



光期研究 见微知著

大类资产策略周报

赵复初

2025年10月19日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

摘要

大类资产配置：持续关注美元信贷违约风险

1. 海外宏观：市场恐慌交易情绪暂告段落

(1)**美国政府停摆即将进入第四周**：当地时间10月16日，美国参议院以51票对45票的结果，再度未能推进由共和党主导的临时拨款法案，这已是参议院第9次否决该法案。此外，特朗普政府通过收回国会已批准开支暂时解决了军队薪资问题，引发民主党议员的强烈不满。此前，市场预期两党将通过平价医疗与农民补助的捆绑临时拨款法案结束停摆。但两党参议院领袖发言来看，短时间内达成一致的可能性大幅降低，美国政府部分“停摆”的局面将至少持续至11月初。

(2)**美元信贷违约风险抬头**：穆迪报告显示，截至10月的12个月内，全球杠杆贷款市场(其中大部分在美国)的违约率上升至7.2%，这是自2020年底以来的最高比率。持续高利率对企业为新冠疫情后出现的廉价借贷进行再融资造成了影响，可能会加剧企业破产压力。逆回购交易规模跌至历史最低，而回购工具使用量激增，可能指向流动性存在阶段性紧张，或放大区域银行贷款违约担忧。

(3)**年内两次降息可能性超90%**：本周十余名美联储官员发表了对于降息的乐观看法，但未能扭转市场担忧。除米兰依旧支持降息50bp外，其他多数官员包括沃勒均表态支持下次会议降息25bp，并表态后续需谨慎进行。CME利率观察工具显示，年内两次降息定价概率超90%。

2. 大类资产表现：区域银行信贷危机引发市场担忧，降息预期升温、鲍威尔暗示即将结束缩表以及避险情绪加持下，美元与美债收益率双双下跌，市场风险偏高继续改善；海外股指延续流动性交易逻辑支撑；黄金价格冲高或暂告段落；原油与大宗商品受需求转弱预期压制。

(1)债市方面，区域银行信贷危机引发市场担忧，降息预期升温、鲍威尔暗示即将结束缩表以及避险情绪加持下，美债收益率周内整体下跌。短期内美联储宽松表态，以及特朗普关税言论缓和安抚市场情绪，美债收益率大幅下跌行情可能告一段落。国内方面，本周央行超量续作6个月期买断式逆回购，10年买断式逆回购净投放4000亿元，央行呵护下资金面继续转松，DR007一度下行至1.4%以下，资金面利好之下本周债市迎来小幅修复。此外，9月金融数据、通胀数据整体反映出经济仍处于弱修复进程当中，债市反应不大。下周来看，关税扰动之下避险情绪有所升温，债市偏强震荡。但当前市场风险偏好依旧较强，国内降息未至以及未重启国债买卖，债市缺乏大幅走强动力。

(2)汇率方面，美联储褐皮书显示消费支出小幅下降，劳动力需求普遍低迷；而且美联储理事米兰呼吁加快降息步伐，其称今年再降息两次是现实的。受此影响，美元指数回落，全球风险偏好整体升温。

(3)股指方面，虽然周四由于银行板块一度引发市场担忧，但随着特朗普关税言论缓和、美联储官员发言支持继续降息以及避险情绪降温，市场整体依旧延续流动性交易逻辑，股指表现较优。国内方面，A股指数在周度级别大幅回落，全球不确定性加深，多国权益资产回调，黄金突破4300美元每盎司。考虑到重要会议下周即将召开，不排除资金风险偏好降低、持币观望的心态。我们认为，随着重要会议的召开，指数波动率较大概率上行，可以关注波动率上行后的备兑策略。

(4)原油方面，实体需求下行带动化工产品价格走弱，产品走弱反向制约原料涨幅，直到新的平衡达成。过剩产能出清，需求企稳，油价的中枢才会稳定。当前来看，油价或向下刷新新低。贵金属方面，随着美国金融市场的波动，美联储主席鲍威尔讲话安抚市场，表示将在几个月内结束缩表，宽松预期下贵金属市场出现过热的表现。而在这种情况下，随着地缘政治出现缓和消息，随着特朗普在中美贸易态度上的软化，贵金属市场出现快速调整和获利了结。预计短期内黄金随市场情绪出现部分回调，但中期宽幅震荡可能性更高。

3. 下周关注重点：

国内关注三季度GDP增速和9月经济数据；海外关注美国通胀数据与经济景气度数据



大类资产配置策略

图表：大类资产价格变化

权益类	周度涨跌幅	月度变化	债权类	周度变化（单位，bp）	月度变化	美元/日元	-0.39%	1.34%
MSCI 世界领先	1.20%	0.34%	美国1年期	-4.00	-11.00	瑞郎/美元	0.72%	0.53%
MSCI 世界	1.38%	0.19%	美国2年期	-6.00	-17.00	美元/人民币	-0.14%	-0.20%
MSCI 发达国家	1.33%	-0.23%	美国5年期	-6.00	-17.00	美元/离岸人民币	-0.07%	0.08%
MSCI 新兴市场	-0.30%	1.63%	美国10年期	-3.00	-18.00	大宗商品	周度变化	月度变化
纳斯达克	1.80%	0.19%	美国10-2yr	3.00	-1.00	COMEX黄金	6.24%	10.76%
标普500	1.17%	-0.48%	中国10年期	-1.22	-6.24	WTI期货（NYMEX）	-1.03%	-8.77%
道琼斯工业指数	1.04%	-0.79%	中美利差	-0.22	4.76	布伦特期货（ICE）	-1.21%	-9.33%
德国DAX	-1.91%	0.14%	德国10年期	-13.00	-17.00	TTF天然气期货（CME）	0.39%	0.08%
法国CAC40	2.42%	2.90%	英国10年期	-19.84	-22.15	沪铜	-1.77%	5.95%
富时100	-1.39%	-0.04%	日本10年期	-3.40	0.60	沪金	10.90%	19.81%
日经225	-1.05%	5.64%	外汇	周度变化	月度变化	原油	-6.34%	-10.40%
恒生指数	-4.00%	-5.20%	美元指数	-0.29%	0.62%	螺纹钢	-2.13%	-2.75%
沪深300	-2.22%	-2.29%	美元/澳元	-0.35%	1.21%	PTA	-2.91%	-5.90%
上证50	-0.24%	-0.18%	欧元/美元	0.98%	-0.36%	豆一	1.90%	1.51%
中证500	-5.17%	-4.55%	英镑/美元	0.99%	0.11%	生猪	3.09%	-11.79%
中证1000	-4.62%	-4.17%	美元/加元	0.09%	0.76%	铁矿石	-3.02%	-4.22%

