

中国银行个人金融全球资产配置策略季报

2025年4季度

目 录

摘要	1
第一部分 前三季度市场表现及策略回顾	2
(一) 前三季度市场表现	2
(二) 前三季度投资策略回顾与组合表现	14
第二部分 四季度全球及中国经济展望	21
(一) 全球经济：在宽货币宽财政环境中不确定因素交织	21
(二) 中国经济：乱云飞渡仍从容，短期压力不改长期优势	27
第三部分 四季度大类资产观点	36
(一) 全球股市：美联储推进降息周期，流动性宽松共振来临	36
(二) 全球债市：美债保持上涨态势，中债牛市尾部徘徊	45
(三) 外汇市场：美元弱势整理，非美区间波动，人民币或稳中有升	47
(四) 商品市场：黄金仍在主升浪中，商品延续分化格局	49
第四部分 四季度资产配置策略	53
(一) 四季度大类资产配置策略	53
(二) 四季度资产配置策略一览表	55
第五部分 四季度策略建议	56
(一) 近几年针对重大事件对战略资产配置影响提出的重要提示	56
(二) 四季度投资者资产配置的机会与风险	57
免责声明	60



投资策略专题 | 资本市场
2025 年 10 月 20 日

本期执笔：
文晓波 肖 敏 余 超
柳映堤 洪郑冲 刘 畅
张 健 孟凡强
苏康苗、林永康、李品章、田
泽尚等对本报告亦有贡献

联系人：文晓波
联系电话：010-66592240

摘 要

行至三季度，全球“经济冷，资产热”的现象依然突出。权益方面，全球降息持续推进，权益市场整体走强。“东升西荡”叙事逻辑强化，中国 A 股、港股三季度“携手走强”。全球经济整体偏弱，债市美强中弱、结构分化。汇率方面，美元弱势震荡，人民币稳中有升。黄金在主升浪中加速上行，屡创历史新高；商品走势分化，呈现铜铝强、原油弱的格局。

展望四季度，全球经济在宽货币、宽财政环境中，仍面临诸多不确定因素。美联储在“就业”和“通胀”的两难抉择中或将继续推进降息，美国政府“停摆”背后蕴含的财政困局提升“滞胀”隐忧。欧央行降息接近尾声，在以宽财政促经济的道路上，主要经济体债务压力成为阻拦。中国经济方面，四季度“三驾马车”动能趋缓，政策或将托而不举，但随时在线应对内外部超预期事件，“十五五”期间着力推动高质量发展，关注科创、内需、投资于人等主题。权益方面，降息带来的流动性宽松共振利好全球股市。美国 AI 资本投入初露泡沫化迹象，顺势而为但需警惕风险；A 股牛市氛围已经形成，慢牛进入关键阶段，港股或将继续震荡上行。债市方面，美债上涨态势可延续，国内宽松政策支撑债市牛尾，股债跷跷板效应下债市弱势难改。外汇方面，美元弱势整理，非美区间波动，人民币或稳中有升。黄金仍在主升浪中，商品延续分化格局。

我行维持在《2025 中国银行个人金融全球资产配置白皮书》（以下简称“白皮书”）中的主要观点，并根据市场发展变化，在本次季度报告中对年度策略进行部分修正，提示投资机会与风险，并对投资者组合方案提出优化建议，配合周报使用效果更佳。

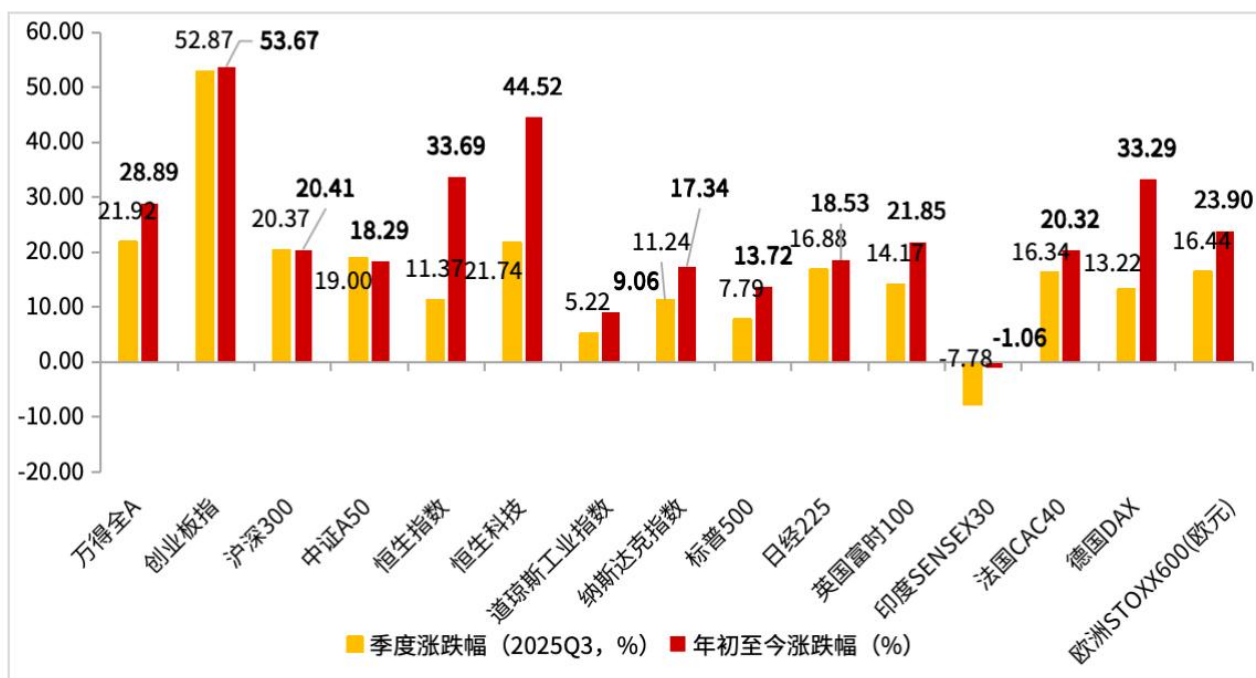
第一部分 前三季度市场表现及策略回顾

（一）前三季度市场表现

行至三季度，全球经济发展与资产表现愈发凸显出“经济冷，资产热”的特征。全球经济因关税博弈、地缘冲突、政局动荡、内生发展动力不足等因素而增速趋缓，但全球股市、黄金、债市却呈现出另一番景象，美欧日多国股市指数及国际黄金、白银等大宗商品价格迭创历史新高，中国主要股市也刷新阶段高位，基本验证了白皮书中“美元降息周期持续推进，全球资产沐光而行”的核心观点。全球资产在降息周期带来的流动性利好下，克服美国“对等关税”等系列冲击带来的预期紊乱，走出上涨行情。

1、全球主要股市：全球降息持续推进，全球权益整体走强

图 1:2025 年三季度及年初至今全球股市涨跌幅（以美元计价，%）



数据来源：Wind

2025 年前三季度，左右全球股市走势的两方力量分别是流动性宽松利好和“对等关税”利空，从前三季度权益资产表现看，流动性宽松利好“占据上风”，得益于全球主要央行持续推进降息，全球股市整体走强。前三季度表现居前的是中国创业板、中国香港股市（恒生科技和恒生指数）及德国股指，以美元计价的中国创业板指、恒生科技指数、恒生指数和德国 DAX 指数年初至今分别上涨 53.67%、44.52%、33.69%和 33.29%，美国道琼斯指数和印度 SENSEX30 指数表现居于末位，道琼斯工业指数年初至今涨幅 9.06%，印度 SENSEX30 指数则下跌 1.06%。从结构上观察，美国股市略弱于其他股市（汇率调整后涨幅），原因在于美元指数走弱侵蚀了美股的收益，而印度经济本身的脆弱性使其难以抵抗关税战冲击，印度股市成为 2025 年前三季度唯一录得负增长的主要市场，但其以本币计价年初至今涨幅为 2.72%，全球股市的走势验证了我们对全球股市上涨的判断。

(1) 流动性共振支撑整体走强，关税博弈曾带来短暂冲击

过去两年一直大涨的美国股市在惯性上涨后于 2025 年一季度出现回落，美国纳斯达克、标普 500 指数一季度分别下跌 10.42%、4.59%，并分别从年内高点回落 13.68%和 8.45%。日本股市保持了与美股的同步性，在一季度同样下跌，日经 225 指数季度跌幅达到 10.72%，在主要经济体股市中表现最差。与此同时，欧洲和中国股市在一季度保持上涨，恒生指数、万得全 A、法国 CAC40、德国 DAX、英国富时 100 指数季度分别上涨 15.25%、1.9%、5.55%、11.32%和 5.01%，均与美国股市的下跌形成鲜明对比。值得一提的是港股成为一季度全球表现最好的权益资产，恒生科技指数季度上涨 20.74%为主要经济体股市中涨幅最大，

验证了我们在 2025 年白皮书中的研判。

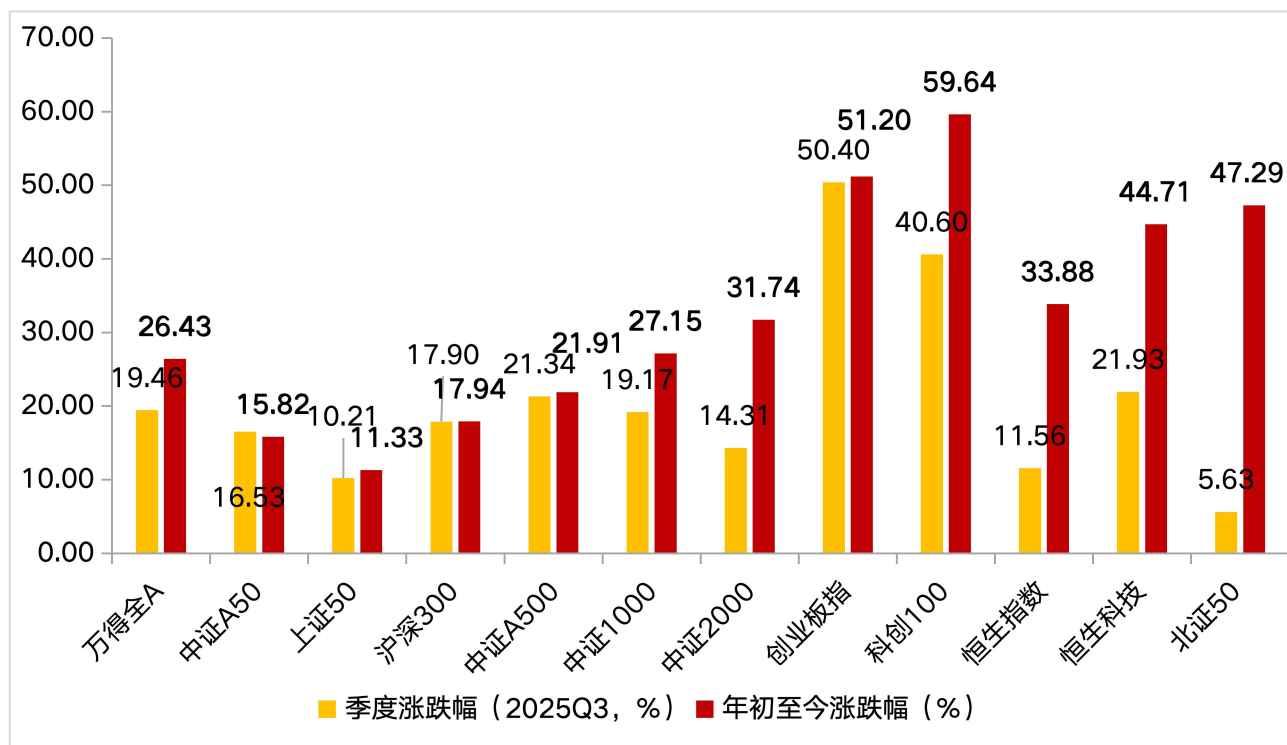
2025 年二季度，多数经济体股市呈现“V 型”走势，尤其美股最为突出，TACO（Trump Always Chickens Out，特朗普总是临阵退缩）交易支撑美股，美股二季度大幅上涨，纳斯达克、标普 500 指数分别大涨 20.19%和 14%，与日经 225（17.23%）一道成为二季度以美元计价表现前三的指数，中美股市在彼此就关税达成谅解备忘录之后双双创出年内新高。其他经济体股市在经受美国“对等关税”冲击之后，跟随美股反弹，德国 DAX、英国富时 100 指数，印度 SENSEX30 指数季度分别上涨 17.77%、8.71%和 8.26%（以美元计价）。欧洲股市的持续走强，一是因为欧洲货币政策相对美联储更为宽松，保持了既定的降息节奏。二是在美欧安全脱钩的预期下，欧洲打破财政约束扩大财政支出，欧盟“重新武装欧洲计划”加大安全领域投资，引发欧洲经济复苏预期并带动军工和制造业的相关板块走强。三是美国例外论遭遇质疑，美元指数大幅下跌，全球资金流入欧洲或其他非美地区，支撑了当地的股市走强。

2025 年三季度，上半年落后的中美股市走出补涨行情，A 股更是接力港股，成为三季度全球最牛的市场。印度股市是三季度全球主要市场中唯一录得跌幅的，或许是美印关税战冲击的直接结果。如果从国家和地区股市整体表现来观察，港股还是全球表现最好的市场，恒生指数前三季度上涨 33.69%，而万得全 A 仅上涨 28.89%（以美元计价）。港股继一季度领涨之后，前三季度继续保持领先优势，不断验证我们在 2025 年白皮书中的研判。如果从结构观察，全球科技类指数无疑是最大的赢家，恒生科技涨幅 44.52%超过恒生指数；科创板指涨幅 53.67%超过万得全 A；美国纳斯达克涨幅 17.34%超过标普 500 的 13.72%

和道琼斯指数的 9.06%。这符合降息周期中科技板块弹性更大的历史规律，也有近几年 AI 革命性创新的推波助澜。

(2) A 股步入技术牛市，科技及港股引领上涨

图 2:2025 年三季度及年初至今国内主要股指涨跌幅 (%)



数据来源：Wind

今年前三季度，中国股市整体呈“N”型走势，第一波上涨行情为年初的春季躁动行情（1月13日-3月21日），期间万得全A上涨10.42%。随后在美国“对等关税”落地的前两周（3月21日-4月7日），A股进入调整阶段，期间万得全A下跌12.96%，基本回吐一季度全部涨幅，跟随全球资产进行了一次集中的风险释放。年内第二波上涨是在美国“对等关税”消息落地后，政策维稳同时中美谈判达成重要共识并签署备忘录，A股启动慢牛行情，4月8日至9月30日期间，万得全A上涨37.18%，涨幅超过20%，带领A股进入技术牛市。

