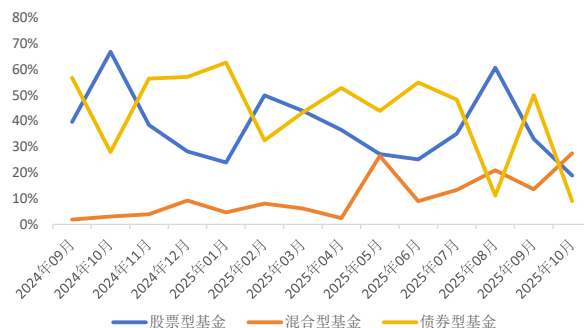
(1) 基金：10月新基金发行减少，权益类基金发行减少。截至10月25日，共有132只新基金宣告成立，募集总规模约218.0亿元，较去年同期减少1069.2亿元。从新基金类型来看，包括68只股票型基金，募集规模合计为41.2亿元，较去年同期减少819.5亿元；35只混合型基金，募集规模合计为60.1亿元，较去年同期增加21.5亿元；35只债券型基金，募集规模合计为19.5亿元，较去年同期减少340.8亿元。相对去年同期而言，混合型基金发行规模上升，股票型基金、债券型基金发行规模下降。

图20：10月新基金发行额较9月大幅下降，同比大幅下降



资料来源：Wind，诚通证券研究所

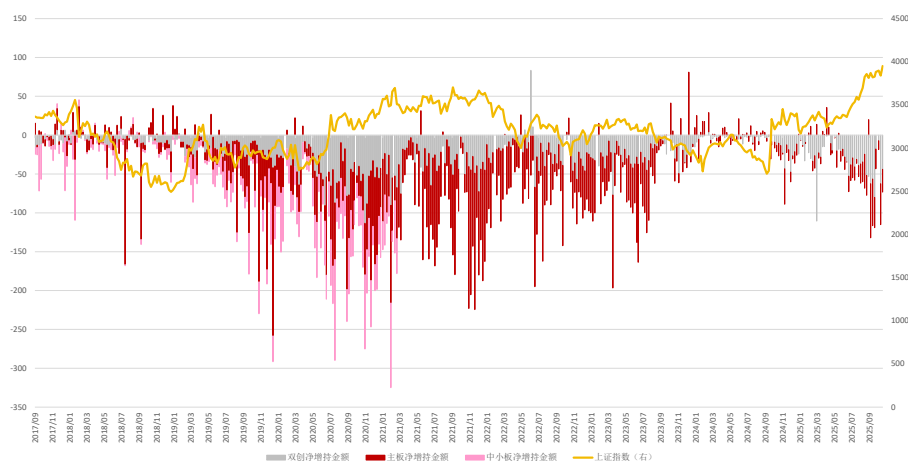
图21：混合型基金发行额占比上升，股票型基金、债券型基金发行额占比下降



资料来源：Wind，诚通证券研究所

(2) 主要股东资金：净流出减少。截至10月25日，10月主要股东资金净流出221.4亿元，9月净流出531.0亿元，8月净流出345.9亿元。

图22：10月主要股东资金净流出减少



资料来源：Wind，诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020