资料来源：Bloomberg，WIND，iFinD，光大期货研究所

备注：本期周度数据统计周期为10月13日-10月17日，月度数据统计周期为9月29日-10月17日，北京时间

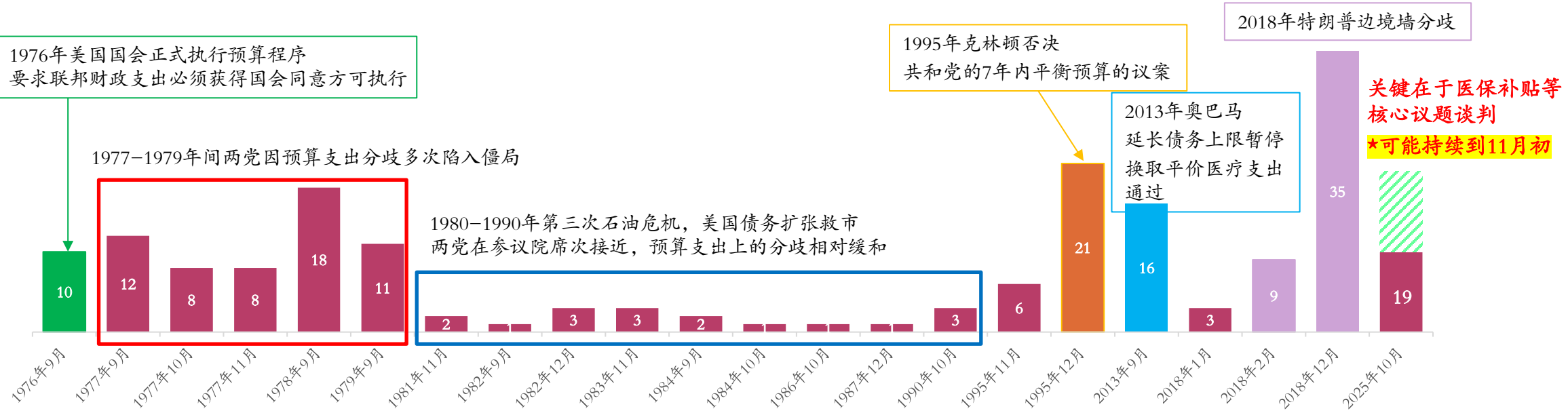
目 录

- 1、海外市场热点追踪
- 2、大类资产走势分析
- 3、下周重点关注事件



1.1 美国政府关门继续延长

图表：临时拨款法案参议院表决再度搁浅



资料来源：公开新闻，光大期货研究所

资料来源：公开新闻，光大期货研究所

➤ 当地时间10月16日，美国参议院以51票对45票的结果，再度未能推进由共和党主导的临时拨款法案，这已是参议院第9次否决该法案。此外，特朗普政府通过收回国会已批准开支暂时解决了军队薪资问题，引发民主党议员的强烈不满。此前，市场预期两党将通过平价医疗与农民补助的捆绑临时拨款法案结束停摆。但两党参议院领袖发言来看，短时间内达成一致的可能性大幅降低，美国政府部分“停摆”的局面将至少持续至11月初。

1.2 美国区域银行贷款风险引发市场恐慌

图表：美国股市区域性银行板块大幅下跌（截至北京时间10/17下午）



资料来源：iFind，光大期货研究所

图表：恐慌情绪几乎蔓延至美股全行业

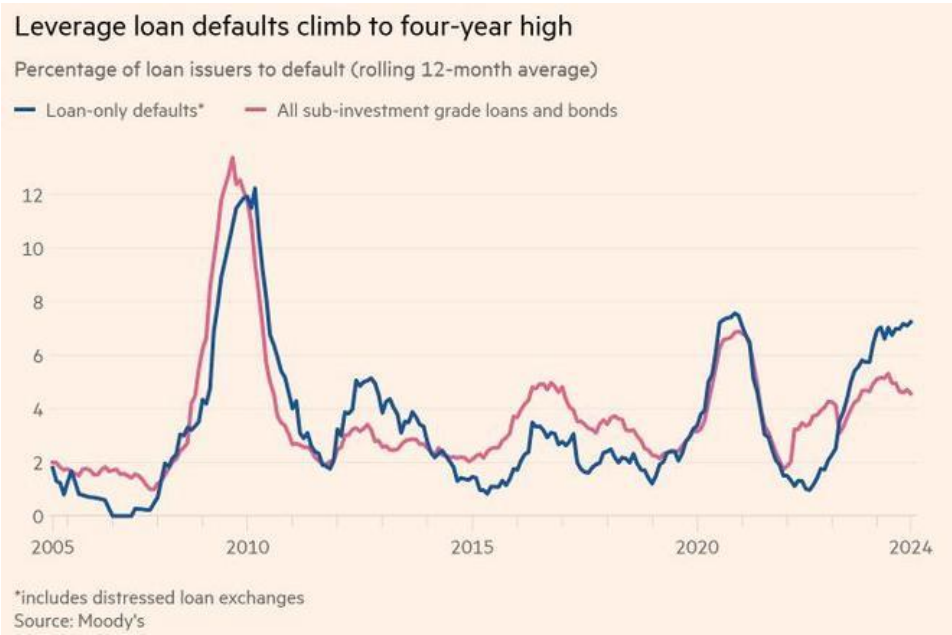


资料来源：iFind，光大期货研究所

➤ 当地时间10月16日，美股大幅下跌，美国地区性银行板块遭遇重挫，市场避险情绪急剧升温。起因为多家中型银行曝出贷款欺诈事件，引发投资者对信贷质量和资产透明度的担忧。美国区域银行Zions Bancorp和Western Alliance Bancorp相继披露，其向投资不良商业抵押贷款（CRE）基金提供的贷款遭遇诈骗，累计潜在损失达数千万美元。