运行特征方面，**特征之一是港股表现明显强于 A 股**。前三季度恒生指数上涨 33.88%（以本币计），在全球主要经济体中表现最好，同期万得全 A 上涨 26.43%（以本币计）。港股在一季度率先发力并持续领先 A 股，前三季度显著跑赢 A 股，验证了在全球“东升西荡”格局中，中国科技及多个领域出现 DeepSeek 时刻引致对中国资产价值的再评估，全球资金再平衡回流至港股的结论。**特征之二是微盘和中小盘股票显著跑赢大盘价值股**，以本币计，北证 50、万得微盘股指数前三季度分别上涨 47.29%、58.57%，而同期沪深 300、中证 A50 仅上涨 17.94%和 15.82%，这不仅与政策大力支持科技自主可控相关，也与 DeepSeek 相关科技公司集中在中小市值有关，更离不开私募量化及指数增强类产品规模大幅增加的推波助澜。**特征之三是科创指数表现突出，AI 浪潮席卷全球**。前三季度宽基指数中科创 100 指数和创业板指分别上涨 59.64%和 51.20%，显著跑赢万得全 A 且主要涨幅由三季度创造。上半年银行板块稳住了大盘指数并扛住了美国“对等关税”的冲击，6 月下旬在券商板块快速拉升下市场人气激活，科创板随后全面走强并主导了三季度的火热行情，这其中离不开“金融搭台、科技唱戏”的内核驱动。**特征之四是财富赚钱效应提升，居民投资体验改善**。今年前三季度，万得普通股票型基金指数、万得偏股混合型基金指数、万得偏债混合型基金指数和万得债券型基金总指数分别上涨 35.15%、38.23%、6.29%和 1.66%，取得与其风险相匹配的收益率，股票型和偏股混合型基金指数的涨幅超过万得全 A 指数涨幅，主动管理基金产品的阿尔法重回基民视线，基民信心缓慢修复。投资者无论是通过基金、理财、黄金还是存款进行配置，均能获得良好回报，拥有极佳的投资体验。**特征之五是股市活力与韧**

性提升，投资者悲观情绪和预期扭转，牛市氛围逐渐形成。一是随着股票价格的逐步攀升，投资者的悲观情绪逐渐消散，今年前三季度，上涨股票数量占比超 70%，其中涨幅超过 10% 的上市公司股票超 60%，投资股票的赚钱效应明显提升。赚钱效应下各路资金加速流入 A 股市场，2025 年前三季度新股民开户量突破 2000 万户大关，两融规模在 9 月中旬突破 2.4 万亿创历史新高，国家外汇管理局发布报告显示，2025 年上半年外资净增持境内股票和基金 101 亿美元，境内外投资者对中国股市的看法均发生改观，2022 年以来形成的悲观预期得以扭转。二是投资股票的长期获得感增强，投资逻辑正从过去的“炒短期”向“投长期”转变，尽管指数上涨后万得全 A 动态股息率从二季度末的 2.33% 下降至三季度末的 1.81%，但依然是 1 年期存款利率的 1.91 倍，股息率成为价值投资者坚守的理由，股市获得感增强，生态更加健康。三是活力与韧性提升，牛市氛围基本形成。三季度沪深两市日均成交额达到 2.1 万亿元，我们在前期季报中就提出“量在价先的规律暗示后续股市行情可期”，三季度的上涨行情再次验证了市场规律和常识的有效性。同时，市场韧性增强，前三季度市场经历多次缓涨急跌，但下跌后能够在较短的时间内收复失地，表现出顽强的韧性，具备典型的牛市特征。其中，最具代表性的就是 4 月美国“对等关税”落地后引致的急跌（3 月 21 日-4 月 7 日），市场仅用 20 个交易日就完成本轮跌幅回补。此外，“对等关税”冲击以来，万得全 A 涨幅超过 20%，进入技术牛市，投资者情绪高涨，牛市氛围已经形成，一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场正在监管层的引导下健康成长。

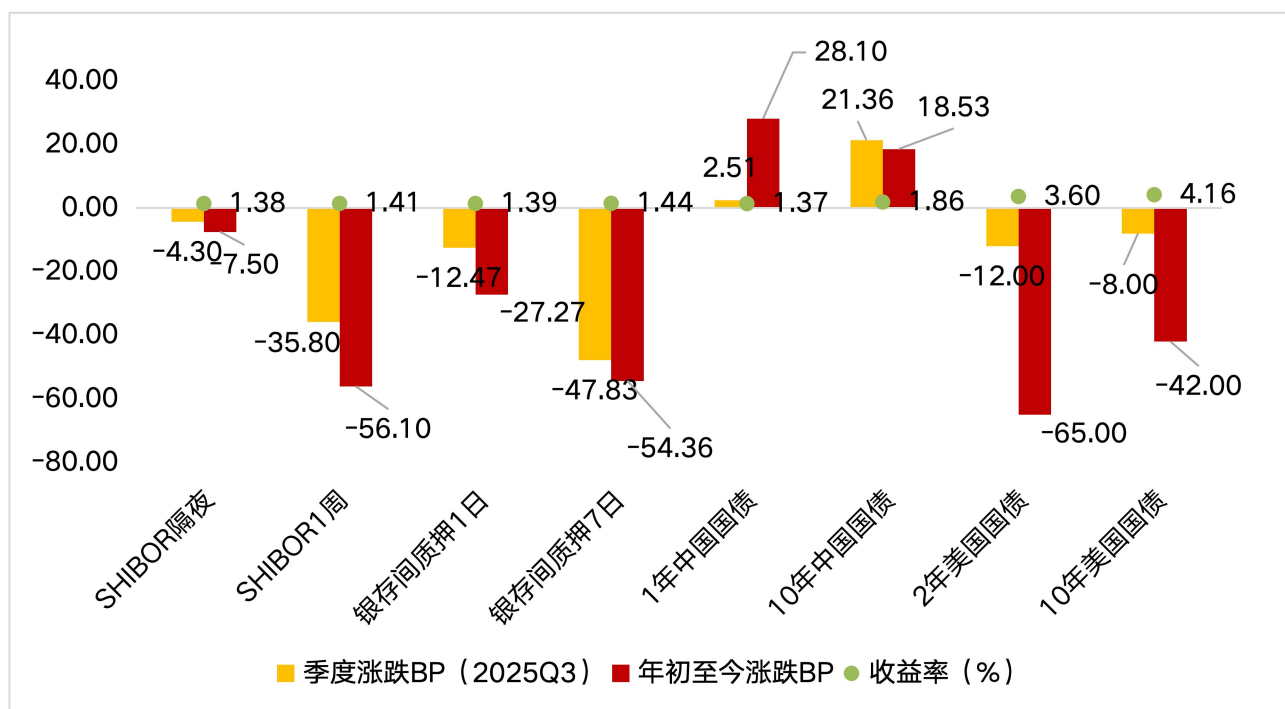
港股方面，前三季度港股涨幅位居全球主要经济体股市前列，恒生指数和

恒生科技指数涨幅分别有 33.88%和 44.71%，其中一季度恒生科技以 20.74%的涨幅强于恒生指数 15.25%的涨幅，这可能与科技股迎来 DeepSeek 时刻有关。二季度情况发生逆转，几大互联网平台开启外卖价格战将恒生科技指数拖入调整时段下跌 1.70%，而恒生指数在以银行为代表的价值股拉动下，季度涨幅 4.12%。三季度恒生指数和恒生科技指数开启年内第二波上涨行情，分别上涨 11.56%和 21.93%，涨幅仅次于 A 股主要指数。综合来讲，港股上涨主要得益于以下两个方面的助推，一是受益于百年变局下中国资产价值重估的历史大趋势正在形成，全球资金增配中国资产成为对冲美元资产风险和再平衡的重要选择，推动港股二级市场上涨幅度和 IPO 规模双双跃居全球第一；二是南下资金和国际资金的持续流入不断抬高港股底部，前三季度港股通南下资金净流入超万亿元。具体表现在内地保险等机构资金持续增持港股高股息股票，全球 AI 科技浪潮下南下资金追逐港股优质科技股、生物制药类股票，在中国叙事逻辑获得更多国际投资者接纳的背景下新消费股票备受追捧，如港股新消费四大天王老铺黄金、泡泡玛特、蜜雪冰城和毛戈平在今年均录得大幅上涨。

2、全球债券市场：全球经济走势偏弱，美强中弱结构分化

前三季度，美债走强而中债呈长债跌短债涨的分化格局，美国 10 年期国债收益率下行 42 个基点收于 4.16%，同期中债 10 年期国债收益率则上行 18.53 个基点收于 1.86%，中美 10 年国债利差缩小至 230 个基点。观察从美国推出“对等关税”到中美达成日内瓦共识期间（4 月 2 日-5 月 13 日），美国 10 年期国债下跌 1.61%，期间最大回撤 4.43%，同期中国 10 年期国债上涨 0.62%，市场认为“对等关税”政策让美债前景堪忧，美债的安全资产地位出现松动迹象。

图 3:2025 年三季度及年初至今中美国债涨跌基点及收益率情况



数据来源：Wind

中债方面，前三季度国债收益率呈“N”型震荡，整体表现偏弱。在央行春节紧平衡操作和社会风险偏好明显改善的情况下，一季度债市全面下跌，短端品种收益率普遍上调超过 40BP。二季度债市情绪回暖，市场止跌企稳，10 年以上品种收益率基本修复至年初水平。但三季度长跌短平，分化明显，期限利差大幅收窄，至三季度末，10 年期国债收益率收于 1.86%，较二季度末上行 21.36 个基点，较年初上行 18.53 个基点；而 1 年期国债收益率收于 1.37%，较二季度末上行 2.51 个基点，较年初上行 28.1 个基点。三季度债市疲弱的主要因素有三，首先是股债跷跷板效应，股市的上涨使得原本估值就处于历史高位的债市投资吸引力下降；其次，虽然央行持续通过公开市场操作释放流动性，支撑了短端收益率低位，但仍未采取降息降准动作，且市场期待的国债买卖重启屡次

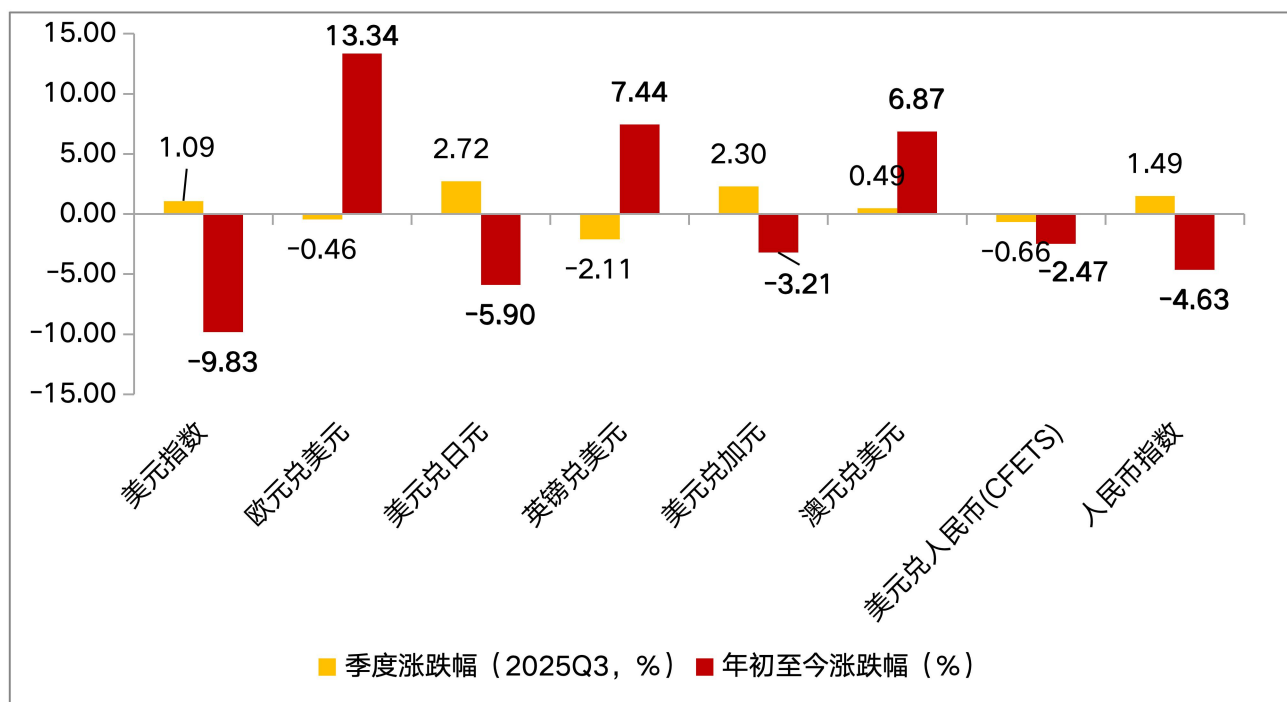
落空；最后，财政部、国税总局恢复征收新发行国债、地方政府债、金融债券利息收入增值税，以及证监会发布公募基金销售费用管理规定征求意见稿将债券基金纳入赎回费率限制标准的适用范围等利空消息，影响了债市投资热情。

美债方面，前三季度美债价格震荡上涨，期间因对美联储降息预期多次反转，美债价格波动剧烈。一季度，市场交易美国经济增速下调和美联储降息提前的预期，美债价格以反弹为主，10 年期美国国债收益率下行 35 个基点。二季度，2 年期美国国债收益率和 10 年期美国国债收益率分别较一季度下行 53 个基点和上行 1 个基点，分别收于 3.72% 和 4.24%。三季度，美国白宫对美联储持续施压，出于对就业市场疲弱的担忧，美联储态度转鸽，市场交易降息的预期趋强，美债迅速作出反应，三季度 2 年期和 10 年期美国国债收益率分别下行 12 个基点和 8 个基点，收于 3.60% 和 4.16%。值得一提的是，二季度美国“对等关税”冲击全球资本市场期间，市场预期美联储担忧通胀反扑而推迟降息，叠加穆迪等国际评级机构下调美国主权信用评级，10 年期美债曾出现 4.43% 的最大回撤，市场对于美债的担忧达到危机水平，这与以往美债的避险属性表现迥异，也是美债安全资产地位动摇和美国例外论受到挑战的具体体现。

3、主要货币汇率：美元“走下神坛”，非美全面走强，人民币稳中有升

前三季度，全球汇率市场最突出的特征是美元大幅贬值，美元指数的趋势下行与 2022 年、2024 年美元“一枝独秀”的表现形成鲜明对比。前三季度，美元指数下跌 9.83%，而同期作为美元指数主要对手货币的欧元、英镑和日元分别升值 13.34%、7.44% 和 5.90%。人民币整体保持稳定，兑美元仅微幅升值 2.47%，但兑其他非美货币大幅贬值，EFETS 人民币汇率指数下跌 4.63%。

