

宏观和大类资产配置周报

本周沪深 300 指数下跌 2.22%

大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

宏观要闻回顾

- **经济数据**：9 月我国 CPI 环比上涨 0.1%，同比下降 0.3%；PPI 环比继续持平；同比下降 2.3%。
- **要闻**：北京时间 10 月 18 日上午，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特和贸易代表格里尔举行视频通话，双方围绕落实今年以来两国元首历次通话重要共识，就双边经贸关系中的重要问题进行了坦诚、深入、建设性的交流，同意尽快举行新一轮中美经贸磋商。

资产表现回顾

- 本周沪深 300 指数下跌 2.22%，沪深 300 股指期货下跌 2.36%；焦煤期货本周上涨 1.67%，铁矿石主力合约本周下跌 3.02%；余额宝 7 天年化收益率上涨 1BP 至 1.06%；十年国债收益率 1.82%，与上周持平；活跃十年国债期货本周上涨 0.28%。

资产配置建议

- 9 月我国进口环比明显增长 8.5%。从进口商品的结构看，一方面，高技术产品进口仍相对活跃，前三季度半导体器件、集成电路和自动数据处理设备进口同比增速分别为 3.0%、8.8%和 27.2%；另一方面，前三季度铜矿砂、铜材等产品进口维持同比正增长，国内制造业、基建投资或正在复苏。9 月我国出口同比增速维持韧性，或在一定程度上受到去年同期较低基数影响。2024 年中秋节在当年 9 月，而今年中秋节在 10 月，假期错位因素或导致去年 9 月出口基数相对较低，推高今年 9 月出口同比增速。当前海外环境不确定因素仍然较多，掣肘外需表现，四季度扩内需政策仍然值得期待。

本周我们维持大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

- **风险提示**：全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《中银量化多策略行业轮动周报 - 20251016》20251017
《风格因子动态优选策略》20251017
《9 月金融数据点评》20251016

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

本期观点 (2025.10.19)

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

资料来源：中银证券

目录

一周概览	4
本周沪深 300 指数下跌 2.22%	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）	6
宏观上下游高频数据跟踪	7
大类资产表现	9
A 股：本周仅上证红利指数上涨	9
债券：十年期国债收益率周五收于 1.82%	10
货币类：货币基金收益率波动中枢在 1.5% 下方	12
外汇：人民币兑美元中间价本周下行	12
港股：公用事业板块涨幅居前	13
下周大类资产配置建议	15
风险提示：	15

图表目录

本期观点（2025.10.19）	1
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议	4
图表 2. 大类资产收益率横向比较	4
图表 3. 大类资产表现跟踪（单位：%）	5
图表 4. 原材料产品高频指标周度表现（%）	7
图表 5. 建材社会库存周度表现	7
图表 6. 北方港煤炭库存周度表现	7
图表 7. 美国 API 原油库存周度表现	7
图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动	7
图表 9. 30 大中城市商品房周成交面积表现	8
图表 10. 汽车消费周同比增速表现	8
图表 11. 汽车周消费规模表现	8
图表 12. 本周权益类资产涨跌幅	9
图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势	10
图表 14. 信用利差和期限利差	10
图表 15. 央行公开市场操作净投放	10
图表 16. 7 天资金拆借利率	10
图表 17. 大宗商品本周表现	11
图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）	11
图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势	12
图表 20. 理财产品收益率曲线	12
图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动	12
图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势	12
图表 23. 恒指走势	13
图表 24. 陆港通资金流动情况	13
图表 25. 港股行业涨跌幅	13
图表 26. 港股估值变化	13
图表 27. 本期观点（2025.10.19）	15

一周概览

本周沪深 300 指数下跌 2.22%

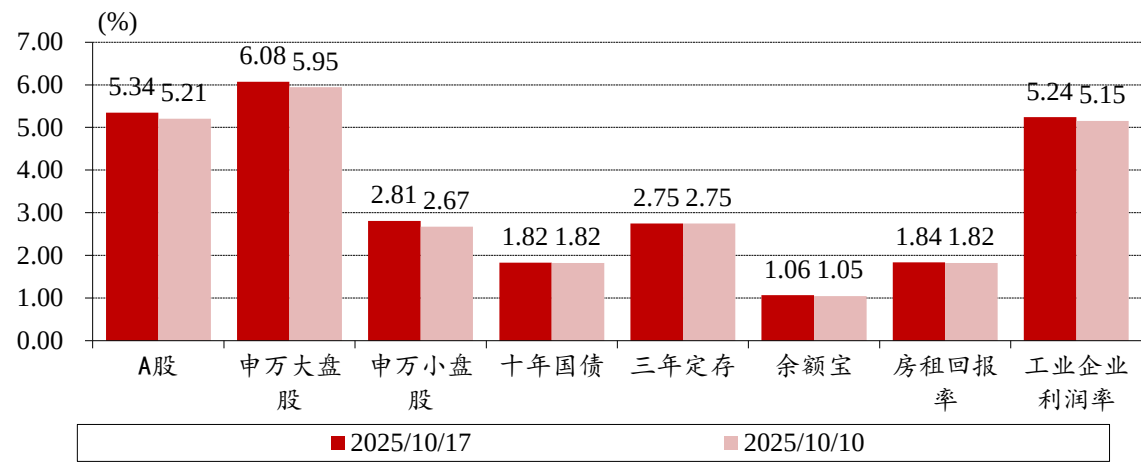
本周沪深 300 指数下跌 2.22%，沪深 300 股指期货下跌 2.36%；焦煤期货本周上涨 1.67%，铁矿石主力合约本周下跌 3.02%；余额宝 7 天年化收益率上涨 1BP 至 1.06%；十年国债收益率 1.82%，与上周持平；活跃十年国债期货本周上涨 0.28%。