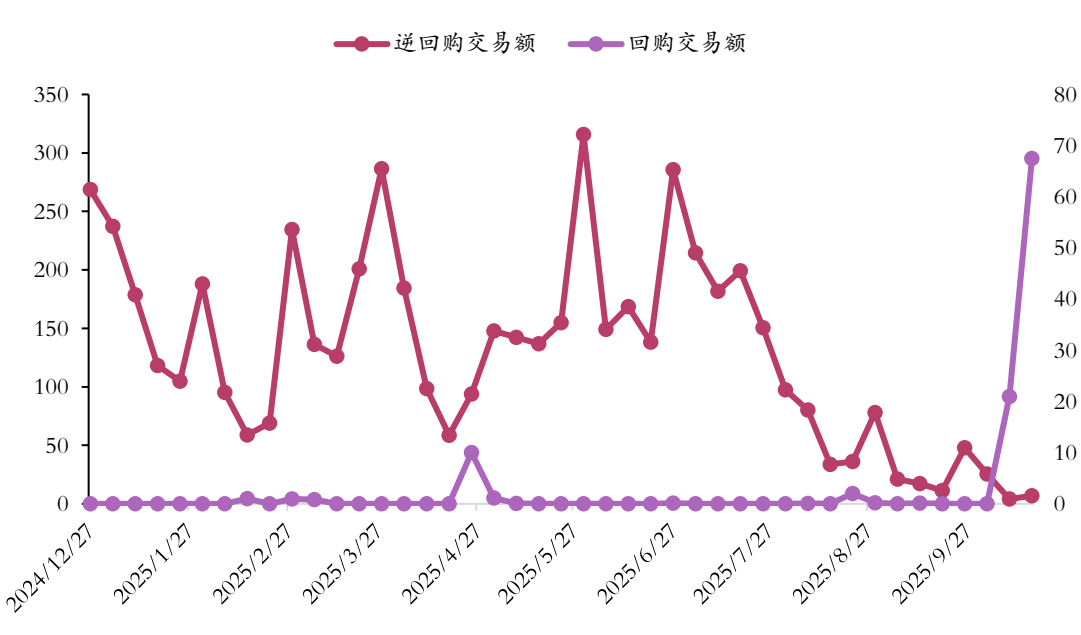
1.3 美国杠杆贷款违约率飙升

图表：全球杠杆贷款市场的违约率上升至7.2%（%）



资料来源：Moody's，光大期货研究所

图表：逆回购资金池规模不足3500亿美元（十亿美元；亿美元（右轴））

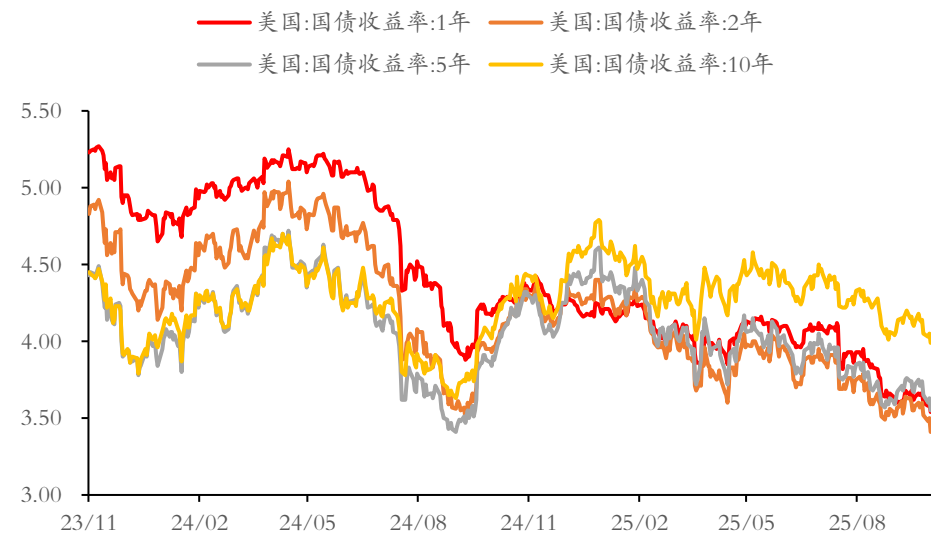


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 穆迪报告显示，截至10月的12个月内，全球杠杆贷款市场(其中大部分在美国)的违约率上升至7.2%，这是自2020年底以来的最高比率。持续高利率对企业为新冠疫情后出现的廉价借贷进行再融资造成了影响，可能会加剧企业破产压力。逆回购交易规模跌至历史最低，而回购工具使用量激增，可能指向流动性存在阶段性紧张，或放大贷款违约担忧。

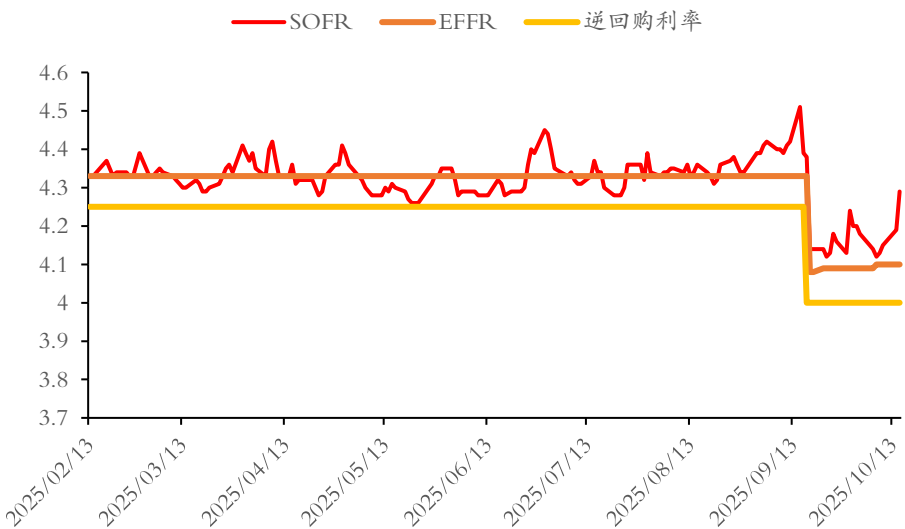
1.4 美联储或加速转向宽松政策

图表：市场避险情绪倒逼美联储加速宽松（人）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：融资市场资金紧张情绪正在放大（%）

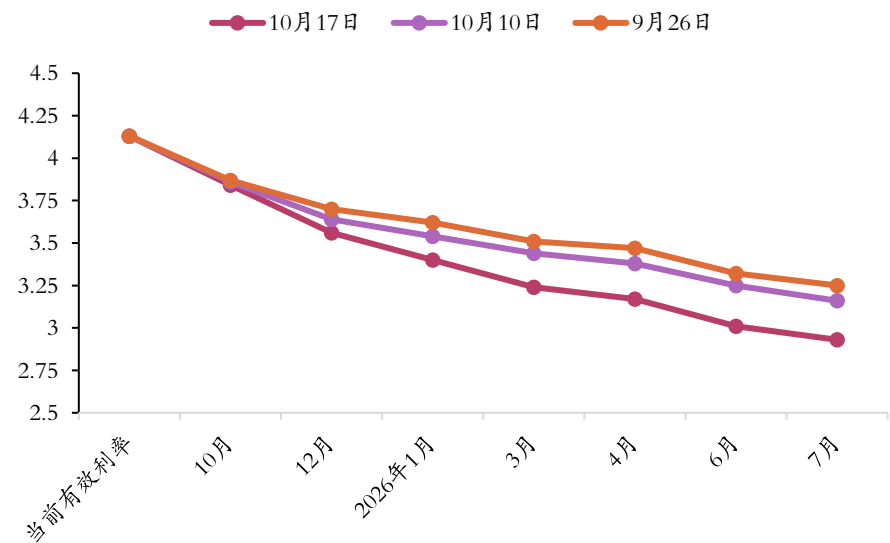


资料来源：FRED，光大期货研究所

➤ 避险情绪加持下，美债收益率集体下跌，指向市场正在倒逼美联储加速流动性宽松。同时，SOFR利率与联邦基准利率以及逆回购利率差持续走扩，指向融资市场资金紧张情绪正在放大。