图 4:2025 年三季度及年初至今主要货币涨跌幅（%）



数据来源：Wind

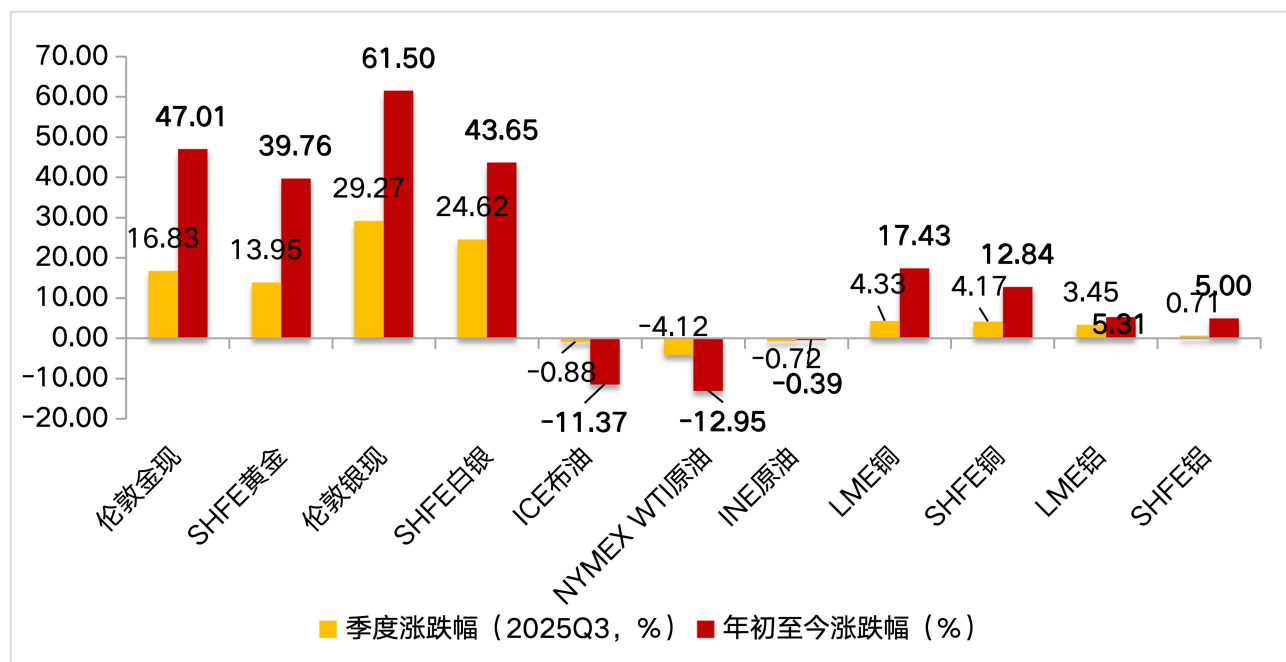
美元指数从美国新任政府上台前后的 110 水平见顶回落,开启 2025 年上半年的贬值之路,一季度美元指数下跌 3.95%,结束了 2024 年 9 月末开始的此轮单边上涨行情,与此同时非美货币开启反弹走势。二季度,美元指数继续回落并在美国发布“对等关税”政策后加速下行,跌破 100 整数关口,创 2022 年 4 月以来新低,季度跌幅 6.65%。非美货币延续反弹,欧元、英镑、加元、澳元、日元分别上涨 8.33%、6.19%、4.92%、4.55%和 3.56%,人民币整体依然保持稳定,兑美元升值 1.19%。

三季度,美元指数走势呈先扬后抑、弱势震荡的格局。7 月受区域地缘冲突升级以及美国与多国达成贸易协定的推动,美元指数一度触及 99 上方,但随后因美国政策反复、经济数据疲软及美联储降息预期驱动,美元再次开启贬值之

路。非美货币整体与美元指数呈反向波动，其中澳元与人民币兑美元升值，英镑、欧元、加元、日元兑美元贬值，日元贬值最多，当季度兑美元下跌 2.72%，原因在于日本核心通胀从高位逐步回落，减缓日本央行货币政策收紧步伐，此外日本首相辞职引发市场对后续政策连续性质疑，对日元带来短期压力。人民币方面，三季度表现较为强势，无论是兑美元还是兑一揽子货币的人民币汇率指数较二季度分别升值 0.66% 和 1.49%，兑现了前期季报对人民币汇率稳中有升的判断。人民币汇率回升是内外多重因素共振的结果，内部政策护航持续在线、进出口保持韧性，外部美元走弱与中美贸易博弈出现缓和形成催化，市场情绪与资本流动则放大了升值动能。

4、贵金属与商品：黄金仍在主升浪，铜铝强而原油弱

图 5:2025 年以来及三季度商品和贵金属涨跌幅（%）



数据来源：Wind

黄金在 2024 年进入牛市主升浪，全年伦敦金和人民币金分别上涨 27.23% 和 26.04%。步入 2025 年后，黄金仍在主升浪中加速上涨，前三季度伦敦金和人民币金分别上涨 47.01% 和 39.76%，并双双再创历史新高。一季度，伦敦金和人民币金分别上涨 19.01% 和 18.34%，期间最大回撤分别为 4.18% 和 3.82%，是典型的主升浪走势。二季度，伦敦金和人民币金分别在创下 3500.12 美元/盎司和 836.30 元/克的历史新高后回落，最终季度涨幅分别录得 5.74% 和 5.41%，涨幅收窄，期间最大回撤分别为 10.85% 和 12.40%，是黄金进入本轮主升浪以来首次高位剧烈波动。三季度黄金延续二季度冲高回落后的调整态势，在低位盘整两月有余后，在季度末乘美联储转鸽和降息预期抬升的东风，再次开启上升行情，三季度伦敦金和人民币金分别上涨 16.83% 和 13.95%，不断刷新历史新高，上涨趋势仍在继续。

近三年黄金的走势一直在验证我们白皮书中提出的“在百年变局中，受黄金的信用标尺作用、对冲地缘政治风险功能和美元实际收益率下行预期三大因子共同作用，黄金迎来投资的绝佳时代”的观点，其中对冲美元信用衰减，全球央行购金行动更是成为支撑黄金上涨的核心逻辑。尽管在 4 月初“对等关税”带来全球恐慌，黄金受流动性因素短暂下跌，但不可否认的是黄金已成为百年变局中“替代美元”的最佳投资品类选择，这也是自 2024 年二季度开始，我们提出黄金进入主升浪的主要原因。

商品方面，今年前三季度，有色金属和原油表现分化，LME 铜、上海铜分别上涨 17.43% 和 12.84%，LME 铝和上海铝分别上涨 5.31% 和 5%，铜铝的上涨主要得益于美元指数的大幅下行和供需的紧平衡、库存低位和铜精矿供应端

缺口。原油则是走在供过于求的供需关系以及美国控制通胀、压低油价的逻辑中，尽管在地缘冲突升级期间，油价短暂脉冲，但很快回归基本面。前三季度 NYMEX 原油、ICE 布油和上海 INE 原油分别下跌 12.95%、11.37%和 0.39%。

（二）前三季度投资策略回顾与组合表现

1、前三季度投资策略回顾

2025 年白皮书中，我们认为在“美元降息持续推进，全球资产沐光而行”的宏观主题背景下，2025 年全球大类资产配置顺序大概是：中国港股>中国 A 股>人民币黄金>美元黄金>新兴国家股市>美国股市>金属铜铝>日股>欧股>美债>中债>商品（原油），其中黄金与权益不分伯仲，权益中新兴市场股市强于发达国家股市，债券中美债强于中债，商品中铝强于铜，原油或弱于债券，原油或是唯一负收益的资产。对照上述对全球资产上半年走势的回顾，定性看与我们白皮书研判基本吻合，只是在定量上个别资产走势与我们预测出现一定偏差。部分资产的走势研判我们将在本次季报中进行修正，其余均维持白皮书观点。

战略资产配置方面，根据白皮书观点，我们超配了中国股市、黄金和美债，在 2024 年基础上继续提高了权益资产配置 1%~3%，C4 及以上权益配比可达 68%，维持黄金超配但获利了结 1%，C4 及以上降低至 11%。目前来看，伦敦金现涨幅 47.01%，上海黄金上涨 39.76%，超配的港股领涨全球，恒生指数涨幅 33.88%；表征中国 A 股整体表现的万得全 A 上涨 26.43%，超配美债涨幅确实超过中债，从战略配置角度评价，白皮书方向看对。

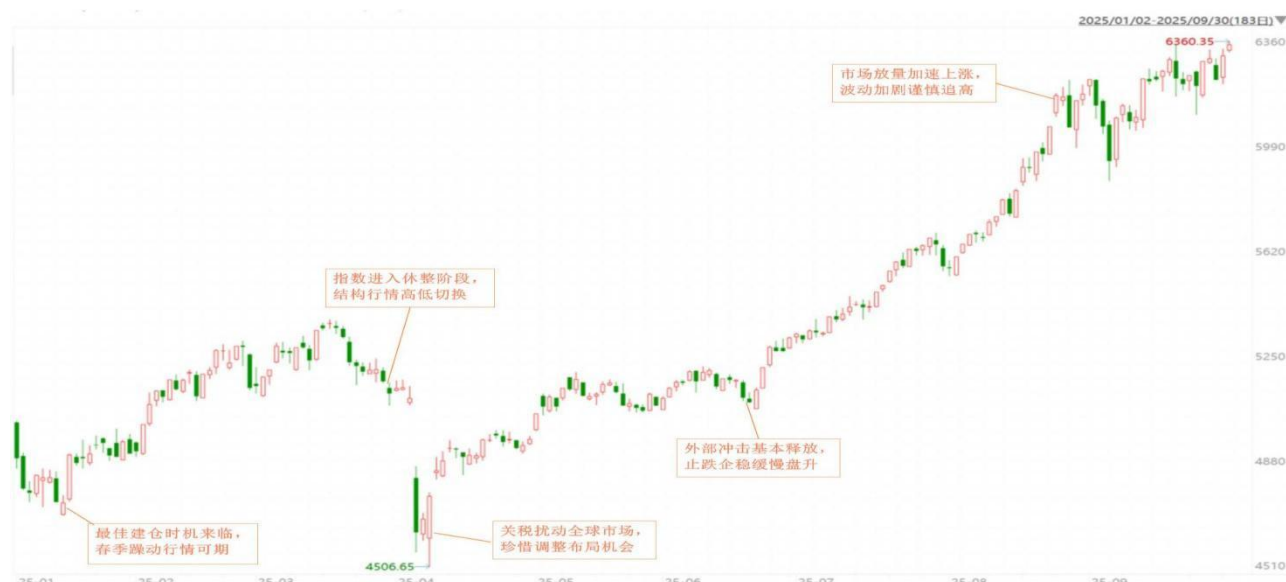
战术时机选择方面，为尽可能降低投资者组合构建成本，我们会在策略周

报中对大类资产的重大调仓时机进行提示，包括买入机会和风险提示两种战术时机选择。在重大交易机会提示方面，上半年提示了两次机会。第一次是 2025 年策略周报第 2 期（1 月 13 日）提示“**最佳建仓时机来临，春季躁动行情可期**”，我们认为，当前压制市场的汇率因素或因特朗普就职日期临近而逐步消化，市场已经充分反映了海外利空因素。随着春节临近，国内政策对冲的力度有望加大，在春节“前三天至两会”开始的春季躁动行情即将迎来交易窗口期，建议投资者逢低加大建仓力度，配足全年权益资产。大盘仅用 41 个交易日达到上半年高点，期间沪深 300 和万得全 A 指数分别上涨 7.37% 和 13.34%。第二次机会提示是 2025 年策略周报第 13 期（4 月 8 日）提示“**关税扰动全球市场，珍惜调整布局机会**”，我们建议抓住这次关税战冲击市场回踩机会，逢低布局我们年初看空的美股、A 股、港股和黄金，4 月 8 日至三季度末，美股纳斯达克指数和标普 500 指数分别上涨了 45.23% 和 32.12%，沪深 300 和万得全 A 指数分别上涨 29.29% 和 37.18%，恒生指数和恒生科技指数分别上涨 35.44% 和 46.90%，伦敦金现和上海金分别上涨 29.33% 和 21.81%，两次机会提示都充分展示了中银投策机会提示的阿尔法。

风险方面也有两次提示。第一次风险提示是 2025 年一季度初，鉴于我们对美股年初处于高位的判断，在战术时机选择方面暂时将美股头寸配置到现金管理产品中（已经在周报组合展示中提示），计划等待风险充分释放后再配置，到 4 月 8 日我们将此次风险提示改为机会提示。年初至 4 月 8 日，美股纳斯达克指数和标普 500 指数分别下跌了 20.94% 和 15.28%，如此看来我们对美股的战术择时选择是正确且精准的。第二次风险提示是 2025 年策略周报第 11 期（3

月 24 日) 提示“指数进入休整阶段，结构行情高低切换”，考虑到季末临近，资金面持续趋紧，加之 4 月初美国“对等关税”政策即将公布和港股高位震荡加剧等不确定因素，我们认为短期指数进入休整期。自 3 月 24 日提示风险至 4 月 8 日我们将此次风险提示改为机会提示，期间万得全 A 和沪深 300 指数分别下跌 10.6% 和 6.74%，中银投策风险提示帮助缓释了客户面对的市场下跌风险。除此之外，我们在 2025 年策略周报第 33 期（8 月 25 日）提示“市场放量加速上涨，波动加剧谨慎追高”，提醒投资者在上升过程中把握好节奏，避免情绪过度亢奋高位追高热点板块带来短期被套的压力，此后几周市场指数小幅上涨，但涨幅较大的板块出现了剧烈波动，我们提示的高仓位、不追涨、高抛低吸、等待轮动成为此阶段最好的策略，前三季度策略周报与万得全 A 的指数拟合图如下：

图 6:2025 年前三季度策略周报与万得全 A 指数走势拟合图

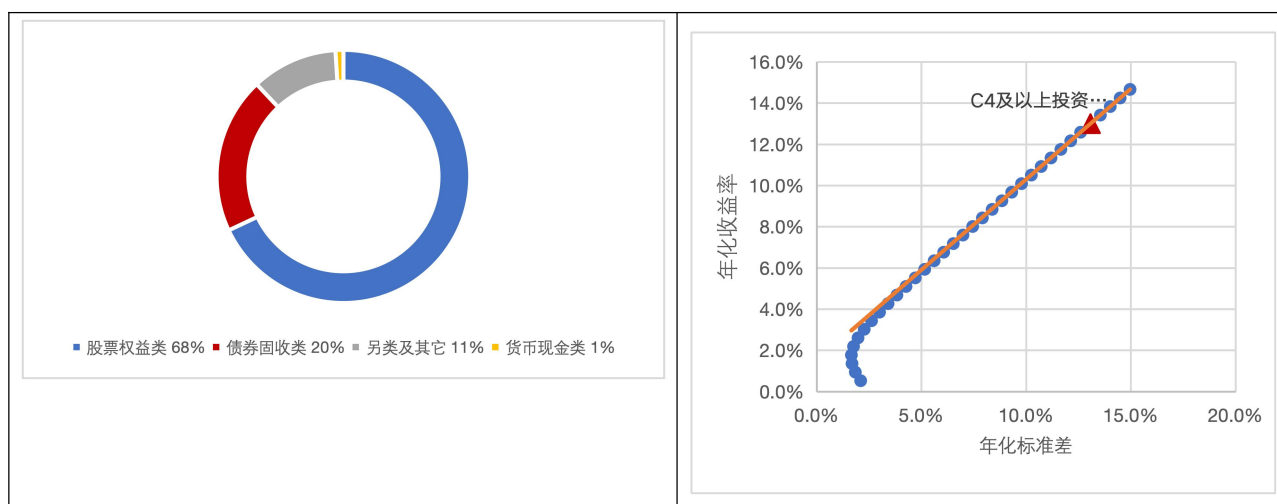


2、前三季度策略组合走势回顾

在 2025 年白皮书示范组合中，我们提高了权益比例。权益配置结构方面，

我们采取了“价值+科技”的哑铃策略，用中证 A50、红利指数、沪深 300、港股通央企红利等作为价值端，追求稳定回报；用科创 100、恒生科技、中证 1000 作为科技端追求成长收益；消费电子、军工、证券保险则作为年度特色资产，追求捕捉年度热点，获取高收益。按照我行 2025 白皮书对不同风险偏好客群推荐的大类资产配置比例，我们用行业 ETF 组合模拟出几类客群策略组合的收益走势情况，展示如下：