图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票		债券	
沪深 300 -2.22%		10 年国债到期收益率 1.82%/与上周持平	
沪深 300 期货 -2.36%		活跃 10 年国债期货+0.28%	
本期评论：关注“增量”政策落实情况		本期评论：“股债跷跷板”或将短期影响债市	
配置建议：超配		配置建议：低配	
大宗		保守	
铁矿石期货 -3.02%		余额宝 1.06%/本周变动 +1BP	
焦煤期货 +1.67%		股份制理财 3M 1.85%/与上周持平	
本期评论：关注财政增量政策落实进度		本期评论：收益率将在 2%下方波动	
配置建议：标配		配置建议：低配	

资料来源：万得，中银证券

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

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

股市方面，本周 A 股指数表现弱势，仅上证红利指数上涨，涨幅为 2.96%；领跌的指数为中小板指，跌幅为 5.77%；港股方面，本周恒生指数下跌 3.97%，恒生国企指数下跌 3.70%，AH 溢价指数上行 1.22%，收于 119.74；美股方面，标普 500 指数本周上涨 1.70%，纳斯达克上涨 2.14%。

债市方面，本周国内债市维持平稳，中债总财富指数本周上涨 0.09%，中债国债指数上涨 0.10%，金融债指数上涨 0.03%，信用债指数上涨 0.07%；十年美债利率下行 3 BP，周五收于 4.02%。万得货币基金指数本周上涨 0.02%，余额宝 7 天年化收益率上行 1BP，周五收于 1.06%。

期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 2.80%，收于 57.25 美元/桶；COMEX 黄金上涨 6.69%，收于 4267.90 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌 2.25%，LME 铜上涨 0.85%，LME 铝上涨 1.11%；CBOT 大豆上涨 1.42%。美元指数下跌 0.27%收于 98.56。VIX 指数下行至 20.78。

图表 3. 大类资产表现跟踪 (单位: %)

大类资产	代码	名称	现价	本期时间 本期涨跌幅	2025/10/13 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/10/17 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,839.76	(1.47)	0.37	(1.11)	14.56
	399001.SZ	深证成指	12,688.94	(4.99)	(1.26)	(6.19)	21.84
	399005.SZ	中小板指	7,815.57	(5.77)	(1.03)	(6.74)	22.46
	399006.SZ	创业板指	2,935.37	(5.71)	(3.86)	(9.35)	37.06
	881001.WI	万得全 A	6,108.41	(3.45)	(0.36)	(3.79)	21.64
	000300.SH	沪深 300	4,514.23	(2.22)	(0.51)	(2.73)	14.72
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	248.49	0.09	0.09	0.34	0.45
	CBA00603.C	中债国债	245.88	0.10	0.05	0.41	(0.02)
	CBA01203.C	中债金融债	246.62	0.03	0.12	0.26	0.29
	CBA02703.C	中债信用债	224.06	0.07	0.10	0.20	1.38
	885009.WI	货币基金指数	1,729.31	0.02	0.03	0.05	1.06
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	57.25	(2.80)	(4.34)	(8.21)	(20.18)
	GC.CMX	COMEX 黄金	4,267.90	6.69	3.24	10.19	61.60
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,037.00	(2.25)	0.42	(1.72)	(12.13)
	CA.LME	LME 铜	10,607.00	0.85	(3.19)	3.30	20.97
	AH.LME	LME 铝	2,778.50	1.11	1.35	3.66	8.90
	S.CBT	CBOT 大豆	1,021.00	1.42	(1.08)	1.92	1.04
货币	-	余额宝	1.06	1 BP	-4 BP	-3 BP	-20 BP
	-	银行理财 3M	1.85	0 BP	-5 BP	0 BP	3 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	98.56	(0.27)	1.13	0.75	(9.15)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.13	(0.05)	(0.06)	(0.11)	2.36
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	8.34	(1.13)	1.39	0.28	(9.65)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.76	(1.22)	2.46	1.27	(1.82)
港股	HSL.HI	恒生指数	25,247.10	(3.97)	(3.13)	(5.99)	25.86
	HSCEL.HI	恒生国企	9,011.97	(3.70)	(3.11)	(5.69)	23.62
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	119.74	1.22	2.47	2.53	(23.26)
美国	SPX.GI	标普 500	6,664.01	1.70	(2.43)	(0.37)	13.30
	IXIC.GI	NASDAQ	22,679.97	2.14	(2.53)	0.09	17.45
	UST10Y.GBM	十年美债	4.02	-3 BP	-8 BP	-14 BP	-56 BP
	VIX.GI	VIX 指数	20.78	(4.06)	30.09	27.64	19.77
	CRB.RB	CRB 商品指数	293.35	0.20	(2.20)	(2.41)	(1.14)

资料来源：万得，中银证券

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

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

国务院总理李强主持召开经济形势专家和企业界座谈会，听取对当前经济形势和下一步经济工作的意见建议。李强说，对当前经济形势，要以更宽的视野准确把握，从国际局势的变化来看我国经济的韧性，进一步坚定信心、直面问题，坚定不移办好自己的事。李强强调，要加力提效实施逆周期调节。持续用力扩大内需、做强国内大循环。要多措并举营造一流产业生态，综合治理行业无序、非理性竞争。

北京时间 10 月 18 日上午，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特和贸易代表格里尔举行视频通话，双方围绕落实今年以来两国元首历次通话重要共识，就双边经贸关系中的重要问题进行了坦诚、深入、建设性的交流，同意尽快举行新一轮中美经贸磋商。

国务院常务会议部署拓展绿色贸易的有关举措，研究进一步做好粮食和农业生产工作。会议指出，要持续推动物流降本提质增效，加大物流仓储设施等领域投资，推进物流数据开放互联，加大对物流企业特别是小微企业短期融资等方面的支持力度。

《求是》杂志发表评论员文章指出，巩固拓展经济回升向好势头，既要注重供需平衡调控，也要注重预期管理与引导，不断提高宏观调控效能，提振社会发展信心。进一步稳定市场预期，要及时回应市场关切，增强政策可预期性。要把握好政策实施的时机、力度、节奏，多出有利于稳增长、稳预期的政策，慎重出台可能产生收缩和抑制效应的政策。