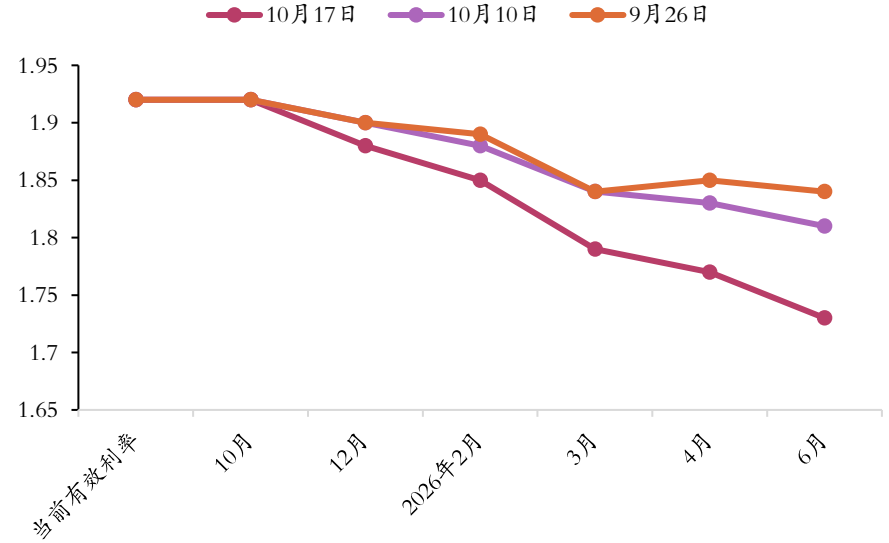
1.5 欧美央行降息路径

图表：美联储利率预期（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：欧央行利率预期（%）

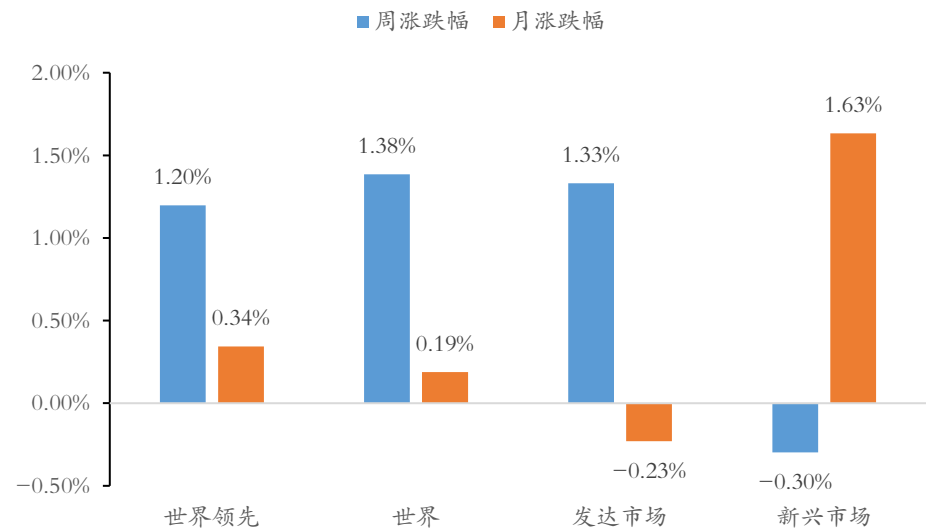


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 年内两次降息可能性超90%：本周十余名美联储官员发表了对于降息的乐观看法，但未能扭转市场担忧。除米兰依旧支持降息50bp外，其他多数官员包括沃勒均表态支持下次会议降息25bp，并表态后续需谨慎进行。CME利率观察工具显示，年内两次降息定价概率超90%。

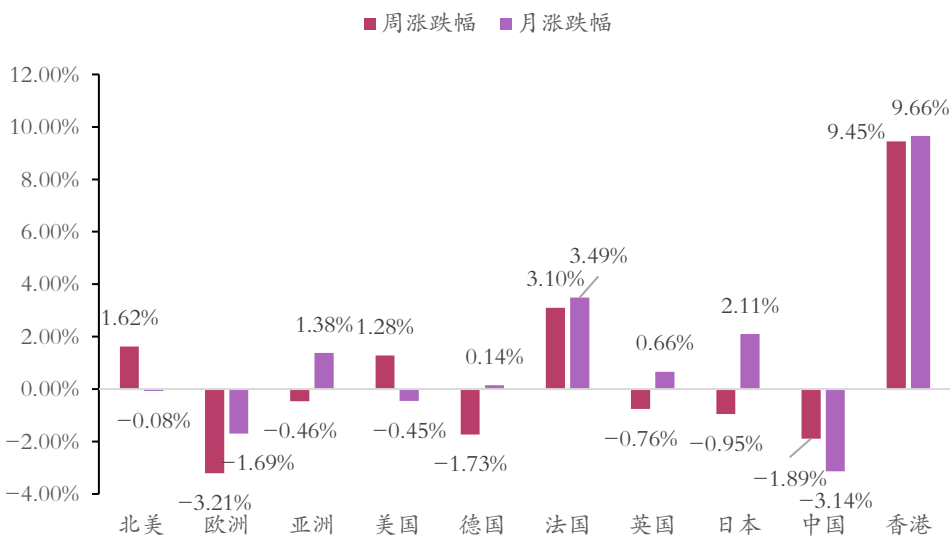
2.1 全球股市

图表：MSCI 地区指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：MSCI 地区指数涨跌幅（单位：%）



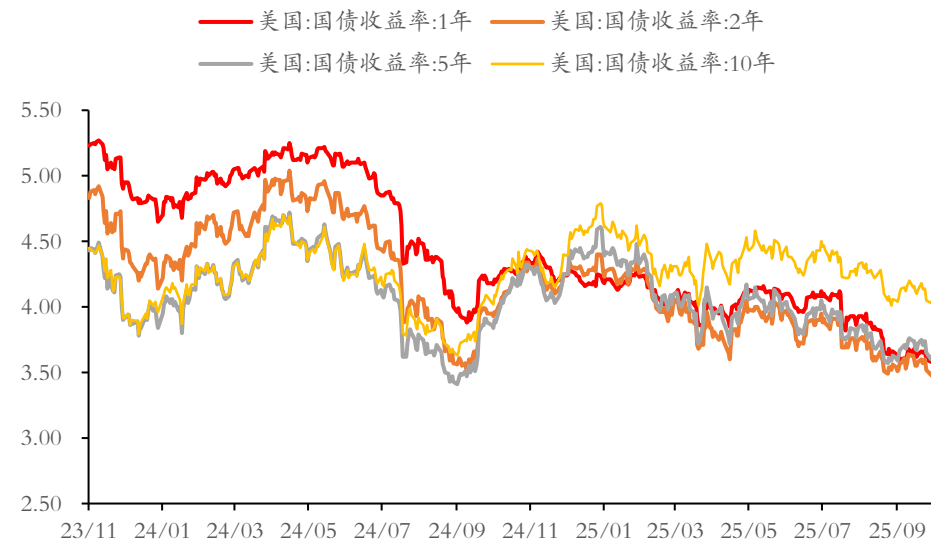
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 虽然周四由于银行板块一度引发市场担忧，但随着特朗普关税言论缓和、美联储官员发言支持继续降息以及避险情绪降温，市场整体依旧延续流动性交易逻辑，股指表现较优。MSCI世界领先以及MSCI世界指数周度涨跌幅分别为1.20%和1.38%，MSCI发达国家指数为1.33%，MSCI新兴市场指数为0.30%。