图 7：C4 及以上风险偏好客户资产配置方案及前三季度组合表现



回报趋势

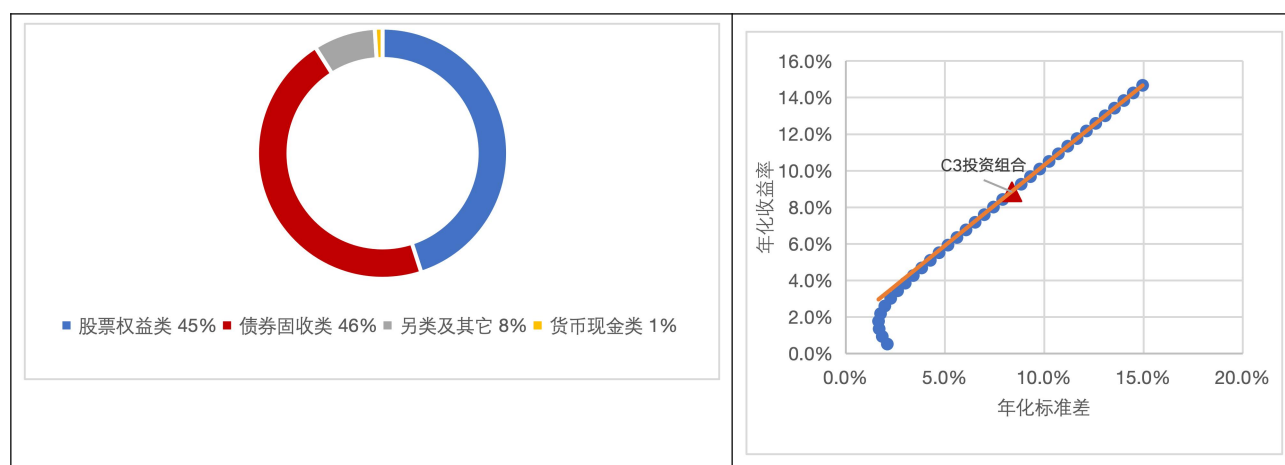


业绩分析

绝对回报	20.20%
相对回报	-15.17%
本周回报	1.75%
本月回报	3.66%
本季回报	13.49%
本年回报	20.20%
年化收益率	27.67%
日胜率	54.36%
周胜率	65.79%
月胜率	77.78%
Alpha	-1.14%
Beta	0.5821
Sharpe	2.27
最大回撤	-7.89%

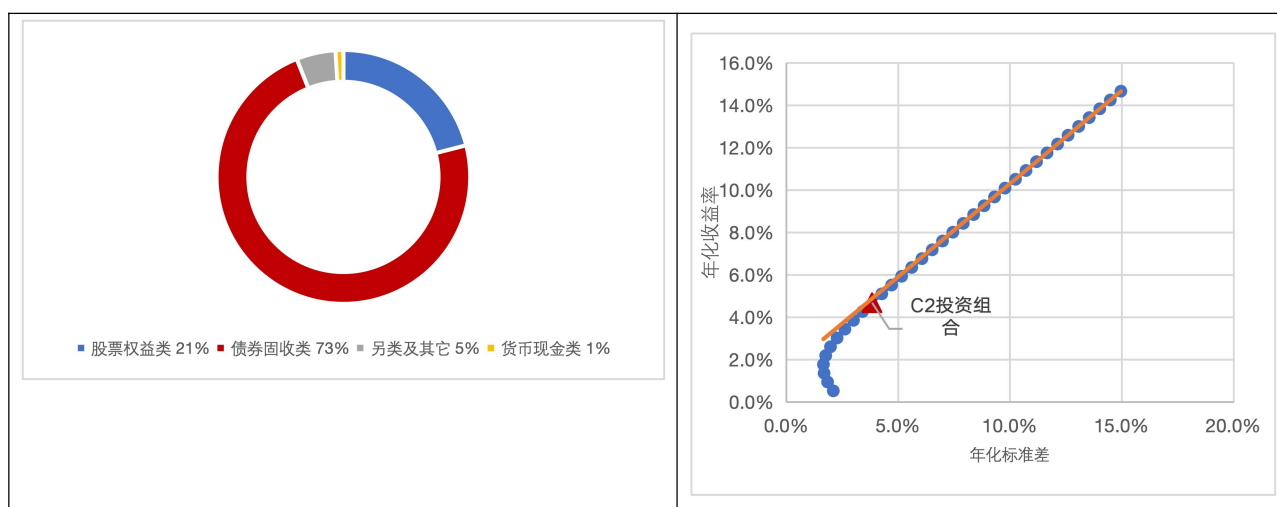
C4 组合前三季度绝对收益率 20.20%，年化收益率 27.67%，落后比较基准（偏股混合基金指数）15.17 个百分点，主要是因示范组合中权益配置占比低于偏股混合基金 12~27 个百分点所致。

图 8：C3 风险偏好客户资产配置方案以及前三季度组合表现



C3 组合前三季度绝对收益 13.39%，年化收益率 18.16%，落后比较基准（万得平衡混合基金指数）2.03 个百分点，原因同样是示范组合中权益配置占比低于平衡混合基金的平均水平所致。

图 9：C2 风险偏好客户资产配置方案及前三季度组合表现



C2 组合前三季度绝对收益 6.46%，年化收益率 8.67%，超越比较基准（万得偏债混合基金指数）0.16 个百分点。

总体来看，今年前三季度白皮书三大示范组合仅 C2 超越比较基准，C4、C3 组合均落后比较基准，最主要的原因是我们组合中的权益资产配比上限低于比较基准 20%以上，在万得全 A 上涨 26.43%的情况下，C4 和 C3 三大组合存在 5%以上的绝对收益差是合理的；其次是我们采取了哑铃型策略，其中的红利

和价值头寸在我们权益组合中占比接近 50%，这部分头寸降低了组合波动率，在组合稳定性方面发挥了作用，但在当前牛市氛围中涨幅暂时落后万得全 A；第三是我们全部用宽基和部分行业 ETF 构建组合，在科技和中小市值股票表现优异的结构性牛市中，主动管理基金具有选股优势，这也是我们两个组合落后比较基准的合理解释。但反观我们三大模拟组合在最大回撤等风险参数方面优势突出，C2、C3 和 C4 的最大回撤分别为-1.5%、-4.61%和-7.89%，而同期三大比较基准（偏债混合型基金指数、平衡混合型基金指数、偏股混合基金指数）最大回撤分别为-2.26%、-7.98%和-13.78%。如果时间放长一些，我们的组合收益或将超过比较基准且体验更好。以我们 2024 年的三大组合为例，2024 年 C2、C3 和 C4 迄今为止收益率分别为 19.24%、27.34%和 36.37%，分别超过同期比较基准-3.67%、4.04%和 7.27%。投资者遵照此组合配置资产，也可以取得相同的投资业绩，如果再结合周报进行战术资产择时操作，组合业绩将显著超越本示范组合。这正是我行以“投资策略五报（年、季、月、周、日报）”为核心的“中银十全投资策略”¹价值所在，也是我们一直宣称的“除了市场的贝塔，还有中行阿尔法”的真实写照。

¹ “中银十全投资策略”，即由覆盖“日、周、月、季、年”全时间频谱及“股、债、汇、商、房”全资产类别的投顾资讯服务体系，为全层级客户（客户口径，理财、财富、私行和超高净值客户）达成全量资产（数量）在全生命周期（时间序列）的保值增值目标，汇聚中国银行全集团多元化金融服务资源，为客户在全球范围内配置资产，搭建全产品货架、提供全风险偏好资产组合，并做好全过程陪伴。“股、债、汇、商、房”全资产类别的中银投资策略资讯，为达成客户全量资产在全生命周期的保值增值目标，为其在全球范围内配置资产提供全流程策略服务支持并做好全过程陪伴。

第二部分 四季度全球及中国经济展望

（一）全球经济：在宽货币宽财政环境中不确定因素交织

正如上期季报中研判的内容，三季度全球关税升级风险趋缓，美国先后与印尼、菲律宾、日本、欧盟、韩国等达成关税协议，同时市场逐步认识到关税更多是施压和谈判的手段之一，其实际执行力度和时间均存在弹性，故对关税因素逐步“脱敏”。随着关税影响降级，国际货币基金组织（IMF）及经济合作与发展组织（OECD）在三季度相继上调了全球经济增长预测，IMF 预计 2025 年和 2026 年全球经济增速分别为 3.2% 和 3.1%（7 月预测值为 3.0% 和 3.1%、4 月预测值为 2.8% 和 3.0%）；OECD 预计 2025 年全球经济增速为 3.2%（6 月份预测值为 2.9%），对 2026 年增速的预测保持在 2.9% 不变。同时，世界贸易组织在 10 月 7 日发布的最新一期《全球贸易展望与统计》中将 2025 年全球货物贸易增长预测上调至 2.4%（8 月份预测值为 0.9%），但将 2026 年预测下调至 0.5%。

尽管关税在三季度未有超预期变化，但全球经济发展仍走在不确定性中。一方面，9 月美联储重启降息周期，全球资产受益于流动性利好走出“水牛”行情，但在平衡“就业”和“通胀”的两难局面中，美联储后期降息路径具有不确定性。另一方面，财政取代货币成为最大的波动源，尤其行至三季度末四季度初，法国政局动荡、美国联邦政府“停摆”凸显其背后更深层次的债务问题。叠加美国关税频有新动作、地缘政治冲突继续升级，全球经济发展动能仍旧偏弱，衰退风险上升。

1、美国：就业疲软推动降息落地，财政负担提升“滞胀”隐忧

回看三季度，影响美国乃至全球经济的核心词从“关税”过渡至“货币”，并逐步深化至更核心的“财政”。三季度伊始，美国白宫通过发送“关税信函”的形式不断加压，使欧盟、日韩等系列国家及地区先后与美国达成协议，并于 7 月 31 日发布总统行政令，基本按照贸易逆差规模及是否达成协议区分税率层级，明确了对多国的关税税率，市场普遍预计美国对外征收关税的加权平均值升至 17% 左右。从协议内容看，“增加数千亿对美投资”、“采购美国能源产品”、“对美开放市场”等协议内容均利好美国，且根据美国国会预算办公室（CBO）10 月 8 日发布的报告预估，2025 财年（9 月 30 日前的 12 个月）美国关税收入达到 1950 亿美元，远高于上一财年的 770 亿美元，可以说，依托关税政策，特朗普政府已阶段性实现了其预期的效果。三季度“关税”风险逐级递减，但博弈是永恒主线。彭博全球贸易政策不确定性指数（TPU）从 4 月 9 日的 16.2 峰值水平，逐级下降至 9 月末 2.5 左右水平，且在 10 月初关税风险有所反扑的情况下，该指数略升至 5 左右水平，从侧面说明“关税”带来的不确定性减弱。近半个月来，特朗普对部分商品加征 232 关税发布行政令或发出口头威胁，同时在 10 月 10 日再度发帖威胁将自 11 月 1 日起对进入美国的中国产品额外征收 100% 关税，并对“全部关键软件”实施出口管制，市场恐慌情绪再起，美股当日遭到严重抛售。目前市场普遍认为系列操作是在为 10 月底韩国 APEC 峰会可能的中美元首会晤及 11 月 10 日中美关税暂缓期到期的谈判积攒筹码，最终落地与否仍有空间与弹性。结合当前情况，考虑到特朗普政府面临诸如政府“停摆”、债务庞大等内外部多项问题和压力，我们预计本次威胁实际落地概率较

小，四季度中美在关税问题上仍将维持相对的平衡。但这充分说明在全球格局重塑的大背景下双边关系更加脆弱，以关税作为表象之一的大国博弈依旧是永恒主题。

货币政策方面，源于财政压力，三季度美国白宫就大幅降息对美联储开展多轮次、多维度的施压与运作，对美联储独立性形成挑战。在 9 月议息会议上，美联储考虑到劳动力市场出现大幅“偏离”，下调基准利率 25 个基点重启降息周期，并在会议纪要中释放出“谨慎降息”的信号。最新点阵图显示今年预计还将在 10 月和 12 月分别降息 25 个基点(全年共计降息 75 个基点)，预计 2026 年和 2027 年分别降息 1 次。从议息会议纪要传导的信息看，目前美联储内部分歧仍存，官员们普遍面临在平衡“就业”与“通胀”的两难选择，只是当前对就业市场的担忧超过对通胀高企的担忧。基于目前已公布的数据和包括美联储主席鲍威尔及各位理事的前期公开表态，在当前通胀仍在预期内发展的情况下，我们倾向于认为 **2025 年四季度，美联储大概率将参照点阵图再度降息两次**，即便通胀回升，也可能以“通胀或许是暂时性的”或“还需更长时间观察通胀走势”为由，在市场预期内行事。但 **2026 年美联储降息的态度和节奏可能呈现“先缓后急”**，2026 年上半年，关税作用下通胀抬升“虽迟但到”，美联储降息节奏或将放缓，这也可能是鲍威尔在任期内对美联储独立性的最后诠释；到下半年新任美联储主席就任后，来自美国白宫的强降息诉求，或将推动美联储降息节奏加快。

无论是推进关税政策，抑或施压美联储降息，还是在三季度末推出“金卡”计划，美国白宫系列举动背后的一条重要内在逻辑主线，在于现任特朗普政府

需要以恰当方式处理好“财政”这本“难解的账”，尽管对外加征关税给美国财政带来了一笔可观的收入，但从 CBO 公布的报告看，2025 财年美国财政赤字预计为 1.809 万亿美元，较 2024 财年赤字水平并无明显改善，关税收入对于降低赤字作用有限。同时美国财政部最新数据显示，截至 10 月 7 日，美国联邦债务总额为 37.89 万亿美元（如果以 2024 年美国 GDP 为基础数据，当前债务余额占 GDP 比重已接近 130%），高额债务问题仍是影响美国内部稳定和经济发展的棘手问题。

表 1:2024、2025 财年美国关税收入和财政赤字规模

单位：十亿美元	2024 财年实际值	2025 财年初步预估值	预估变化	调整后的预估变化
收入	4918	5226	308	308
支出	6735	7035	301	228
赤字	-1817	-1809	8	80
调整后的预估变化排除了周末转移支付的影响。如果排除这一影响，预计 2024 财年赤字为 1.889 万亿美元。				

数据来源：CBO

美国面临的财政困局，在四季度伊始的政府“停摆”中便有充分体现。因 2026 财年（2025 年 10 月 1 日开始）完整版拨款法案（Appropriation Bills）尚未敲定，而用以申请临时资金避免政府“关门”的持续决议（Continuing Resolution）未在 9 月 30 日的参议院投票中通过，造成美国在新财年伊始正式“停摆”，截至 10 月 20 日，“停摆”仍在持续。考虑到本次“停摆”不仅是两党就延长《平价医疗法案》（ACA）保费税收抵免与撤销医保削减政策进行的财政支出优先权的博弈，更有特朗普政府借助本次“停摆压力”推动行政机构