2025 金融街论坛年会开幕式拟 10 月 27 日下午举行，央行行长潘功胜、金融监管总局局长李云泽、证监会主席吴清将出席开幕式并作主题演讲。央行将在金融街论坛期间发布一系列金融标准，证监会将积极配合做好论坛期间政策发布。

央行行长潘功胜在出席二十国集团（G20）财长和央行行长会议时表示，将继续实施适度宽松的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保证流动性充裕，支持提振消费、扩大有效投资，巩固和增强经济向好态势，维护金融市场稳定运行，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

商务部部长王文涛会见美国黑石集团董事长兼首席执行官苏世民。双方就中美经贸关系等议题进行了交流。王文涛表示，美方在马德里经贸会谈后，密集出台多项对华限制措施，严重损害中方利益。中方有权采取必要措施，坚定维护自身利益。

商务部等五部门联合印发《关于进一步完善海外综合服务体系的指导意见》，提出 6 方面 16 项具体举措，为出海企业参与国际合作与竞争、维护企业海外正当权益提供有力支撑。这是我国首个海外综合服务领域的指导文件。

三部门调整海南离岛旅客免税购物政策，从 11 月 1 日起，离岛免税商品由 45 大类提高至 47 大类，允许服装服饰、陶瓷制品等国内商品进入离岛免税店免税销售。对一个自然年度内有离岛记录的海南岛内居民，允许其在本年内不限次数购买部分商品。

应欧盟委员会、法国猪业联盟申请，商务部将于近期召开相关猪肉及猪副产品反倾销案听证会。

中国 9 月金融数据出炉。据央行初步统计，9 月末，M2 同比增长 8.4%，M1 同比增长 7.2%，M1、M2 “剪刀差”刷新年内低值。前三季度，人民币贷款增加 14.75 万亿元；社会融资规模增量累计为 30.09 万亿元，同比多 4.42 万亿元。

国家统计局公布数据显示，9 月我国 CPI 环比上涨 0.1%，同比下降 0.3%，核心 CPI 同比上涨 1.0%，涨幅连续第 5 个月扩大，为近 19 个月以来涨幅首次回到 1.0%。PPI 环比继续持平；同比下降 2.3%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点，连续两个月收窄。

财政部发布数据显示，前三季度，全国财政收入 16.39 万亿元，同比增长 0.5%，其中，第三季度同比增长 2.5%，增幅明显提高，反映出当前经济运行总体平稳、稳中有升的态势。前三季度，全国财政支出 20.81 万亿元，同比增长 3.1%。

据央行最新数据，9 月份，全国企业新发放贷款平均利率约为 3.1%，比上年同期低约 40 个基点；个人住房新发放贷款平均利率约为 3.1%，比上年同期低约 25 个基点。贷款利率持续保持低位水平。

财政部宣布采取两项措施巩固拓展经济回升向好势头。中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方，规模较上年增加 1000 亿元，支持范围亦有拓展。同时，财政部明确今年将提前下达 2026 年新增地方政府债务限额。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，本周主要钢厂开工率环比上周有所上升，分不同品种看，螺纹钢和线材开工率较上周分别上升 1.35 和 1.78 个百分点。10 月 17 日当周，建材社会库存为环比上升 0.93 万吨。10 月 15 日当周，各地区石油沥青装置开工率表现弱势，华北、华南及东北地区开工率较前一周均有下滑。

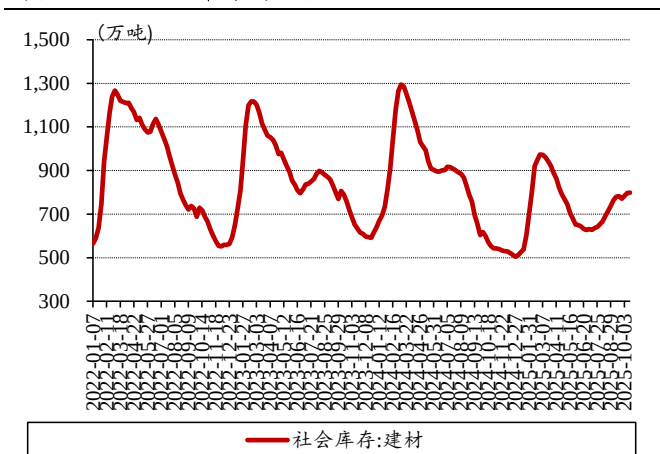
图表 4.原材料产品高频指标周度表现 (%)

周期品种	指标	当周值	周变动	较 2025 年初变动
钢铁	螺纹钢：主要钢厂开工率	41.33	1.35	(0.66)
	线材：主要钢厂开工率	48.86	1.78	0.61
石油沥青装置	开工率:华北地区	31.10	(2.70)	(7.10)
	开工率:华南地区	36.80	(0.40)	12.60
	开工率:东北地区	18.40	(2.30)	(0.50)
	开工率:西北地区	42.90	0.00	22.00

资料来源：万得，中银证券

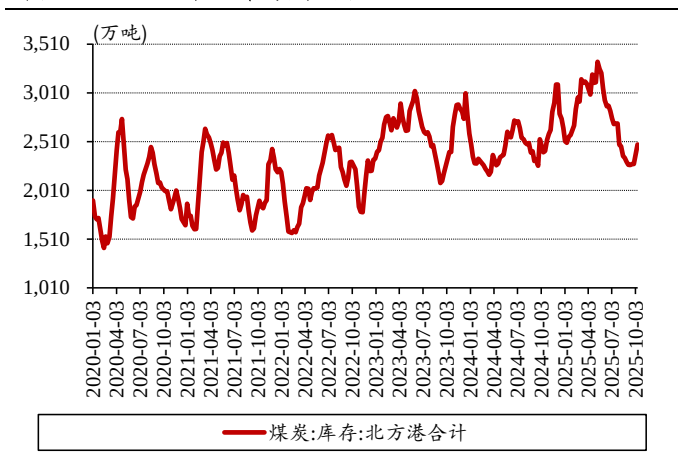
国际原油库存方面，10 月 10 日当周，美国 API 原油库存继续回升，本周环比上升 736 万桶。