注：MSCI世界领先指数=MSCI世界指数+MSCI新兴市场指数+MSCI 前沿市场指数；MSCI 世界指数=美国+MSCI 发达市场指数（Small Cap Index）；MSCI 指数覆盖每个市场约85%的自由流通市值。
详情请参考：[MSCI ACWI Index market allocation](#)

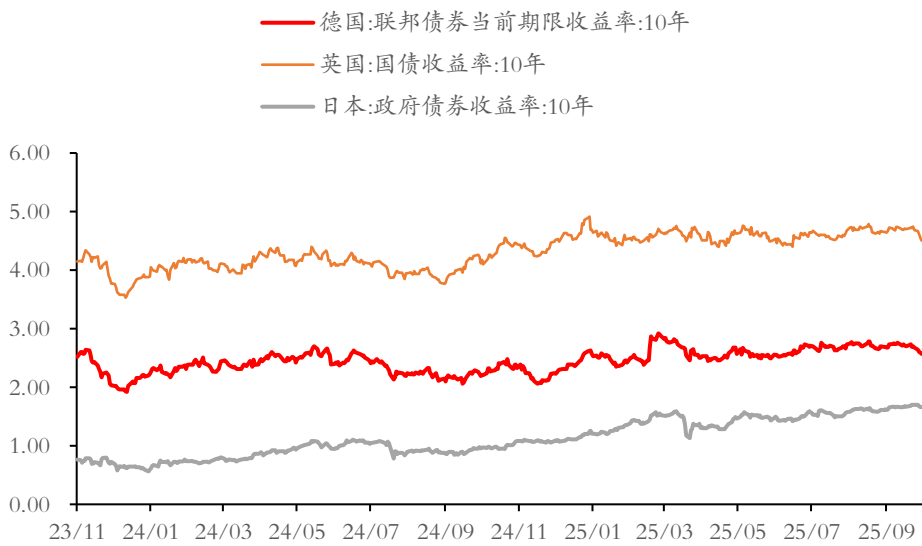
2.2 全球债券市场

图表：美债各期限基准收益率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：德国、英国和日本十年期国债基准收益率（单位：%）

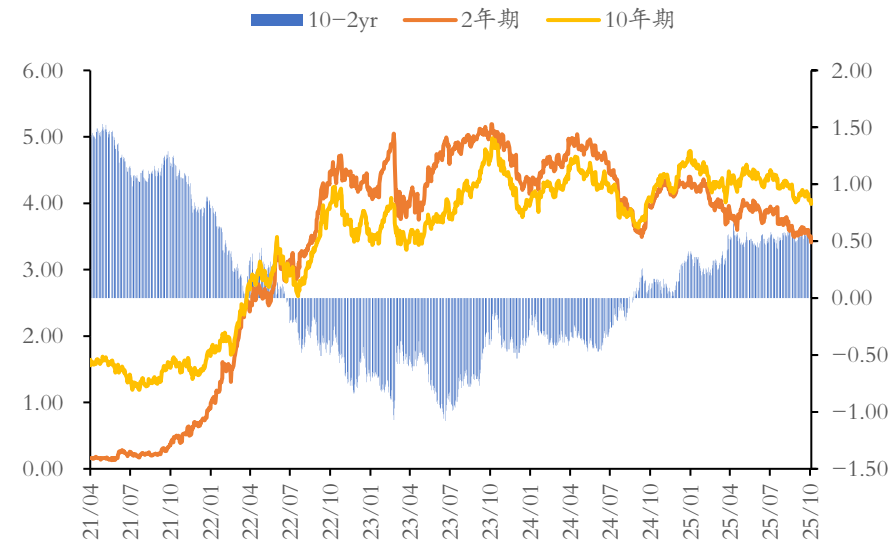


资料来源：iFinD，光大期货研究所

➤ 区域银行信贷危机引发市场担忧，降息预期升温、鲍威尔暗示即将结束缩表以及避险情绪加持下，美债收益率周内整体下跌。短期内美联储宽松表态，以及特朗普关税言论缓和安抚市场情绪，美债收益率大幅下跌行情可能告一段落。1年期美债收益率下调4个基点报3.56%，2年期美债收益率下调6个基点报3.46，5年期美债收益率下调6个基点报3.59%，10年期美债收益率下调3个基点报4.02%。

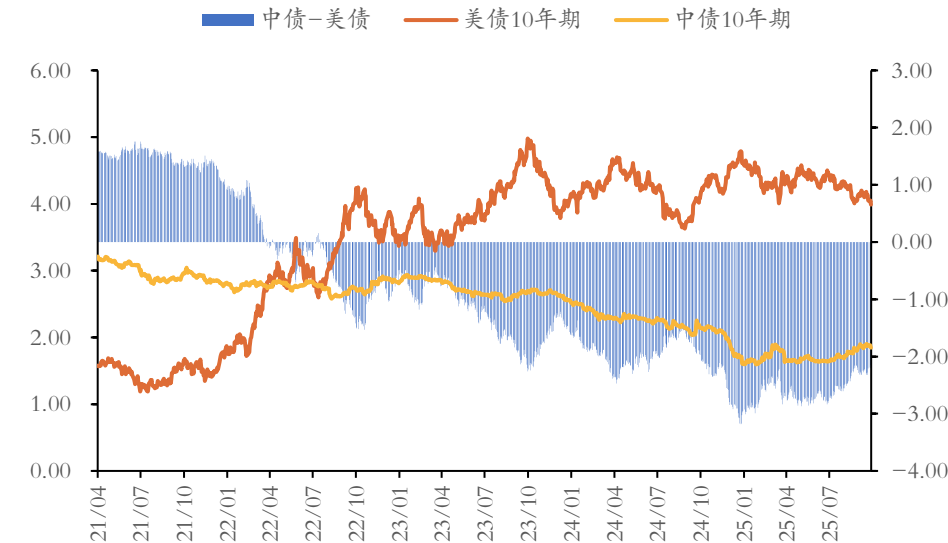
2.2 全球债券市场

图表：美债10/2年期限利差（单位：%、BP）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：中债10年期收益率（单位：%、BP）