裁员、压缩联邦雇员规模、压降财政费用支出的政策考量，充分暴露了当前美国财政的脆弱性和政局的不稳定性。《大而美法案》已经提高了美国债务上限，2025 年不会出现突破债务上限的情况，但两党围绕财政问题的对抗和《大而美法案》带来的长期赤字负担将引发链式影响，可能将美国带入“滞胀”区间。四季度关注联邦政府何时结束“停摆”，以及美国财政宽松对于经济刺激实际能带来的效果。在美国国内政党纷争环境中，《大而美法案》中拟于四季度开始执行的“加大国防、边境安全支出”、“削减社会福利支出和农业、教育补助”相关条款会否如期落地及对美国经济的影响均需“边走边看”。

此外，尽管美国在三季度意图缓和区域紧张局势，但全球地缘政治冲突风险超预期上升，这是在逆全球化之风兴起过程中的必然结果，也反映出美国的大国影响力不断下降。尽管到四季度初，随着加沙停火协议生效，风险出现阶段性缓释，但我们认为地缘政治冲突仍将持续演进，并通过影响大宗商品价格、促使大国增加军费支出等方式作用于美欧通胀、财政及经济发展。

2、欧元区：通胀可控降息接近尾声，政局不稳扰动经济发展

回顾 2025 年三季度欧央行货币政策操作，欧央行在 7 月、9 月的议息会议上均暂停降息，维持 2% 的政策利率（DFR）不变。支撑欧央行暂停降息的原因，一方面是欧元区上半年经济增长表现出一定韧性，依据最新经济预测，欧洲央行将 2025 年经济增速上调 0.3 个百分点至 1.2%（6 月份预测为 0.9%），将 2026 年微调至 1.0%，2027 年增速预测维持在 1.3%，反映出欧央行对区域经济“短期波动、长期向好”的判断。二是欧元区通胀连续多月稳定在 2% 的目标水平附近，尽管欧洲央行调增对 2025 年及 2026 年的通胀预期至 2.1% 和 1.7%（上调

幅度均为 0.1 个百分点），但对 2027 年通胀预期下调 0.1%至 1.7%，表明其对通胀长期下行至目标水平以下的判断，且失业率也维持在较低水平。在此背景下，我们认为欧央行本轮降息接近尾声，但还需要警惕因经济脆弱易受内外部冲击，而可能引发的降息节奏变化。

三季度，市场对欧元区的关注聚焦于法国。自法国总统在 2024 年 6 月解散国民议会后，法国政治僵局反复，财政政策受阻，而 2025 年 9 月时任法国总理贝鲁因在信任投票中失利而被迫辞职，使得法国政治危机加速向经济与金融领域传导。探究法国政局不稳的诱因，除去国民议会格局巨变以及执政联盟内部分裂外，财政压力日益凸显和财政改革难度极大也是不可忽视的因素。法国国家统计与经济研究所称，2025 年第二季度，法国债务总额达 3.4 万亿欧元，相当于国内生产总值的 115.6%，法国的债务与 GDP 之比目前在欧盟中排名第三，仅次于希腊和意大利，几乎是欧盟规定的 60%上限的两倍。因沉重的债务负担，惠普、标普在 9 月、10 月相继将法国主权信用评级从 AA-下调至 A+，法国 10 年期国债收益率在三季度也攀升至 3.5%左右水平，与意大利同期国债的利差大幅收窄。行至四季度，上任未满月、组阁未超 24 小时的法国新任总理勒科尔尼在 10 月 6 日辞职，尽管在 10 月 10 日再度被法国总统任命，但法国财政改革前景令人担忧。在欧元区，法国并非面临高额债务压力的个例，四大主要经济体中除德国外，意大利、西班牙债务总额占 GDP 比重也位居 100%以上。尽管当前法国政局动荡对欧元区经济产生的外溢影响相对有限，但其反映出的财政困局令市场担忧欧元区是否能够如期通过大财政促进本土生产力的提升。

除去欧元区，日本在近期也面临政局不稳的扰动。高市早苗超预期当选自

民党总裁，随后日本公明党在 10 月 10 日宣布因自民党对“黑金政治”整改不力而退出与自民党长达 26 年的联合执政，首相指名选举被迫推迟至 10 月 20 日以后，我们预计高市早苗最终将接任日本首相，但过程中仍存不确定性，日本相关资产在近期的波动性预计将加剧。

（二）中国经济：乱云飞渡仍从容，短期压力不改长期优势

我们在前期季报中已对下半年经济面临的压力进行了论述，依据 10 月 20 日国家统计局公布的数据，三季度 GDP 同比增速录得 4.8%，较一季度的 5.4%、二季度的 5.2%，增速有所趋缓。初步核算，前三季度国内生产总值 1015036 亿元，按不变价格计算，累计同比增长 5.2%，极大地缓解了四季度的增长压力，也为四季度政策实施预留了较大的缓冲空间。

表 2：支出法视角下主要经济指标增长表现

(单位: %)	2025 /09	2025 /08	2025 /07	2025 /06	2025 /05	2025 /04	2025 /03	2025 /02	2025 /01	2024 /12	2024 /11	2024 /10	2024 /09
社会消费品零售总额													
当月同比	3.00	3.40	3.70	4.80	6.40	5.10	5.90	4.00		3.70	3.00	4.80	3.20
固定资产投资完成额													
累计同比	-0.50	0.50	1.60	2.80	3.70	4.00	4.20	4.10		3.20	3.30	3.40	3.40
其中：													
制造业	4.00	5.10	6.20	7.50	8.50	8.80	9.10	9.00		9.20	9.30	9.30	9.20
基础设施建设	3.34	5.42	7.29	8.90	10.42	10.85	11.50	9.95		9.19	9.39	9.35	9.26
房地产开发投资完成额	-13.90	-12.90	-12.00	-11.20	-10.70	-10.30	-9.90	-9.80		-10.60	-10.40	-10.30	-10.10
出口金额（以美元计）													
当月同比	8.30	4.40	7.10	5.80	4.70	8.00	12.20	-3.10	5.90	10.67	6.58	12.64	2.33
进口金额（以美元计）													
当月同比	7.40	1.30	4.10	1.10	-3.40	-0.30	-4.30	1.60	-16.30	0.84	-4.03	-2.38	0.13
CPI 当月同比	-0.30	-0.40	0.00	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.70	0.50	0.10	0.20	0.30	0.40
PPI 当月同比	-2.30	-2.90	-3.60	-3.60	-3.30	-2.70	-2.50	-2.20	-2.30	-2.30	-2.50	-2.90	-2.80

数据来源：Wind

从支出法关注经济发展，三季度除去贸易数据保持韧性外，消费、投资相关经济指标均呈增速下滑的态势。**消费方面**，截至 2025 年 9 月，社会消费品零售总额当月同比增速已连续四个月下滑。展望四季度，**消费增长动能仍将承压**，一是“以旧换新”政策力度滑坡。9 月末发改委会同财政部向地方下达了今年第四批 690 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金，至此全年 3000 亿元中央资金已全部下达，四季度财政支持资金减少叠加居民耐用品消费存在前置效应，可能导致社零环比动能回落。二是居民消费信心还需时间恢复与巩固。截至 2025 年 8 月，中国消费者信心指数升至年内高点 89.2，但分项中的消费意愿回落至 94.7，为 4 月以来新低。经文化和旅游部数据中心测算的 2025 年国庆中秋假日（8 天）国内出游 8.88 亿人次，国内出游总花费 8090.06 亿元，折合人均日消费 113.88 元，这一数据在 2024 年国庆假日间为 130.87 元，2023 年国庆中秋假日人均日消费 114.02 元，“客单更低”的消费趋势也反映出居民消费信心和意愿还需要进一步修复，叠加国内城镇调查失业率出现季节性上升，为后期消费增长带来压力。三是来自去年四季度的高基数压力。2024 年“以旧换新”资金在四季度全面到位，带动了去年同期耐用品链的同比高增速，今年四季度耐用品品类消费增速将受到高基数压制。尽管如此，国内消费市场也存在积极的信号，**资本市场维持慢牛，居民财富效应修复将带动消费热度回升**。国内权益市场走在持续回暖的趋势中，从去年 9 月 24 日到 2025 年 9 月末，万得全 A 指数上涨了 61.92%，资本市场更加良性健康、“长期慢牛”的观点得到更多认可，股市回暖带来的财富效应对提振消费的作用亦值得期待。此外，

近期推出的育儿补贴、免除幼儿园大班保育教育费等系列民生政策，预计年内将为居民节省超千亿元开支，不排除未来根据形势变化，还会有新的“惠民生、促消费”增量政策出台。

投资方面，截至 2025 年 9 月，因极端天气、价格低迷以及政策效应减弱、反内卷推进初期企业观望情绪较浓等因素，投资动能相对偏弱，固定资产投资完成额累计同比增速已从一季度 4% 以上水平逐级下降至 -0.5%，制造业、基础设施建设及房地产开发投资完成额均出现不同程度下滑。往后看，**四季度投资端压力明显，地产仍处筑底阶段或将形成拖累**，到今年 9 月需求端的商品房销售面积累计下降 5.6%，创年内新低，供给端的新开工面积、施工面积、竣工面积累计增速分别为 -18.9%、-9.4% 及 -15.3%，尽管较年内最低点有所回暖但仍处于磨底阶段，供需两端均偏弱叠加房地产价格同比降幅虽在修复但仍未转正、价格预期短期内难以扭转，四季度预计还在筑底阶段，地产市场止跌回稳还需要时间及更大力度稳地产政策的支持，需关注土地与现房收储政策的进展。**制造业及基建投资存在增长压力，但也存在积极信号**，关税风险波动下出口或将承压，国内房地产市场筑底以及设备更新政策效果减弱对制造业投资形成压制，但目前反内卷政策推进中价格端及企业盈利端已经出现积极信号，9 月 PPI 同比降幅继续收窄至 2.3%（8 月为 -2.9%、7 月为 -3.6%），8 月规模以上工业企业利润同比增长 20.4%（7 月为 -1.5%），预计反内卷对制造业投资压制最显著的阶段已基本结束，若价格端修复和企业盈利的趋势可以延续，企业的观望情绪逐渐转向乐观带动制造业投资转暖。此外从更长期的角度看，国内产业升级和供应链安全诉求将继续对制造业投资韧性提供支撑。基建投资方面，9 月末国家

发展改革委官宣 5000 亿元新型政策性金融工具，将全部用于补充项目资本金，预计将带动 1.5 万亿至 2.5 万亿元的基建投资规模。随着极端天气的消极因素逐渐趋缓，施工进度加快和稳增长政策持续发力，将带动前期专项债资金加速拨付使用。此外考虑到 2026 年为“十五五”的开局之年，适度前置安排部分重大项目将成为稳投资的重要手段，有助于缓解专项债发行使用的项目约束，共同支撑基建投资回升。

进出口方面，最新公布的 9 月进出口数据优于预期，同比增速（以美元计）较 8 月强势反弹，带动我国三季度出口累计同比增 6.6%，略高于一季度的 5.6% 和二季度的 6.2%。9 月贸易顺差为 905 亿美元，同比多增 88 亿美元，净出口对经济增长仍形成拉动。往后看，考虑到当前美国政府同时面临诸如国内政党斗争、联邦政府停摆等问题，为保障自身经济及资本市场稳定，美国可能无强烈地升级关税冲突的意图和能力，因此四季度全球外贸面临相对稳定的环境。在此环境中，我国出口或将保持正增长。**出口结构向“新”支撑出口保持韧性。**9 月我国出口呈现出两个向“新”特征，一是出口市场的拓展，包括非洲、东盟、欧盟等在内的非美地区已经成为支撑我国出口的新增长极。9 月我国对非洲出口增速达到 56.4%，对东盟、欧盟出口同比增速均在 15% 左右。自“对等关税”扰动以来（4 月至 9 月），尽管期间我国对美国出口同比下滑超 25%，但对非洲、东盟、欧盟出口同比增速分别超出 36%、17% 和 10%，对非美国家的出口增长抵补了对美的下滑。二是出口产品结构的升级，机电产品（9 月同比增长 12.6%）、高新技术产品（9 月同比增长 11.5%）等中高端产品出口增速逐月提升，半导体产业链、机械与交运设备、汽车产业链对出口的拉动作用较大，弥

补了受关税影响相对更大的劳动密集型产品(9月同比下降4.1%、8月降幅6.6%)对总体出口的拖累。但与此同时，**高基数效应或将拖累四季度出口表现**。在看到9月外贸数据彰显韧性的同时，也需要客观认识到9月出口同比增速的高企有来自去年同期低基数效应（去年9月受台风影响出口大幅下滑，剔除该效应计算的2025年9月两年复合出口同比增速为5.3%）的推动，而去年四季度的高基数（2024年四季度出口同比增9.9%）可能将拖累往后的出口增速表现。

物价方面，CPI在三季度表现偏弱，尽管9月降幅出现修复，同比增速从8月的-0.4%微幅回升至-0.3%，但仍处于年内偏低水平，与国际油价变动及食品价格在气候和基数影响下的拖累有关，但核心通胀同比增速在服务价格和金饰品价格支撑下持续回升。PPI降幅出现明显收缩的趋势，9月同比降幅为2.3个百分点。我们在8月月报中即研判下半年政策的重心将从“量”的增长，部分转向“价”的回暖，反内卷系列政策在推动PPI筑底回升上发挥了积极的作用。往后看，目前经济还处于“供强需弱”的格局中，**全年物价预计将继续低位运作**。CPI方面，能繁母猪存栏数同比增速回到0%水平，猪肉价格在高存栏背景下预计偏弱，9月农产品批发价格相较此前稳中有升，但随着地缘冲突风险减弱，油价在OPEC+增产的环境中仍然承压，预计四季度CPI偏弱震荡，但核心CPI有望继续温和回升。PPI方面，随着反内卷政策持续深入和新经济动能的壮大，PPI同比降幅有望进一步收窄，但9月制造业PMI反映出“供强需弱”的信号，价格回稳趋势的延续还需要重点关注需求端的修复，四季度PPI同比增速预计仍在负增长区间运行。

对于四季度乃至更长期的宏观经济研判，短期关注四季度会否有增量政策

的出台，长期重点关注“十五五”期间的政策重心。

9 月 26 日，中国人民银行货币政策委员会召开 2025 年第三季度例会，本次例会中货币政策的基本定调不变，在对货币政策的定调上，删除了二季度例会中“加力实施增量政策”的表述，强调“抓好各项货币政策措施执行，充分释放政策效果”，在一定程度上表明央行将已出台政策的落实落细作为重点。考虑到前三季度 5.2% 的经济增速降低了全年实现 5% 发展目标的难度，决策层目前传达出的信号更倾向于小幅调整政策而非再度强力刺激，关注重点从年内转向了更长期（如下一个五年）的政策考量，我们倾向于认为**四季度政策重点仍在于抓存量政策的落实和优化，并结合内外部环境变化适度发力**，在超预期事件发生或因去年高基数等导致四季度经济增速远低于预期时，增量政策依旧可期。

中共中央政治局 9 月 29 日召开会议，研究制定国民经济和社会发展第十五个五年规划重大问题。会议决定，中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议于 10 月 20 日至 23 日在北京召开，届时将审议《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》。9 月 30 日起，《人民日报》连续推出 8 篇“习近平经济思想引导下的中国经济专论”系列“钟才文”（为中央财经委员会发表重要专论的署名）文章。回看“十四五”期间经济社会发展主要目标完成情况，多数指标均已提前完成，但部分“绿色生态”项下指标预计到 2025 年末完成的难度偏大。根据党的二十大对全面建成社会主义现代化强国作出的战略安排，通过“十四五”“十五五”“十六五”三个五年规划，将在 2035 年基本实现社会主义现代化，因此“十五五”时期具有承上启下的关键意义。