图表 5.建材社会库存周度表现



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 北方港煤炭库存周度表现



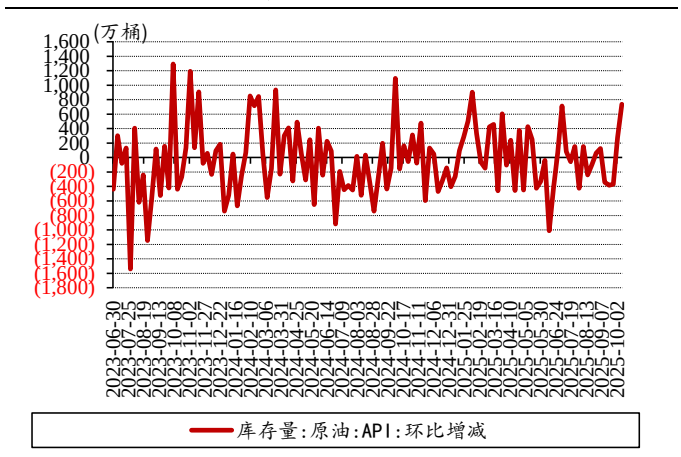
资料来源：同花顺，中银证券

图表 7. 美国 API 原油库存周度表现



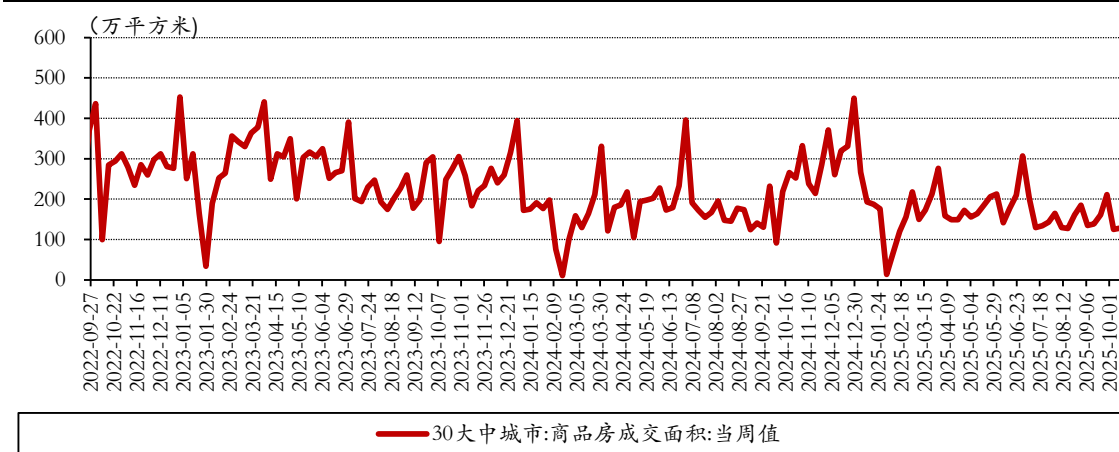
资料来源：万得，中银证券

图表 8.美国 API 原油库存周环比变动



资料来源：万得，中银证券

图表 9.30 大中城市商品房周成交面积表现

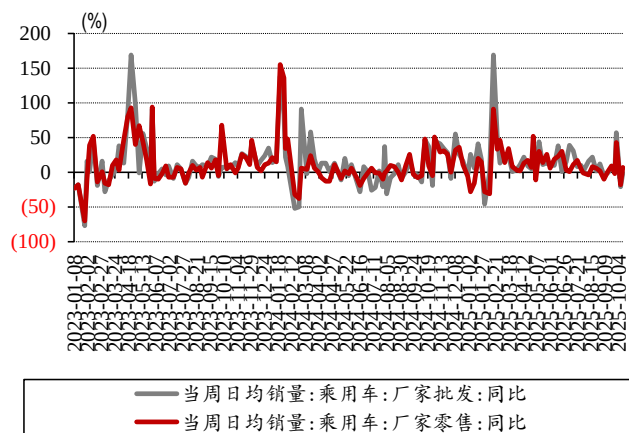


资料来源：万得，中银证券

商品房成交环比小幅回升。10月12日当周，30大中城市商品房成交面积较前一周小幅反弹，单周成交面积为127.97万平方米。我们预计，随着“稳地产”政策组合效应的持续发挥，四季度商品房销售有望进一步趋稳。

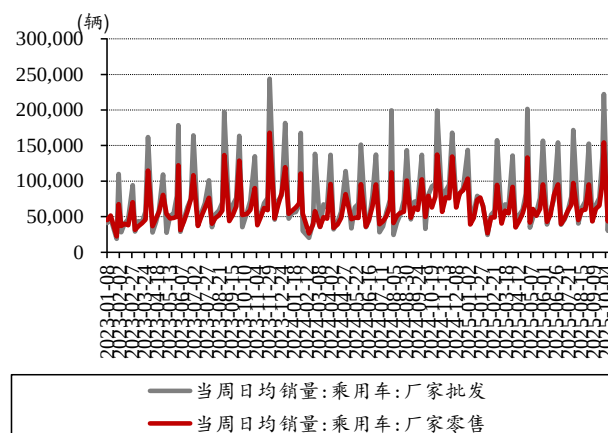
汽车方面，10月12日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为-1%和7%。“促消费”是年内扩内需的重要发力点，我们继续看好2025年存量汽车市场的更新需求。