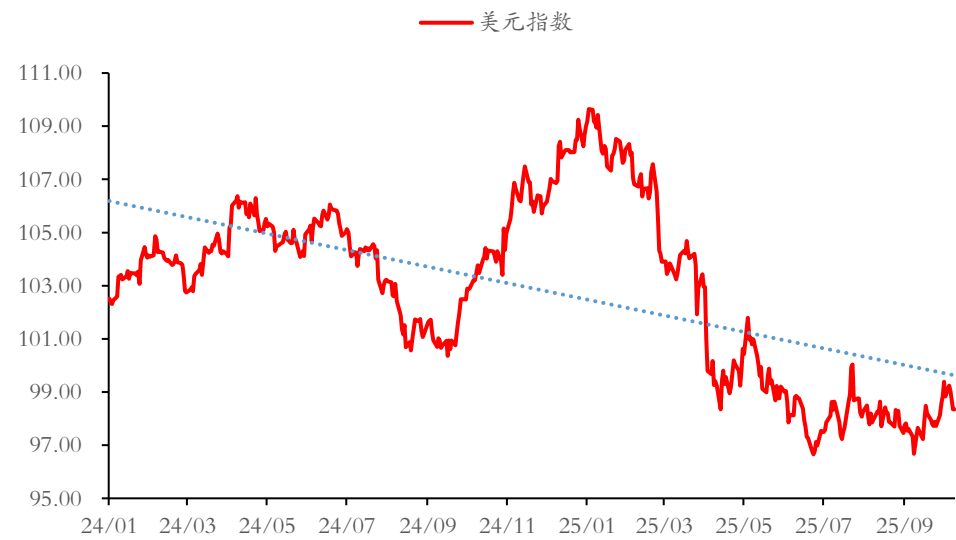


资料来源：iFinD，光大期货研究所

国内方面，本周央行超量续作6个月期买断式逆回购，10年买断式逆回购净投放4000亿元，央行呵护下资金面继续转松，DR007一度下行至1.4%以下，资金面利好之下本周债市迎来小幅修复。此外，9月金融数据、通胀数据整体反映出经济仍处于弱修复进程当中，债市反应不大。下周来看，关税扰动之下避险情绪有所升温，债市偏强震荡。但当前市场风险偏好依旧较强，国内降息未至以及未重启国债买卖，债市缺乏大幅走强动力。十年期国债收益率周内收于1.8246%，中美十年期债券收益率利差为219bp。

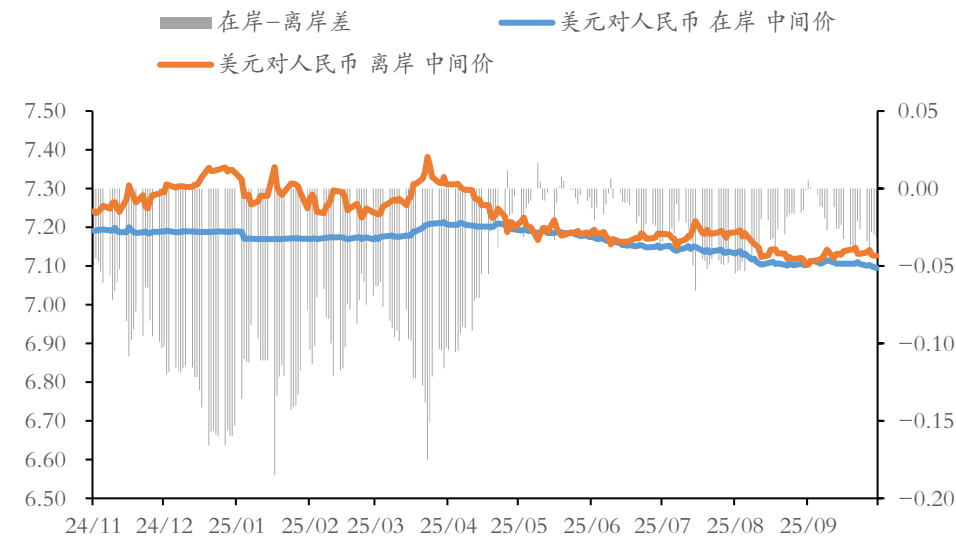
2.3 全球汇率

图表：美元指数



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：美元兑人民币汇率

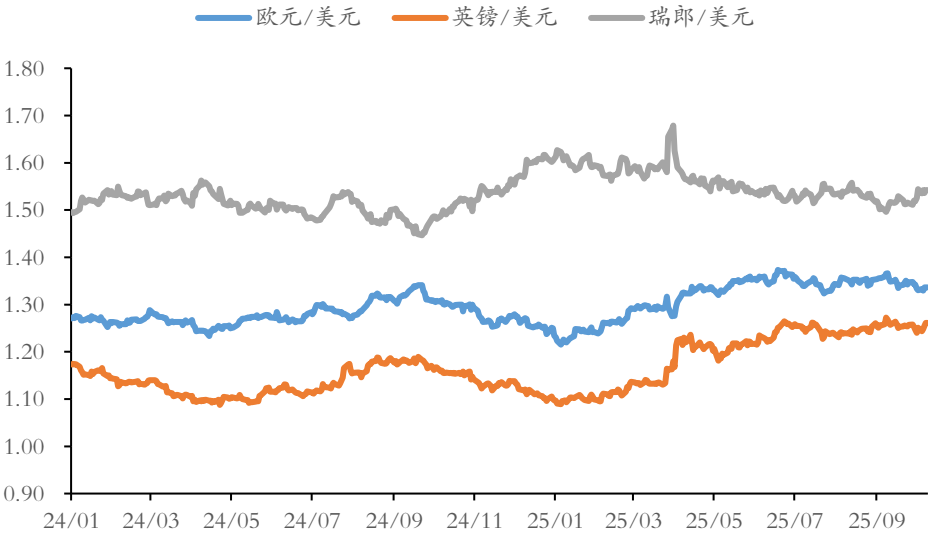


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 汇率方面，美联储褐皮书显示消费支出小幅下降，劳动力需求普遍低迷；而且美联储理事米兰呼吁加快降息步伐，其称今年再降息两次是现实的。受此影响，美元指数回落，全球风险偏好整体升温。美元指数周内下跌0.26%，报收98.5512。在岸、离岸人民币走势窄幅震荡，美元兑人民币报收7.0949（前一周为7.1048），离岸人民币报收 7.1263（一周前为7.1310）。