从政策连续性的角度看，“十五五”期间政策取向与“十四五”期间具有一脉相承的特性，将进一步巩固发展成果。我们认为“十五五”期间将坚持高质量发展不动摇，在注重“量”保持合理增长外，更加关注“质”的不断提升，结合 2035 年远景目标纲要，预计“十五五”期间经济增速目标设定在 5% 左右，并可能提出全要素生产率等“质”方面的具体目标，“十四五”期间经济社会主要任务指标将继续沿用或优化后沿用。

表 3：“十四五”时期经济社会发展主要目标完成情况

类别	指标	2020 年	2025 年	年均/累计	属性	完成情况
经济发展	1.国内生产总值(GDP)增长(%)	2.3		保持在合理区间、各年预期性视情况提出	预期性	2021-2024 年期间年均 5.5%
	2.全员劳动生产率增长(%)	2.5	-	高于 GDP 增长	预期性	2021-2024 年期间年均 5.9%
	3.常住人口城镇化率(%)	63.9	65		预期性	2024 年为 67%
创新驱动	4.全社会研发经费投入增长(%)			>7%，力争投入强度高于“十三五”时期实际	预期性	2024 年全社会研发经费投入规模比“十三五”末增长近 50%
	5.每万人口高价值发明专利拥有量(件)	6.3	12		预期性	2025 年 6 月已达到 15.3 件
	6.数字经济核心产业增加值占 GDP 比重(%)	7.8	10		预期性	2024 年为 10.4%
民生福祉	7.居民人均可支配收入增长(%)	2.1		与 GDP 增长基本同步	预期性	2021-2024 年期间年均 5.6%
	8.城镇调查失业率(%)	5.2	-	<5.5%	预期性	2021-2024 年期间未超 5.5%
	9.劳动年龄人口平均受教育年限(年)	10.8	11.3	-	约束性	2024 年为 11.2 年
	10.每千人口拥有执业(助理)医师数(人)	2.9	3.2	-	预期性	2023 年为 3.4 人
	11.基本养老保险参保率(%)	91	95	-	预期性	2024 年为 95%
	12.每千人口拥有 3 岁以下婴幼儿托位数(个)	1.8	4.5		预期性	2024 年约为 4.08 个
	13.人均预期寿命(岁)	77.93	-	累计增加 1 年	预期性	2024 年为 79 岁
绿色生态	14.单位 GDP 能源消耗降低(%)			累计降低 13.5%	约束性	2021-2024 年期间累计降低 11.6%
	15.单位 GDP 二氧化碳排放降低(%)	-		累计降低 18%	约束性	2021-2024 年期间累计降低 8%
	16.地级及以上城市空气质量优良天数比率(%)	87	87.5		约束性	2024 年为 87.2%
	17.地表水达到或好于 III 类水体比例(%)	83.4	85		约束性	2024 年为 90.4%
	18.森林覆盖率(%)	22.96	24.1	-	约束性	2024 年覆盖率超 25%
安全保障	19.粮食综合生产能力(亿吨)		>6.5		约束性	2024 年为 7.06 亿吨
	20.能源综合生产能力(亿吨标准煤)	-	>46	-	约束性	2024 年为 49.8 亿吨标准煤

数据来源：Wind，新闻资讯整理

我们认为现代化的长期战略在于通过推动科技创新和发展新质生产力，打

造长期发展动力源，并最终实现“人自由而全面的发展”，但需要正视的是，创新的最终效能发挥需要较长时间的迭代更新并与产业有机结合，在新旧动能转化的过程中无疑会面临阵痛，叠加外部环境不确定性的上升，“十五五”期间加快转变经济发展方式将作为政策主线。在此思路下，结合近期政策重点及“钟才文”系列文章，“十五五”期间关注以下几方面重点内容。

一是“科创驱动”。2025 年 4 月 30 日，习近平总书记在主持召开部分省区市“十五五”时期经济社会发展座谈会时强调，“‘十五五’时期必须把因地制宜发展新质生产力摆在更加突出的战略位置，以科技创新为引领、以实体经济为根基，坚持全面推进传统产业转型升级、积极发展新兴产业、超前布局未来产业并举，加快建设现代化产业体系”。2025 年以来，面对复杂的外部环境，我们清晰地认识到当我国低成本资源和要素投入带来的发展驱动力明显回落时，科技创新是应对国际竞争，抢占先机、赢得优势的关键所在。预计“十五五”规划仍将对诸如全社会研发经费投入、高价值发明专利拥有量等科技创新类型指标提出具体要求，更加关注战略性新兴产业和未来产业的发展，加强对其产业增加值占比的考量，将对“人工智能+”予以更多着墨。同时，畅通科技、人才、资本的良性循环，提升国家创新体系整体效能。

二是“投资于人”。现代化的最终目标是实现人自由而全面的发展，预计“十五五”规划也将更加凸显“投资于人”的理念。2025 年 6 月 9 日，中央发布《关于进一步保障和改善民生 着力解决群众急难愁盼的意见》，从社会保障、基本公共服务、基础民生服务、社会服务 4 大方面提出 10 条政策举措，“十五五”期间，政策预计将在教育、医疗、养老、社会保障、公共服务、住房、城

市更新等方面提出具体要求，增强人民群众的获得感、幸福感和安全感。

三是“扩大内需”。当前，拉动中国经济发展“三驾马车”中。消费逐步取代投资成为拉动中国经济发展的最大动能源头，但有效需求不足仍是当前比较突出的矛盾，其中，提振消费是当前扩大内需、做大做强国内大循环的重中之重。“十五五”规划或将围绕收入分配制度改革、地方财政税收改革，提供高品质消费供给、加强资本市场财富效应等方面释放消费潜力。此外，当前消费结构不断重构，居民对服务消费的关注度和消费意愿进一步提升，未来文旅、养老、托育等消费领域有望迎来政策加码。“扩大内需”更深层次的内涵是改变当前“供强需弱”的格局，在此目标下，反内卷、国内大市场建设等将被赋予更大权重。

除以上以外，我们认为开放、绿色、安全同样是“十五五”期间的施政重点。后续重点关注 10 月份召开的党的二十届四中全会上的相关表述和部署，“十五五”规划纲要预计将在 2026 年 3 月发布，我们将持续跟踪，在政策脉络中探寻更多资本市场机遇。往后看，四季度国内经济基本面仍旧承压，且在高基数效应下，压力可能大于三季度，预计年内季度 GDP 呈现“前高后低”的态势。但从更长期的视角看，我国政策兼具稳定性和灵活性，中国经济相对全球仍有相对优势和更多新的增长点。

第三部分 四季度大类资产观点

（一）全球股市：美联储推进降息周期，流动性宽松共振来临

全球股市三季度完全修复美国“对等关税”带来的噪声冲击，预计四季度市场仍沐浴在美联储重启降息周期带来的全球流动性利好下，风险偏好维持高位，中美股市或维持高位震荡格局。四季度中美博弈或将呈现短期“跌宕起伏、有来有回”但长期相对缓和（阶段协议或滚动续期）的状态，不排除彼此冲突加剧时，资产价格短期剧烈波动的可能。

1、美股：AI 初露泡沫化迹象，顺势而为但警惕风险

在 4 月“对等关税”期间集中释放风险后，美股重新回到上升趋势之中。在全球进入 AI 竞赛的历史新时期，美国科技股无疑是最大的受益者和也是带动主要股指走强的“火车头”，相关企业的财务报告也成为市场涨跌的“风向标”。以市值 4.5 万亿美元英伟达为首的美国科技“七姐妹（M7）”正带领美国股市来到历史估值高位，甚至显现 AI 泡沫化迹象，而美联储降息也与 AI 飞速发展形成暂时性闭环，使得我们对美股的投资策略，既需要主动融入浪潮中，但也需留有余地、保持谨慎。

AI 发展中的“失业上升—触发降息—推动科技股大涨”闭环不断演进，即 AI 技术对于入门级岗位的替代导致就业出现结构性恶化，失业率上升的情况引发美联储继续降息，降息带来的流动性又将推动股市上涨，其中科技股受流动性与盈利双支撑出现局部繁荣甚至泡沫化迹象，演绎出“政策驱动型局部繁荣”叠加“阶段性泡沫化”的局面。当前，美股几大股指处于上升趋势之中并不断

创造历史新高，其中纳斯达克指数、标普 500 指数和道琼斯指数动态 PE 分别达到 43.58、29.90 和 32.32 倍，位居 82.57%、90.04%和 97.51%历史分位，美国股票总市值与 GDP 的比值在 230%左右，不管是从动态估值、历史分位和情绪指标角度观察，当前美股都有泡沫化的迹象，这一点从巴菲特持有 3400 多亿美元现金、美国货币市场基金规模超过 7.3 万亿美元等指标中都予以佐证，美股的风险正在积聚，防守已经成为一些理性投资者的首选。但在多年来形成的美股上升趋势面前，**不与趋势为敌是多数投资者遵循的基本交易准则**。我们认为，四季度，对于美股保持仓位持有并谨慎追高是基本操作，如出现集中释放风险导致美股大跌后，则是比较好的介入时机。重点关注在上涨动力逐渐减弱的情况下，若四季度失业率继续攀升，不排除上涨乏力的美股先交易一波衰退，随后在美联储补救式降息支撑下重回升势的可能，此外四季度中美围绕关税的博弈有所升级，也可能带来短期的风险集中释放。**短期内美国就业市场在经济周期性与技术变革结构性因素交织下难以好转，由此催生的宽松货币政策，将继续推动股市估值脱离实体经济基本面走向泡沫化，这一趋势预计不会改变**。当前全球都在疯狂炒作 AI 资本支出，“宁可投错，也不错过”成了一致选择。AI 应用提高生产效率是确定的，但将在多大程度提升生产效率并产生多大的经济效益、终端应用能不能及时爆发出盈利性目前仍旧不得而知，从投资到变现的盈利闭环尚未打通。在这场交易 AI 资本开支的叙事中，一个更具体的落脚点就是用 Capex 取代 Opex，即资本开支（自动化等）替代运营开支（人力成本等），从而达到降本增效（“裁员降本”）的目的。但如此 AI 投资则会加剧美国贫富差距，使得无资产阶级和有资产阶级境地呈现冰火两重天境地，而美联储根据

就业走软而降息的政策，会对这一趋势火上浇油。最终，如果终端应用不能及时爆发出营利性，资本支出就可能被怀疑“打水漂”，当股价开始惩罚而非奖赏资本支出时，就可能刺破整个泡沫。因此，我们提醒在顺势而为、“享受”泡沫化的同时，也需警惕“局部泡沫膨胀后的脆弱性”和突发利空打破原有闭环，高度关注泡沫破裂加速经济衰退，触发金融市场与实体经济共振下行的风险。还值得一提的是，在美元弱周期中，非美股市的表现往往强于美国股市，再加上中国居民投资美股尚需缴纳 20% 境外所得税，投资美股的实际收益将大打折扣。

2、中国股市：牛市氛围已经形成，港股或再领涨全球

(1) A 股：牛市氛围已经形成，慢牛进入关键阶段

行至三季度，我们 2025 年白皮书关于 A 股“定位调整转向积极，中国股市锦绣未央”的年度观点以及三季度提示“内外部风险因素趋弱，或将迎来第二波上涨”的季度研判均已经验证，A 股牛市氛围已经形成。站在当下看四季度乃至明年中国权益市场，核心的问题是牛市还可以走多远？还能涨多高？管理层如何有序引导长期资金入市，如何将贸易环境波动性降低、美元降息推进全球流动性宽松共振、市场风险偏好提升、投资者情绪趋向亢奋等利好因素转变为市场“长牛慢牛”的支撑动能？“十五五”规划将如何引领中国股市走向更高水平的高质量发展？其释放的巨大潜力，又能否催生一轮坚实的“结构牛”行情？步入低利率和后房地产时代居民资产配置再平衡如何演进？对于这些问题，我们的答案是中国权益资产重估时代已经开启，股市增值将是居民财产性收入

的重要来源之一，也是中国经济转型升级的重要抓手。

从长期逻辑来看，中国资产价值重估的宏大叙事已经开启并获境内外投资者广泛认可。我们在年度白皮书中看好中国股市的核心逻辑是在百年变局中，中国国力的上升和金融强国理念的逐渐强化将带动中国股市长期走强。美国向全球发起“对等关税”是“失道寡助”，并令“美国例外论”趋向终结，而我国主张并力推基于规则的全球贸易秩序“得道多助”让“东升西荡”走进现实。叠加中国科技领域的异军突起，各个领域 DeepSeek 时刻不断涌现，围绕中国资产的交易已经从过去几年的“日本化通缩社会”转向“深度参与科技竞争的创新型经济体”逻辑上。中国政策的稳定性、连续性、确定性在过去几年的实践中反复得到检验，“相信中国就是相信明天，投资中国就是投资未来”的理念已得到更多认同，这里有特朗普“对等关税”失信于全球的偶然性，也是百年变局中，中华民族伟大复兴的历史必然，从长期来看必然提高中国资产的估值中枢，中国资产价值重估时代开启。今年以来表征港股和中国 A 股整体表现的恒生指数和万得全 A 分别上涨 33.69%和 28.89%位居全球前三，这还是在经历“对等关税”强冲击之后达成的，中国股市以超强的韧性、超越全球资产的涨幅验证了中国资产价值重估时代已经来临，海外配置资金开始流入也说明海外投资者对这一长期逻辑的认可。

从中期来看，金融强国目标牵引的“长牛慢牛”格局基本形成。历史经验表明，影响中国股市走势的核心因子就是政策，中国股市参与者偏好交易政策规划的预期以及围绕此规划采取行动，而经济数据只是结果，早已在此前的预期交易中计价。2024 年四季度以来，中国股市表现出非凡的活力与韧性，这主

要得益于金融强国目标牵引下的系列政策持续推动。追根溯源，2023 年 7 月政治局会议首次提出“活跃资本市场，提振投资者信心”，到 12 月中央金融工作会议首次提出“金融强国”；从 2024 年 4 月发布中国股市治理纲领性文件“国九条”，到 2024 年 9 月 24 日“一行一会一局”支持股市系列政策，尤其是央行史无前例创设两项支持股市货币政策工具；从 2024 年 9 月 26 日政治局会议提出“金融乃国之重器”，到 2025 年 3 月首次将“稳楼市股市”写入《政府工作报告》总体要求。政策的质变带来了股市量的积累和质的改变，投资者悲观预期的彻底扭转和牛市氛围的形成。2024 年“9.24”以来 A 股成交金额从此前一年的日均成交 7922.63 亿元(2023.10.9-2024.9.23)提升到日均成交 16958.63 亿元(2024.9.24-2025.9.30)，呈倍数增长，三季度连续 35 个交易日成交金额更是超过 2 万亿元；量的提升推动了指数的稳步上涨，“9.24”以来(2024.9.24-2025.9.30)表征 A 股走势的万得全 A 指数上涨了 61.92%进入技术牛市，彻底扭转了“9.24”以前的悲观预期，牛市格局基本形成。