图表 10.汽车消费周同比增速表现



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 汽车周消费规模表现



资料来源：万得，中银证券

大类资产表现

A 股：本周仅上证红利指数上涨

本周市场指数表现弱势，仅上证红利指数上涨，涨幅为 2.96%；领跌的指数包括中小板指（-5.77%）、创业板指（-5.71%）、中证 500（-5.17%）。

行业方面，领涨的行业有银行（4.99%）、煤炭（4.27%）、食品饮料（0.85%），领跌的行业有电子元器件（-7.10%）、传媒（-6.28%）、汽车（-6.24%）。

图表 12. 本周权益类资产涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
上证红利	2.96	银行	4.99	福建自贸区指数	3.82
上证 50	(0.24)	煤炭	4.27	装配式建筑指数	0.86
上证综指	(1.47)	食品饮料	0.85	煤电重组指数	0.81
中证 500	(5.17)	汽车	(6.24)	OLED 指数	(7.11)
创业板指	(5.71)	传媒	(6.28)	苹果指数	(7.51)
中小板指	(5.77)	电子元器件	(7.10)	虚拟现实指数	(8.20)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

监管动态|证监会修订发布《上市公司治理准则》，自 2026 年 1 月 1 日起施行。本次修订完善董事、高级管理人员监管制度，从任职、履职、离职等方面进行全面规范；要求上市公司建立薪酬管理制度，规定董事高管薪酬与公司经营业绩、个人业绩相匹配；规范控股股东、实际控制人行为。

监管动态|中证数据披露数据显示，9 月市场新开融资融券账户 20.54 万户，创今年以来新高，环比增长 12.24%，同比增长 288%。截至 9 月末，全市场融资融券账户总数已突破 1528 万户。

科技产业|在 2025 湾区半导体产业生态博览会上，我国自研的 90GHz 实时示波器正式发布，这一成果标志着我国在高端电子测量仪器领域实现关键突破，打破了国外长期技术封锁。同时，两款拥有完全自主知识产权的国产电子工程 EDA 设计软件首次发布，填补了国产高端电子设计工业软件技术空白。

科技产业|上海发文推动智能终端产业发展，目标是到 2027 年，上海市智能终端产业总体规模突破 3000 亿元，人工智能计算机、人工智能手机、人工智能新终端规模各达到千万台以上。

汽车产业|中国汽车流通协会数据显示，9 月，全国二手车市场交易量 179.44 万辆，环比增长 5.1%，同比增长 8.2%，交易金额为 1104.66 亿元。

周期及能源等产业|国家发改委印发《节能降碳中央预算内投资专项管理办法》提到，支持电力、钢铁、有色、建材、石化、化工、机械等重点行业节能降碳改造。支持供热、算力等基础设施节能降碳改造。

债券：十年期国债收益率周五收于 1.82%

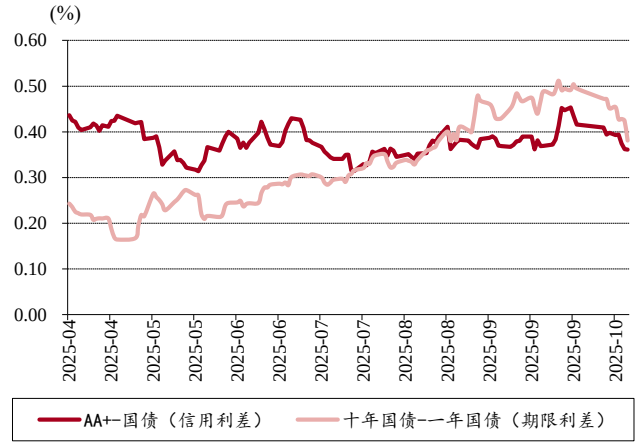
十年期国债收益率周五收于 1.82%，本周下行 1BP，十年国开债收益率周五收于 1.99%，较上周五下行 3BP。本周期限利差下行 7BP 至 0.38%，信用利差下行 4BP 至 0.36%。

图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

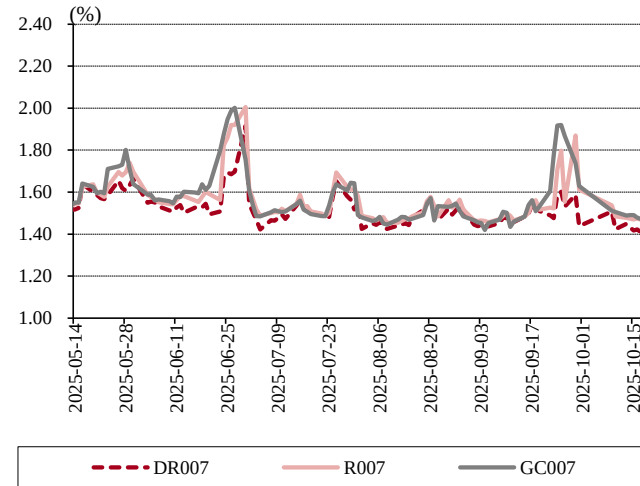
本周五 DR007、R007 及 GC007 分别收 1.4085%、1.4685% 和 1.4720%，较上周分别下降 4BP、1BP 和 2BP。本周央行在公开市场净回笼 2319 亿元。

图表 15. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 7 天资金拆借利率



资料来源：万得，中银证券

债券一周要闻 (新闻来源：万得)

10 月 14 日，财政部国债招标室公布 2025 年超长期特别国债（四期）第三次续发行招标情况，当天顺利发行 400 亿元 20 年期超长期特别国债，标志着今年 1.3 万亿元超长期特别国债发行完毕。

大宗商品：本周商品期货指数上涨 6.93%

本周商品期货指数上涨 6.93%。从各类商品期货指数来看，上涨的有贵金属(10.33%)和谷物(0.08%)；下跌的有煤焦钢矿(-1.00%)、油脂油料(-2.31%)、化工(-2.40%)、有色金属(-3.88%)、能源(-5.07%)及非金属建材(-6.14%)。