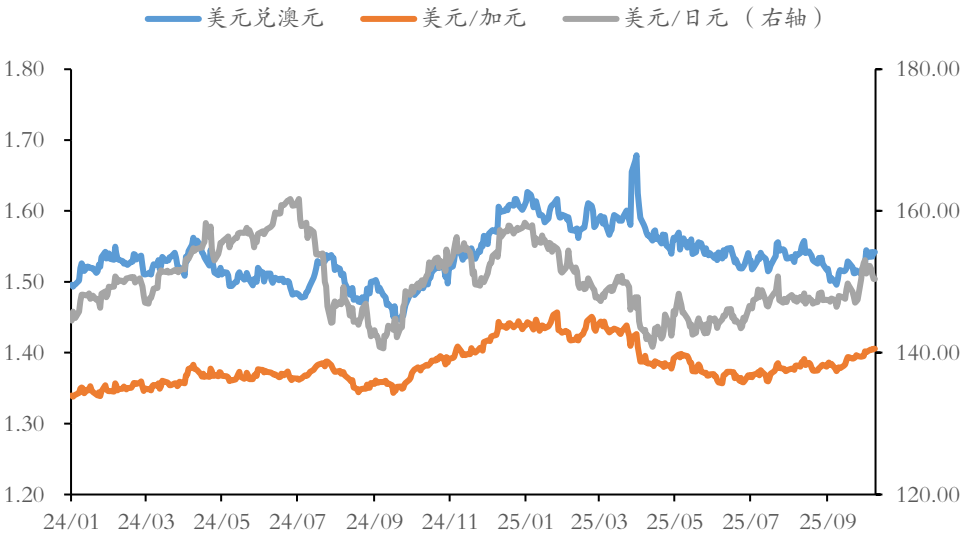
2.3 全球汇率

图表：欧元、英镑、瑞士法郎兑美元



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：澳元、加币、日元兑美元

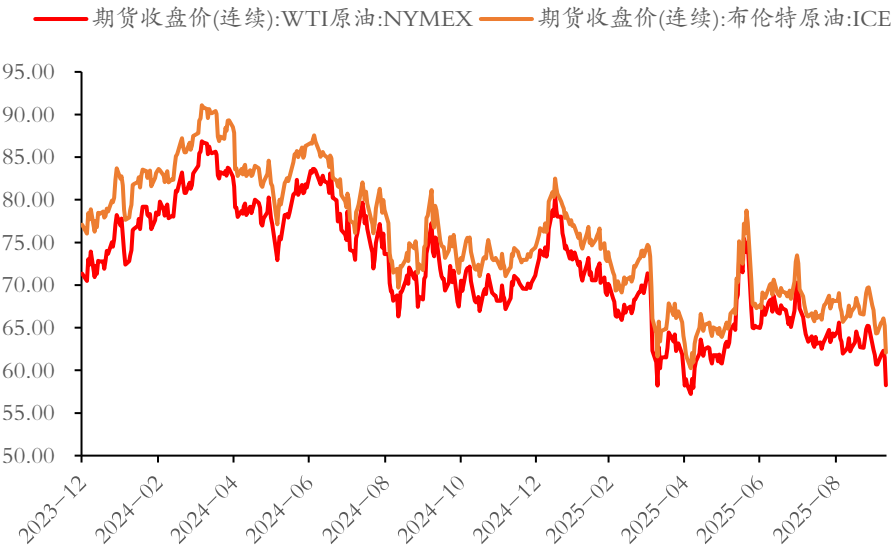


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ G7主要货币兑美元走势偏弱，周度来看，欧元/美元涨0.98%报收1.1681，英镑/美元涨0.99%报收1.3434，瑞士法郎/美元涨0.72%报收1.2603，美元/加元涨0.09%报收1.4020，美元/澳元跌0.35%报收 1.5391，美元/日元跌0.39%报收150.5910。

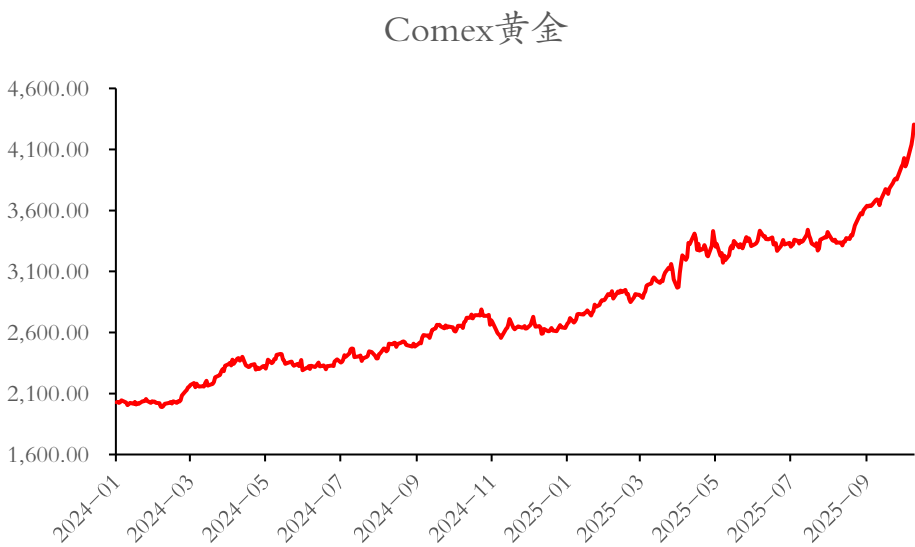
2.4 大宗商品

图表：WTI原油和Brent原油价格（单位：美元/桶）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：COMEX黄金期货价格（单位：美元/盎司）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 原油方面，实体需求下行带动化工产品价格走弱，产品走弱反向制约原料涨幅，直到新的平衡达成。过剩产能出清，需求企稳，油价的中枢才会稳定。当前来看，油价或向下刷新新低。WTI和布伦特原油周内分别变动 -1.03%和-1.21%。
- 贵金属方面，随着美国金融市场的波动，美联储主席鲍威尔讲话安抚市场，表示将在几个月内结束缩表，宽松预期下贵金属市场出现过热的表现。而在这种情况下，随着地缘政治出现缓和消息，随着特朗普在中美贸易态度上的软化，贵金属市场出现快速调整和获利了结。预计短期内黄金随市场情绪出现部分回调，但中期宽幅震荡可能性更高。Comex黄金周度上涨248.7美元，收于4234.90美元/盎司，较上周上涨6.24%。