从短期的情绪观察，四季度是 A 股长牛和慢牛格局形成的关键阶段，如何在不改变牛市预期的前提下，避免市场走向“疯牛快牛”，引导市场预期向“长牛慢牛”格局演变尤为关键，我们对国家金融相关部门的统筹协调能力和管理艺术充满信心。原因在于，一是去年以来悲观预期的扭转，牛市格局的形成，既有百年变局，东升西荡的战略机遇，更离不开政策的牵引，这共同构筑了市场向上的坚实基础。本轮牛市预期的形成既是中央金融工作委员会领导下，人民银行、金融监管总局、中国证监会等金融部门统一行动的直接结果，更与各部门在政策一致性评价原则下协同支持和综合施策密不可分。这是一次严格意

义的金融强国国家行动，当前的成绩只是小荷才露尖尖角，未来的管理政策会更加得民心并与市场形成正反馈，国家政策会一如既往地支持资本市场朝金融强国规划的方向发展，即将到来的“十五五”规划必然会有推动经济转型升级和资本市场高质量发展的进一步举措出台，为资本市场的长牛奠定坚实基础，并全程保驾护航。二是当前的国际形势依然复杂，快牛缺乏基本面支持，一定程度牵制机构投资者过度乐观的情绪。中美之间“斗而不破”，全球经济并未迎来真正意义上的复苏，中国经济中的房地产转型、地方政府化债、经济结构性改革等都还有待继续推进，基本面不支持波澜壮阔的牛市，确切地讲市场情绪仍需小心维护，更谈不上需要降温和打压，证监会表态“持续巩固资本市场稳定向好的态势”正是基于这样的考虑，这也是其尝试与市场沟通，引导市场预期有效措施。三是市场供需平衡可调可控，快牛变慢牛不缺调控手段。相关部门会结合市场可接受程度对股票供给侧的 IPO、再融资、退市节奏等进行加快或放慢的节奏把控；长期资本耐心资金（社保、商业保险、汇金、理财子等机构资金）的入市节奏本身与市场的投资价值（股息率、PE、ROE 等）密切相关，这些机构资金（包括外资配置盘）都是聪明资金，具有自动稳定器功能；融资盘、行业 ETF、公募基金等散户性质的资金可能存在追涨杀跌的特征，但融资品担保比例、公募基金的审批节奏同样是可以调控的。这些调控动作理应被视为衡量市场过热与否的重要信号，9 月 26 日摩尔线程上会或将拉开包括国产 GPU “四小龙”（摩尔线程、壁仞科技、燧原科技、沐曦），机器人（宇树）等产业链优质公司快速登陆市场的序幕，同样释放希望市场放慢节奏、改变陡峭上升斜率走向平缓的监管意图。

与过往几轮牛市高点重要指标比较看，当前 A 股不是顶，只是牛市第一阶段的牛回头（强势整理阶段），未来仍有较大空间。对比 2007 年 6124 点、2015 年 5178 点和当下的 A 股的资本化率、估值水平、投资价值、资金供给等指标，可以直观感受当前股市的泡沫化程度以及是否已经见顶。首先，从资本化率角度观察，2007 年 6124 点、2015 年 5178 点和三季度末中国股市资本化率分别为 140%、103%和 85%，当前中国股市资本化率离公认的 100%合理水平还有 17%的上涨空间，与美股 230%的资本化率水平更是相距甚远。其次，从动态估值的纵向比较看，2007 年 6124 点、2015 年 5178 点和三季度末的上证指数市盈率（PE）分别约为 47 倍、23 倍和 17 倍，这还是中国经济处于下行阶段尚未完全复苏，企业盈利尚未反转时的水平，当前的上涨仅仅是估值修复，并无明显的泡沫化迹象。第三，从估值的国际横向比较看，表征全市场股息率的万得全 A 股息率 1.81%，相对于全球主要股市如美股三大股指平均的 0.85%、日本的 1.55%和印度的 1.17%均有比较优势，这是在中国经济处于弱复苏阶段、银行等蓝筹公司分红率仅有 30%的情况下取得的，未来中国股市的盈利能力、分红水平和股息率还有较大提升空间。第四，从全球资金高低切换和中国居民家庭资产在房地产、理财、存款和股市等再平衡角度考量，中国股市的上涨动能依然充足。在变乱交织的国际形势下，中国的确定性使得国际资本本身就有高低切换配置中国资产的需求，这将为中国资本市场引入外部活水，同时在国内制度安排的引导下，长期资本和耐心资金开始稳定流入股市。2007 年 6124 点、2015 年 5178 点和三季度末中国 1 年期存款利率分别为 4.14%、2%和 0.95%，在房价负增长预期未扭转，理财产品收益率下探进入 2%时代的当下，居民 160

万亿储蓄同样面临家庭财富再平衡的选择，在股市回报率和投资体验改善的牵引下，超额储蓄部分流入股市是理性预期下的必然选择。

综上所述，我们认为四季度 A 股大概率将对前三季度的大幅上涨进行适度的技术指标修复，在股指创出 10 年新高的区间进行充分的筹码交换，抬高市场平均持仓成本，降低市场再次遭遇突发利空时恐慌性杀跌的可能，并在中国科技突围创新中，在“十五五”期间政策的驱动中，在经济转型升级的积极变化中，不断爆发引领资金追逐的投资热点，通过板块之间的高低切换、行业轮动，维持牛市氛围和赚钱效应，持续巩固已形成的牛市预期，放慢脚步等待经济基本面积积极成果从量变到质变。国际局势从乱到稳，耐心资本、长期资金、海外资金、居民储蓄稳步流入股市推动股市走好，财富效应扭转悲观预期走出通缩螺旋，形成股市上涨与经济复苏的正反馈。当前 A 股不是顶，长期仍有较大空间，核心关注点不是见顶大跌，而是如何合理引导预期让市场保持合适的温度且不至于过早进入亢奋状态，形成慢牛长牛预期，我们对此充满信心。

（2）港股：流动性宽松共振时刻来临，港股开启年内第二波上涨

投资港股的传统逻辑是基于港股估值低的特性，在全球流动性宽松时会迎来全球热钱流入，支撑港股表现。但在该过程中，港股的上涨周期往往较短，通常扮演“过江龙”的资金短期承接角色。在 2025 年白皮书中，我们认为港股将会迎来戴维斯双击，不同的是在全球“东升西荡”宏大叙事逻辑下，港股会成为中国资产价值重估的重要载体，吸引全球资金分享中国经济增长成果，带领中国资产走上长期向上的估值重估行情。从 2025 年前三季度行情运行情况观察，港股确实带领中国资产开启了价值重估之旅，恒生指数涨幅（以美元计价）

位居全球主要经济体股市涨幅前列，港股 IPO 融资金额跃居全球第一。取得如此涨幅得益于以下几个方面，一是港股低估值、高股息率的相对优势，是内地保险等长期资金布局的重点对象，封堵了港股下行空间。当前恒生指数 11.84 倍的市盈率和 3% 的股息率在全球范围仍具备极高性价比，前三季度港股通南下资金净流入超万亿元就是很好的证明，四季度如果流动性进一步充裕仍存在估值提升的可能。二是港股的包容性吸引了更多全球较大影响的上市公司来港上市，做大了人民币海外资产池，提升了港股的竞争力和吸引力，为全球资金购买中国优质资产创造了条件，打开了港股向上的天花板。港股市场已经成为全球仅次于美国纳斯达克之外的全球第二大科技股市场，涵盖如腾讯、阿里、小米、美团、中芯国际、优必选等互联网巨头、AI 产业链、机器人优质企业；同时还吸引许多内地优秀制造业上市公司赴港上市，如宁德时代、比亚迪、三花智控等；更有代表中国新消费的老铺黄金、风靡全球的泡泡马特、蜜雪冰城等，全球资金对中国新消费股票的追捧并给予高估值打开了中国资产未来向上的天花板。第三个因素，也是今年增量因素，香港将在数字经济时代作为国际金融中心重塑全球金融版图，确保在数字金融时代拥有更大的货币控制权并发挥更大的作用。近期香港在加密货币，稳定币立法方面紧跟美国步伐，已于 5 月 21 日通过《稳定币条例》法案，在 6 月 26 日发表《香港数字资产发展政策宣言 2.0》，在数字金融时代，积极探索实践，在全球数字铸币权争夺战中发挥先行先试的作用。

站在当下前瞻四季度，首先，美联储降息落地，点阵图显示四季度还将降息 2 次共计 50 个基点，这将是助推港股年内第二波上涨的主因，全球流动性宽

松共振时段来临，港股无疑将是最大的受益者。其次，当前港股互联网平台公司价格竞争基本告一段落，压制恒生科技指数的负面因素缓释甚至反转，阿里平头哥芯片以及百度昆仑芯应用的广泛报道，使得市场重新评估平台公司的科技属性并形成向上的牵引。我们预计，港股年内的第二波上升行情已于 9 月初美元降息前一周左右启动，四季度仍将保持震荡向上的运行节奏，并不断刷新年内新高。尽管中美关税博弈可能带来阶段性的冲击与扰动，但风雨之后必见彩虹，短期下跌“牛回头”为买入港股提供难得的机会，不会改变港股已经形成的上升趋势，也阻挡不了全球富余流动性流入港股的步伐，港股仍可能是四季度和全年全球表现最好的权益市场。

（二）全球债市：美债保持上涨态势，中债牛市尾部徘徊

1、美债：降息预期扩大化，上涨态势可延续

年度白皮书中关于美债的观点是“美联储降息继续推进，预计降息 50-100 个基点，美债票息高、汇率稳，配置价值较高建议超配”。如今这一观点中的“汇率稳”不再成立，今年前三季度美元指数下跌 9.83%，美债收益率比较优势不再。在美国“对等关税”政策出台损害美元信用，穆迪调低美国主权信用评级的前提下，欧债等非美国债（以美元计价）的收益率高于美债，我们于 5 月 19 日将美债从年初的超配（推荐）调整为标配，三季度仍然维持调整后的二季度观点。

展望四季度，在 9 月降息落地后，最新点阵图显示年内降息次数累计将达 3 次，降息幅度扩大至 75 个基点，我们认为在此预期下美债大概率保持上涨态势，

同时因美元年内跌幅较大，在低位进一步下跌空间有限，**四季度投资美债将会有明显的资本利得收益**，需要注意的是美国通胀超预期反弹对降息预期的影响。考虑到当前通胀仍处于较低位置，在美联储政策优先锚定失业率指标和特朗普压力下，顺势降息将是美联储最优政策选项，但通胀因素切实存在，美联储降息的步伐很可能是缓慢且谨慎的，这就意味着美债收益率很难快速大幅回落，且不排除每次降息都演绎“买预期，卖事实”即先上涨后回调的节奏，对于投资者来说，震荡下跌时就是投资美债的好时机。**基于对美元指数中期下行的研判，汇率调整后投资美债的实际收益率很可能不如欧债等非美债券，适当投资欧元区国债等非美高等级债券以替代美债投资也是不错的选择。**

2、中债：股债跷跷板效应显现，债市牛市尾部徘徊

重检年度白皮书对国内债市的观点，今年以来国内债市牛尾徘徊，三季度末 10 年期国债收益率收于 1.86%，落入年度预测收益率区间下限附近，但整体仍符合我们年度白皮书中“预计 10 年期国债收益率震荡区间为 1.4%~1.9%”的观点。预计四季度或有短期小幅反弹的可能，但受制于股债跷跷板影响，整体投资性价比不高，债市仍将在牛市尾部徘徊。操作上，四季度继续维持白皮书给出的标配建议。

展望四季度，债市经过前三个季度的调整，1.86%以上的 10 年期国债收益率或具备短期反弹的动力，但整体投资性价比仍不高。首先，偏冷的经济基本面并不支持无风险利率大幅上行，债市尚未转熊。其次，货币政策基调依然是“适度宽松”，在强化政策灵活性和预见性的同时，不排除央行有更多支持性

工具来平滑四季度季节性资金扰动，但央行报告中新增“防范资金空转”的提法，强调信贷的“提质增效”，从消费贷利率重回 3% 以上、严禁信用卡买黄金等细节来看，央行在力求支持实体经济和保持金融健康性的平衡，利率下行宜缓不宜快，债市牛市尾部徘徊。第三，股债跷跷板效应或将持续，在今年前三季度权益投资赚钱效应下，更多居民资金由传统的存款、货币基金、开放式债券型理财逐步向权益投资转换，亦或对债市形成压力。综上，四季度国内债市或有止跌甚至小幅反弹的可能，在宏观数据与货币宽松未有实质变化前，债市转熊的临界点尚未到来，但从股债性价比观察，投资债市的性价比不高，很容易受股债跷跷板影响，投资操作上建议标配债券，适度增配“固收+”产品。

（三）外汇市场：美元弱势整理，非美区间波动，人民币或稳中有升

鉴于美元信用受损，我们在二季度对白皮书外汇市场观点进行了较大范围的修正，将美元从超配调低到标配，同时将欧元、日元从保守提高至标配。展望四季度，美元指数或仍延续低位震荡的态势，非美货币总体区间波动，人民币或稳中有升。

具体来看，我们在三季报中论证了美元汇率的分析框架不能简单从利率角度去理解。今年以来，造成美元走势由强转弱的主要原因包括特朗普上台后的一系列政策打破了美元原有的循环，中国在科技、军事等领域出现 DeepSeek 时刻动摇了美元霸权的根基，全球“去美元化”提速，这一趋势当前才刚刚开始并呈现明显的“破窗效应”。具体看四季度，此前支撑美元的高存款利率优势逐步减弱，叠加经济基本面走弱、美国债务上限纷争以及政府“停摆”等扰

动因素均利空美元表现。美联储 9 月降息 25 个基点，点阵图显示年内还有 2 次降息，而其他主要货币中，日元不排除加息可能，但 10 月初高市早苗当选自民党党首并可能出任新一任首相已经让日元再次承压，欧元、人民币四季度大概率维持当前利率水平不变，英镑与澳元降息幅度或小于美元，美元相对于其他货币的利差将进一步缩窄。展望四季度，在没有出现重大因子突变的前提下，美元总体偏弱的格局或仍将延续。非美货币方面，或整体呈现出与美元反向波动的局面，总体涨跌互现，欧元、澳元偏强，日元因国内政局不确定性加剧表现可能不如前三季度强势，加元偏弱，其他货币维持中性。

人民币汇率在今年经受住了关税冲击的考验，年初尤其是“对等关税”前夕全球各大投行一致看衰人民币汇率，美元兑人民币汇率跌破 7.5 乃至 8 的声音此起彼伏，但今年以来人民币汇率走势远好于市场预期。我们在前期季报中也提出，经济稳中向好、出口韧性、政策呵护是人民币汇率保持稳定的重要因素。二季度以来，随着人民币汇率贬值预期改变，经常账户结售汇顺差也重新转正，出口商结汇意愿改善，四季度历来是出口企业结汇的旺季，结汇高峰也将对汇率形成正向提振。政策方面，人民币国际化需要稳定的币值为支撑，保持人民币汇率在均衡水平上基本稳定政策基调一直没有变。近来人民币国际化有提速之势，媒体报道中国铁矿石交易商要求交易用人民币结算可以视为一个新的信号，可能加快人民币国际化步伐，也将对人民币汇率形成支撑。总体来看，随着外部美联储开启降息，出口韧性保持与结汇意愿增强，人民币兑美元汇率有望延续稳中有升的态势，兑非美货币与美元兑其他货币方向一致，幅度略有不同，人民币汇率指数总体还是保持下跌态势。