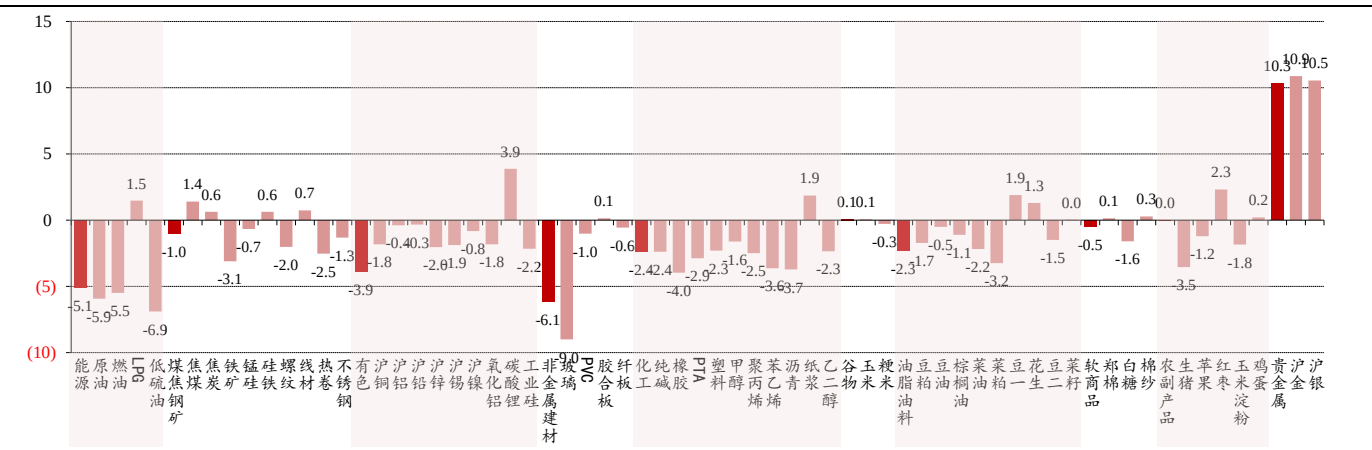
各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有沪金(10.86%)、沪银(10.54%)和碳酸锂(3.87%)，跌幅靠前的则有玻璃(-8.99%)、低硫油(-6.89%)、原油(-5.93%)。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 +6.93%	能源 -5.07%	煤焦钢矿 -1.00%
有色金属 -3.88%	非金属建材 -6.14%	化工 -2.40%
谷物 +0.08%	油脂油料 -2.31%	贵金属 +10.33%

资料来源：万得，中银证券

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，中银证券

大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

上期所发布通知称，自 10 月 21 日收盘结算时起，黄金、白银期货合约的涨跌停板幅度调整为 14%，套保持仓交易保证金比例调整为 15%，一般持仓交易保证金比例调整为 16%。

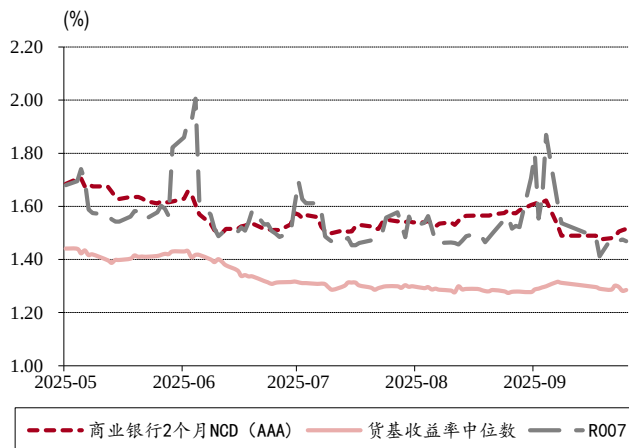
上期所宣布，自 11 月 10 日交易起，天然橡胶期权、螺纹钢期权和铅期权的交易手续费、行权（履约）手续费、行权（履约）前期权自对冲手续费均调整为 1.5 元/手；锌期权、铅期权、锡期权和丁二烯橡胶期权合约月份标的期货合约持仓量阈值调整为单边 5000 手。

全球最大石油公司沙特阿美 CEO 阿明·纳赛尔警告称，全球石油行业正面临未来供应短缺的风险，并公开呼吁石油行业重新增加石油勘探和生产的投资。他指出，随着美国页岩油增长放缓，未来 15 年石油供给或难以满足需求。

货币类：货币基金收益率波动中枢在 1.5% 下方

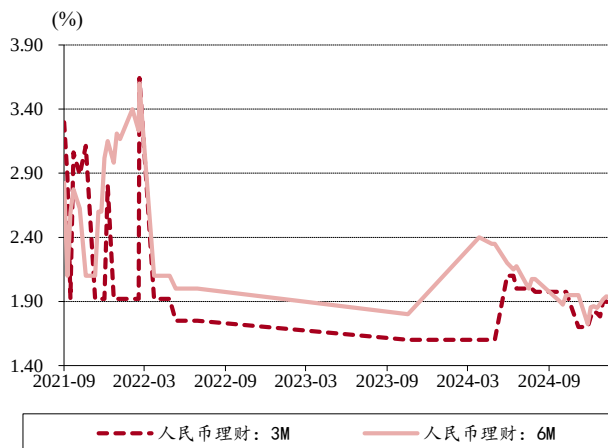
本周余额宝 7 天年化收益率上行 1BP，周五收于 1.06%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP 收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.29%。