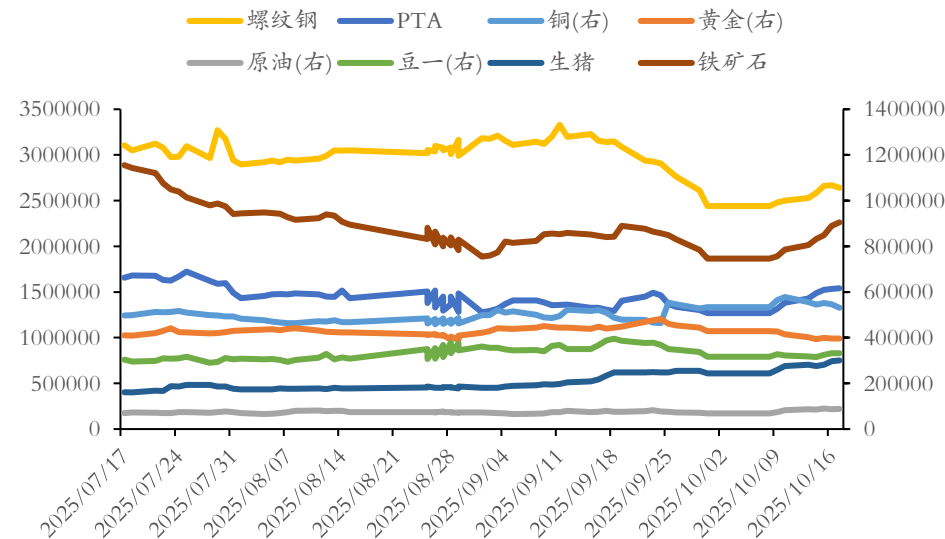
2.4 大宗商品

图表：市场沉淀资金（单位：亿元）



资料来源：WIND，光大期货研究所

图表：分品种持仓量变化（单位：手）

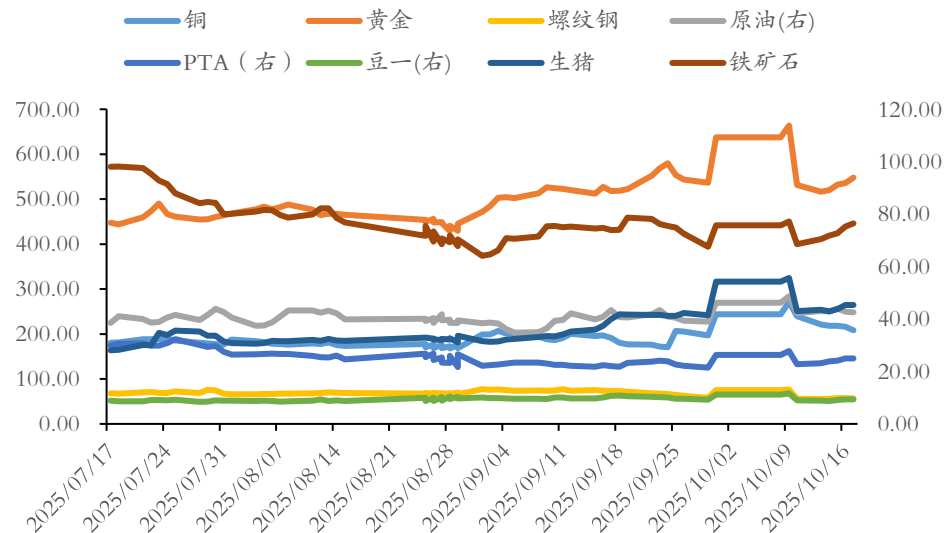


资料来源：WIND，光大期货研究所

► 本周商品期货市场资金净流入43.68亿元。全球各类不确定因素叠加，推动金、银、铜等主要大宗商品价格波动率升至历史高位。美联储年内两次降息预期接近9成，并且TACO重现安抚市场情绪，叠加国内即将召开重要会议，商品市场情绪较为乐观。

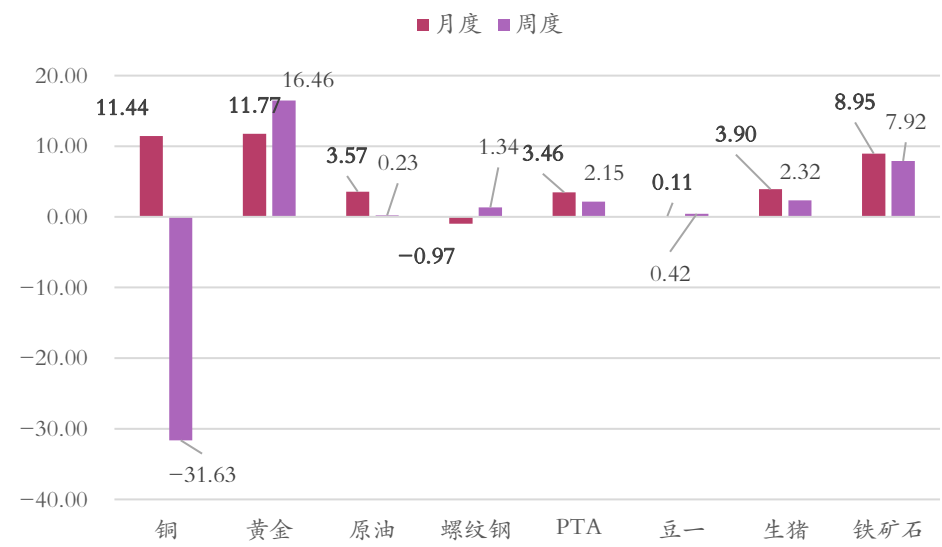
2.4 大宗商品

图表：分品种沉淀资金（单位：亿元）



资料来源：WIND，光大期货研究所

图表：分品种资金变化（单位：亿元）



资料来源：WIND，光大期货研究所

- 本周商品期货市场资金净流入43.68亿元
- 资金净流入：黄金 16.46亿元，原油 0.23亿元，螺纹钢 1.34亿元，PTA 2.15亿元，豆一 0.42亿元，生猪 2.32亿元，铁矿石 7.92亿元；
- 资金净流出：铜 31.63亿元。

3.1 下周重点：国内关注三季度GDP增速和9月经济数据；海外关注美国通胀数据与经济景气度数据

20 星期一	1、中国9月社会消费品零售总额同比（前值3.40%，预期3.00%） 2、中国9月规模以上工业增加值同比（前值5.20%，预期5.00%） 3、中国第三季度GDP同比（前值5.2%，预期4.8%） 4、中国10月一年期贷款市场报价利率（前值3.00%，预期3.00%） 5、二十届四中全会于10月20日至23日召开
21 星期二	
22 星期三	1、英国9月零售物价指数环比（前值0.40%） 2、英国9月CPI环比（前值0.30%）
23 星期四	1、欧元区10月消费者信心指数初值（前值-14.9，预期-14.7）
24 星期五	1、日本9月核心CPI年率（前值2.70%，预期2.90%） 2、欧元区10月制造业PMI初值（前值49.8，预期49.5）；服务业PMI初值（前值51.3，预期51.3）；综合PMI初值（前值51.2，预期50.9） 3、美国9月CPI同比（前值2.9%，预期3.1%）；环比（前值0.4%，预期0.4%） 4、美国9月核心CPI同比（前值3.1%，预期3.1%）；环比（前值0.3%，预期0.3%） 5、美国10月制造业PMI初值（前值52）；服务业PMI初值（前值54.2）；综合PMI初值（前值53.9）

研究员简介

- 赵复初，英国杜伦大学金融学博士，英国苏塞克斯大学管理学硕士，现任光大期货研究所金融期货分析师。负责海外宏观与大类资产配置相关研究，在期货日报、华夏时报等主流媒体发表多篇文章。期货从业资格号：F03107639；期货交易咨询资格号：Z0021469。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。