（四）商品市场：黄金仍在主升浪中，商品延续分化格局

1、黄金：去美元化强化叠加美元降息，黄金年内第二波上涨继续

百年变局下美元信用削弱（美联储独立性下降、美元实际购买力重置、美元工具化政治化等）及“去美元化”浪潮推进，进而衍生出的各国央行持续购金行为，与美联储重启降息一并成为主导此轮黄金上涨的核心因素，三年来这一逻辑不断强化，现在更是得到更多机构和普通投资者的广泛认同。支撑黄金上涨的其他因素，如对美债规模不可持续的担忧、美国贸易和财政双赤字困局、地缘政治冲突等是黄金短期向上脉冲的诱因，所有主辅因素共同构成此轮黄金牛市向上的合力。

具体看四季度，在主线逻辑保持不变的情况下，一些新的增量因素和信息可能影响黄金未来一段时间的价格走势。利好因素方面，一是年内美元降息落地及预期降息幅度扩大，美元实际利率走低以及美元持续走弱都对黄金形成有力支撑；二是美国两党围绕财政的博弈、美国政府关门等增加市场对于美国债务负担担忧的态度，都将刺激黄金价格向上脉冲；三是稳定币公司 Tether（泰达）在瑞士自建金库，配置 80 吨黄金（占其整体储备的 5%）以及在黄金产业链投资的行为，表明在未来数字货币时代，黄金对冲美元信用风险的功能依然不可或缺。利空因素方面，一是全球关税争端和地缘政治冲突大概率趋向缓和；二是黄金价格不断刷新历史高位，市场积累了大量的获利筹码，技术性抛售压力伴随价格上涨逐渐增大，此外，进入高价区间后消费需求的放缓及央行购金节奏放缓或者暂停都将成为压制金价的短期利空因素。目前黄金走势处于调整结束后的年内第二波上涨过程之中，上涨势头运行良好，利好催化较多，海外

各大投行均不断上调 2026 年黄金上涨幅度和可能达到的历史新高高度，如高盛把 2026 年黄金的目标价调高到 4900 美元/盎司，我们对此表示认同并提醒继续享受黄金上涨给组合带来的收益贡献。当前依然不用怀疑黄金长期向上的逻辑主线，在去美元化过程中，黄金的走势还将有数字化、链上化等新的支撑逻辑出现，黄金在百年变局中的地位独一无二，不可替代。

我们从 2022 年三季度开始持续看多黄金，2022 年四季度策略提示伦敦金 1700 美元/盎司以下是极佳的配置部位，2023 年以来连续三年白皮书中我们都给予黄金超配，2023 年 6 月提出“跟着央行买黄金”的口号，认为“黄金是避险型投资、储蓄型消费和保值型悦己”，深入浅出阐述黄金投资的必要性和重要性。2024 年我们认为黄金牛市氛围逐渐形成，提出黄金进入主升浪，全年黄金成为全球表现最好的资产。2025 年我们提出“不信美金信黄金”，黄金仍在主升浪，如今黄金连续三季度上涨且一、三季度涨幅均超过 16%，呈现典型的主升浪特征。

短期黄金调整的压力主要来自获利回吐，均以技术性调整为主，也有在达到这波高点后震荡并进入几个月平台整理期的可能，不可盲目追高，对于处于上升趋势的资产选择持有是首选策略，也是资产配置的基本要求。操作建议方面可以参考央行购买黄金的操作手法，最近几个月央行月度定投黄金的金额相对 2022、2023 年要减少，但并没有停止购买，也反映出央行定投黄金的操作思路。

2、商品：商品走势继续分化，铜铝走强原油偏弱

商品和贵金属方面，白皮书中观点相对看好有色的铜和铝，而不看好原油。

二季度，我们将铜从保守调高到标配，主要逻辑就是美元持续走弱，商品尤其是有色金属需要重新定价。展望四季度，美元走弱有色金属铜、铝重新定价的逻辑强化，我们维持商品走势继续分化，铜铝继续走强，原油偏弱的观点。

当前原油走势一如既往地遵循供需逻辑，供应增长和需求季节性放缓共同作用，预计全球石油市场可能从三季度的相对均衡转向供应过剩，这将制约油价上涨，并使其面临下行压力，预计四季度国际油价维持弱势震荡走势。第一，供应端增产压力持续。一方面，OPEC+已提前完成 220 万桶/日的增产目标，且 7 月产量环比增加 26.2 万桶/日，尽管实际增产规模有时低于计划，但机构预计其增产计划有望在四季度末完全兑现。另一方面，2025 年全球原油供应增长的主要来源预计是非 OPEC+产油国（如美国），美国能源信息署（EIA）预计其 2025 年供应将增长 146 万桶/日。这使得非 OPEC+的产量变化成为决定市场供需格局的关键因素。第二，需求端季节性走弱。一是，三季度北半球的夏季出行和燃油发电需求旺季结束后，四季度原油需求面临季节性走弱的压力，同时汽油消费难以大规模增长；二是，中国和美国炼厂开工率在经过二、三季度持续攀升后，目前已处于历史同期高位，进一步增长空间有限；三是，美国 EIA 汽油库存预计从 11 月开始转入累库周期，这也是需求转弱的一个信号。

再来看看金属铜和铝，金属铜方面，我们预计四季度可能震荡偏强。一是，市场普遍预计美联储在 2025 年还有 2 次降息，年度降息幅度扩大至 75 个基点，美元贬值交易主导近期商品和贵金属走势，以美元计价的大宗商品（包括铜）价格上行；二是供应偏紧格局持续，铜精矿供应维持偏紧态势；三是四季度是传统的消费旺季，尽管传统领域如房地产和空调表现疲软，但新能源汽车和电

力行业的强劲需求，为铜消费提供了有力支撑。但可能的风险点为，铜价处于相对高位时，可能会对下游的采购意愿和接受度产生一定的抑制效应。金属铝方面，四季度铝价则预计维持高位震荡。持续低库存是支撑铝价最核心的因素之一，国内外电解铝社会库存均处于历史相对低位，特别是在四季度传统“金九银十”旺季过后，若库存能持续下降，将显著增强市场信心并支撑铝价。但当前铝价也处于高位，可能已经对部分下游加工企业的利润和采购意愿产生压制。

第四部分 四季度资产配置策略

（一）四季度大类资产配置策略

在“美元降息持续推进，全球资产沐光而行”宏观主题背景下，我们认为 2025 年全球大类资产配置顺序大概是：中国港股>中国 A 股>人民币黄金>美元黄金>新兴国家股市>美国股市>金属铜铝>日股>欧股>美债>中债>商品（原油），其中黄金与权益不分伯仲，权益中新兴市场股市强于发达国家股市，债券中美债强于中债，商品中铝强于铜，原油或弱于债券，原油或是唯一负收益的资产。全球权益方面，美元降息周期持续推进，中美宽松共振可期，全球流动性边际改善，新兴市场股市弹性更大。股市定位调整、政策强力支持、性价比最优的中国股市（A 股、港股）继续超配（推荐）；特朗普点燃复苏预期，政策矛盾埋下风险伏笔，美股对乐观预期反应过度对风险反应不足，建议先低配、耐心等待风险释放后再视情况提高至标配。欧洲经济延续低迷，但英股优于欧股，建议标配英股、低配欧股。日本进入温和通胀和弱复苏格局，但日元贬值侵蚀收益，建议标配日股。债市方面，美元降息持续推进，美债票息高、汇率稳，配置价值较高，建议超配（推荐）美债，同理中资美元债建议超配（推荐）。适度宽松货币政策和化债背景下，中债利率中枢大概率继续下行，预计 10 年期国债收益率运行区间为 1.4%~1.9%，建议标配中债。外汇方面，美国经济强于疲弱的欧洲，强政策与避险情绪支撑美元，建议标配美元；英国强于欧洲，建议欧元低配（保守），英镑标配；美国关税威胁和原油价格承压，建议低配加元（保守）；日元加息难抵美日国债巨大利差，建议日元低配（保守）；澳洲经济韧性、货币政策偏鹰，建议标配澳元；经济复苏及政策积极支撑，建

议标配马来西亚林吉特；利差优势，国际贸易关系机遇与挑战并存，建议标配印尼盾；内部政治经济稳定，外围不确定因素较多，人民币汇率或双向波动，建议标配人民币。贵金属与商品方面，在百年变局中我们将黄金定位为“避险型投资，储蓄型消费、保值型悦己”，黄金牛市依旧在，或几度冲击扰动，继续超配黄金（推荐）；黄金的影子加新质生产力工业需求上升，继续超配白银（推荐）；商品价格供求关系决定，铜宽幅振荡、铝中性偏强，原油重心下移，建议铝标配，铜先低配（保守）视情况提高至标配，原油低配（保守）。

二季度，我们根据白皮书预设条件，已经在 4 月初将美股从低配（保守）提高至标配，欧洲股市也从保守提高至标配，将美债、美元从超配（推荐）调降至标配，将欧元、日元从保守调高至标配，将铜从保守调高至标配。**四季度维持二季度配置观点不变。**

(二) 四季度大类资产配置一览表

表 4：四季度大类资产配置一览表

股票	低配程度		标准配置	超配程度	
	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
美国（标普500）		●	●		
欧洲（DAX, CAC）		●	●		
英国（富时100）			●		
日本（日经225）			●		
中国A股（沪深300）				●	
中国港股（恒生指数）				●	
债券	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
美国国债			●	●	
中资美元债				●	
中国：货币市场			●		
中国：利率债			●		
中国：信用债			●		
中国：可转债				●	
商品	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
黄金				●	
白银				●	
原油		●			
铜		●	●		
铝			●		
外汇	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
美元			●	●	
欧元		●	●		
英镑			●		
加元		●			
日元		●	●		
澳元			●		
林吉特			●		
印尼盾			●		
人民币			●		

注：灰色为预设条件择机调整的方向，红色圆点为二季度修正，当前观点较二季度修正后未发生变化。

第五部分 四季度策略建议

2025 年，基于对中国权益市场的看好，我们建议继续调增不同风险偏好客户资产配置方案中权益类资产配置比例 1%-3%不等。C4 客群组合权益资产配置最高比例从 2024 年的不超过 65%提高到 68%，黄金从 12%降到 11%依然维持超配，相应降低债券类资产配置比例，其他风险偏好客群相关资产也随之进行相应调整。按照我行客户资产配置模式，结合三季度策略，我们对投资者四季度资产配置建议如下（具体的战术调整建议，请参见每周发布的策略周报）：

（一）近几年针对重大事件对战略资产配置影响提出的重要提示

2022 年针对美西方国家没收俄罗斯富豪资产的情况，我们在 2022 年三季度中提出了几点资产配置原则建议与倡议：一是重申财富合法性原则；二是重申财富配置地区安全性原则；三是重申资产配置均衡和产品多元化原则；四是财富价值最大化倡议。2023 年响应监管倡议，我们构建“中特估”组合提请重视高股息资产，尤其是高股息银行股的配置重要性；2024 年我们再次重申正确认识中国高股息资产在低利率环境中定期分红回报与股价增值功能。

针对 2025 年出现的“百年变局中，‘东升西荡’加速走进现实”的新情况，我们提出重新评估美元资产。需要深刻思考美股不败的神话是否还能延续？美元真的就是“美金”吗？有没有重置的可能？美债技术性违约有没有可能发生？对此我们也没有明确的答案，但既然市场有这种论调，结合百年变局的大环境下我们的观察，建议投资者在资产配置中要提前做好应对，不迷信、不盲从，适度增加黄金、中国和其他地区优质资产作为对美元资产的部分替代。尤其是

那些高度超配美元资产的惯性思维需要重新评估，低配、低估中国资产的投资者需要适度校正，“世界政治格局多极化、国际货币体系多极化、全球资产配置多元化和分散化”或许是百年大变局的积极应对之策。

（二）四季度投资者资产配置的机会与风险

总体来讲，四季度全球重大政治经济活动进入年度收官阶段，中美关税风波带来短期扰动但长期看大概率滚动续期、继续博弈，考虑到前三季度经济累计同比增长 5.2%，缓解了全年经济目标实现的压力，年内政策或托而不举，映射到资产端大概率是所有资产在经历前三季度大涨之后波动率都将趋向收敛。具体来讲，黄金可能在四季度完成年内第二波快速上涨后回落横盘整理；A 股牛回头继续夯实慢牛基础，大概率呈高低切换和风格轮动，指数较难出现大幅上涨或下跌；美股在美联储降息持续推进和通胀上升纠缠中，或将艰难爬升，随时有集中释放风险的可能，关键取决于“七大科技股”增长能否持续超预期以及内部政党、外部关税博弈会否升级；受益于美元弱势周期和美元降息流动性宽松润泽，港股有可能是四季度上涨一致预期最高的市场，但也会受美股大幅波动的拖累。具体的机会与风险如下。

机会方面，基于前述结论和对中国股市“长牛慢牛”的研判，四季度仍是牛回头逢低加仓和“冬季播种”的好时机。对于暂时还没有扭转熊市思维的投资者，四季度是最珍贵的加仓窗口期，在坚持“科技+价值”配置原则下，一是可考虑逢低对涨幅落后的高股息板块进行配置，追求补涨机会，尽管年内涨幅较小，但进入 2026 年度后高股息就将迎来保险等长期资本、耐心资金和外资配

置盘新一轮年度加仓，因此建议在四季度逢低提前介入。另一个加仓方向就是科技等主流强势板块，科技主线今年热度很高且涨幅较大，但未来又不可或缺，因此在时机选择方面不能盲目追高，优选回调阶段建仓。比如 AI、算力、机器人、芯片、固态电池等新质生产力板块是中美未来一段时间科技竞争的核心领域，具有高成长和无限想象空间。如今的中国科技板块已是全球科技竞赛中产业链上不可或缺的“核心资产”，与美国 M7 具有同样的战略配置价值，只是体量上有差别而已。在科技主流板块的选择上香港的恒生科技、恒生互联网和内地的科创 50、科创 100 这些都是很好的指数类标的，适合长期配置。

风险方面，我们首次提醒对于中国权益资产和黄金的零配置，不仅将错过优势战略资产配置的历史机遇，更将导致组合失去对冲功能、缺乏长期增长动能的战略资产配置风险。从战略资产配置的角度，多资产是组合收益的来源和组合稳定性的工具，对长周期趋势向上资产的忽略或低配是战略资产配置的大忌，不仅仅是失去机会，更存在战略误判的风险。另外一个短期的风险可能来自对处于阶段高位的资产或板块进行追高，比如三季度策略提示 A 股银行指数如果脱离上升轨道快速上涨就有追高风险，三季度该观点也得到验证，中信银行指数季度下跌 8.66%，如果追涨很可能要等到明年二季度才能解套。类似的情况四季度可能发生在正处于强劲上涨过程中的黄金、A 股部分领涨指数和美股中，我们并不是不看好这类资产，只是不建议高位追涨影响投资者的持仓体验，进而动摇投资者的持仓信心（很多投资者往往因为短期被套就会选择放弃持仓）。关注的风险不等于必然发生，但我们在资产配置和构建组合时应该有所应对。

以上策略是我们基于当前和可预见的未来基本面所做的研判。我们将根据

重大基本面变化和市场演进情况相机决策，具体敬请关注“中国银行私人银行”公众号、“中国银行财富金融”公众号和手机银行“中银头条”推送的“中银投策”系列报告。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整机构均不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

和个人不得以任何形式对外翻版、复制和发布。不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意地引用行为进行追究的权利。