图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 理财产品收益率曲线

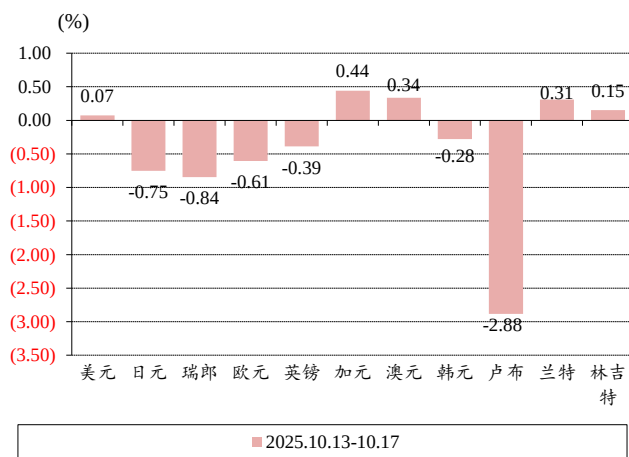


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币兑美元中间价本周下行

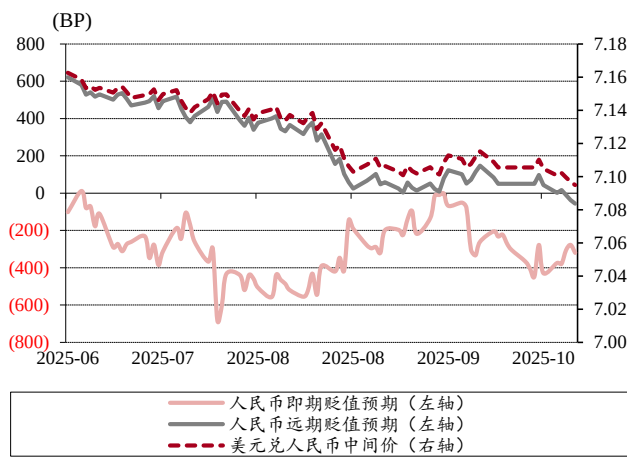
人民币兑美元中间价本周下行 80BP，至 7.0949。本周人民币对以下货币升值：加元(0.44%)、澳元(0.34%)、兰特(0.31%)、林吉特(0.15%)、美元(0.07%)；对以下货币贬值：韩元(-0.28%)、英镑(-0.39%)、欧元(-0.61%)、日元(-0.75%)、瑞郎(-0.84%)、卢布(-2.88%)。

图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

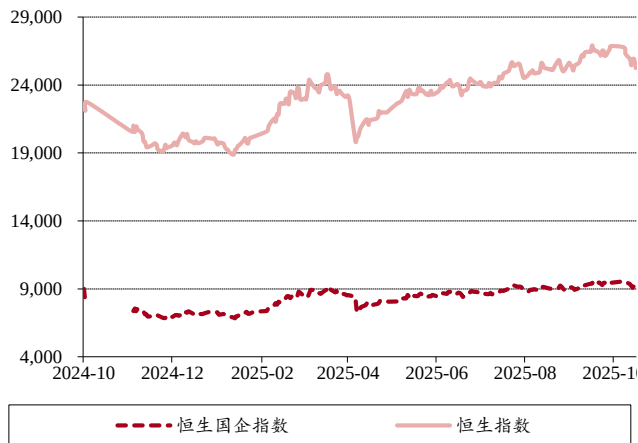
外汇市场一周要闻 (新闻来源：万得)

央行货币政策司负责人表示，展望未来，中长期汇率稳定有坚实基础。将继续坚持市场在汇率形成中的决定性作用，保持汇率弹性，强化预期引导，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

港股：公用事业板块涨幅居前

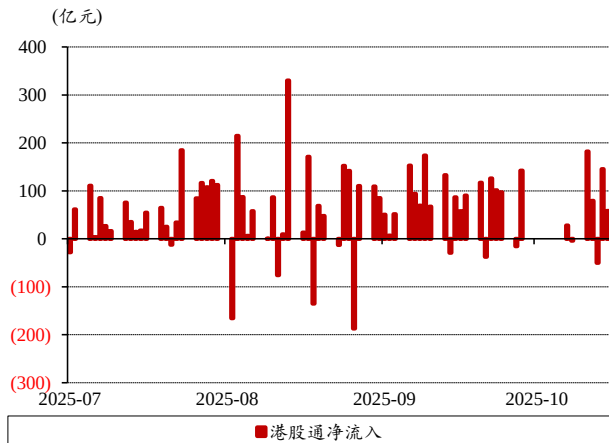
行业方面，本周领涨的有公用事业（1.38%）、电讯业（0.33%）、能源业（0.26%），跌幅靠前的有资讯科技业（-8.21%）、医疗保健业（-5.85%）、非必需性消费（-5.73%）。本周南下资金总量414.24 亿元。

图表 23. 恒指走势



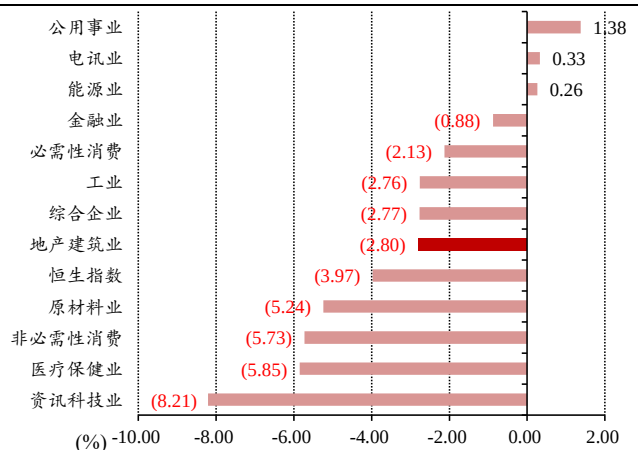
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



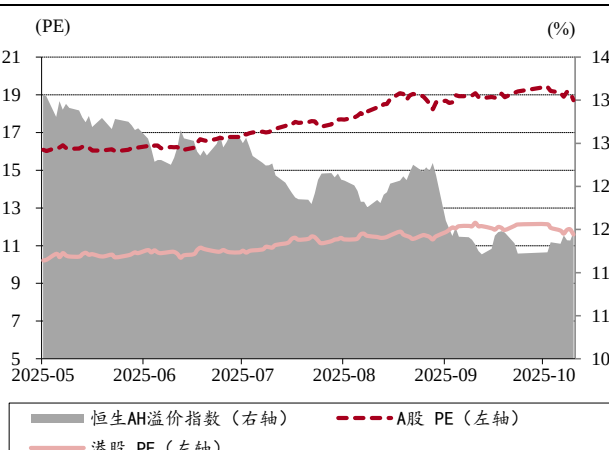
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 港股估值变化



资料来源：万得，中银证券

港股及海外一周要闻（新闻来源：万得）

美国总统特朗普在其社交平台“真实社交”上发文称，他刚刚结束了与俄罗斯总统普京的电话交谈，此次通话非常富有成效。特朗普表示，他仍然致力于帮助解决乌克兰冲突，双方花费大量时间讨论乌克兰冲突结束后俄美之间的贸易问题。特朗普表示，他将在匈牙利布达佩斯与普京会面，探讨能否结束俄罗斯与乌克兰之间的冲突。

美国总统特朗普透露印度已承诺将停止购买俄罗斯石油后，印度外交部回应称，不知悉特朗普与莫迪就俄罗斯石油问题进行过交谈；在能源领域将优先考虑印度消费者的利益。

白宫管理和预算办公室主任沃特表示，因“停摆”持续，特朗普政府将再冻结约 110 亿美元的基础设施项目资金，主要涉及民主党执政城市。此外，白宫经济顾问哈塞特表示，如果政府停摆持续到本周末之后，预计特朗普将加大行动力度。在谈到美联储时，哈塞特称预计三次降息只是一个开始。

国际货币基金组织（IMF）发布最新一期《财政监测报告》指出，到 2029 年，全球公共债务规模预计将首次突破 GDP 的 100%。IMF 警告，如果当前财政支出与债务增长趋势得不到遏制，全球金融稳定性可能面临严重威胁。

美国商会正式对特朗普政府提起诉讼，指控其近期针对 H-1B 签证项目设定的高额申请费用“违法且不当”。这标志着美国最具影响力的商业组织之一首次在法庭上直接挑战特朗普政府的移民与劳动力市场政策。

美国商务部计划宣布将汽车制造商进口零部件关税抵免安排延长五年，此前该条款原定两年后终止。这项安排允许车企减少进口汽车零部件所需缴纳的关税。

美国财政部公布的数据显示，2025 财年的赤字为 1.78 万亿美元，较 2024 财年的 1.82 万亿美元下降 2%。与国会预算办公室上周发布的预估基本一致。由于特朗普大幅提高关税，2025 财年的净关税收入达到 1950 亿美元。

当地时间 10 月 15 日，美国参议院以 51 票对 44 票的投票结果，再次未能推进共和党的临时拨款法案。据悉，需要 60 票才能推进这项将为政府提供资金直至 11 月底的法案。

美国行政管理和预算局局长沃特表示，在政府停摆期间，特朗普政府可能会裁减超过 1 万名联邦政府岗位。

美联储官员就降息节奏出现不同声音，理事沃勒主张维持每次 25 个基点的谨慎降息步伐以应对疲软的劳动力市场，而临时担任美联储理事的米兰则呼吁采取更激进的 50 个基点降息。分歧的核心在于政策调整的速度，沃勒强调谨慎行事以避免犯错，而米兰则担心在外部冲击下过度紧缩的政策会放大负面后果。米兰最新表示，近期的贸易紧张局势加大了经济增长前景的不确定性，因此决策者更有必要尽快降息。虽然他个人倾向于更大力度的降息，但考虑到 FOMC 成员的中位预测，年内再降息两次是现实的预期。

美联储发布全国经济形势调查报告（“褐皮书”）显示，自上次报告以来，经济活动总体变化不大。报告显示，近几周，总体消费支出，尤其是零售商品支出小幅下降。报告还显示，近几周就业水平基本保持稳定，各地区和各行业对劳动力的需求普遍低迷。

美国财政部长贝森特表示，他计划在感恩节向特朗普呈交三到四位领导美联储的候选人，供他进行面试。他还表示，涌入美国经济的投资浪潮是可持续的，并且才刚刚开始，但联邦政府停摆正日益成为一个阻碍。

日本央行行长植田和男表示，如果预期的经济前景能够实现的确定性增强，日本央行将收紧货币政策。日本央行鹰派委员田村直树认为，通胀上行风险正在加剧，通胀率很可能会比央行预期更早达到目标。他指出，目前政策利率距离中性水平仍有一段距离，应当逐步向中性水平靠拢。

下周大类资产配置建议

9月新增社融3.53万亿元，较去年同期少增2297亿元，较8月多增9670亿元，超出万得一致预期的3.27万亿元。9月社融存量同比增长8.7%，较8月下降了0.13个百分点，略高于万得一致预期的8.63%。9月社融口径新增人民币贷款1.61万亿元，较去年同期少增3662亿元，较8月多增9827亿元。9月汇票融资规模维持高增长。9月新增社融分项中，政府债券新增融资规模1.19万亿元，较去年同期少增3471亿元；直接融资规模较去年同期多增，企业债融资和股票融资分别较去年同期多增2031亿元和372亿元；表外融资较去年同期多增，主要是汇票融资的贡献，9月新增汇票融资3235亿元，较去年同期多增1923亿元。值得一提的是，汇票融资连续两个月高增，或与进口同比增速较强有关。

进口数据方面，9月我国进口环比明显增长8.5%。从进口商品的结构看，一方面，高技术产品进口仍相对活跃，前三季度半导体器件、集成电路和自动数据处理设备进口同比增速分别为3.0%、8.8%和27.2%；另一方面，前三季度铜矿砂、铜材等产品进口维持同比正增长，国内制造业、基建投资或正在复苏。9月我国出口同比增速维持韧性，或在一定程度上受到去年同期较低基数影响。2024年中秋节在当年9月，而今年中秋节在10月，假期错位因素或导致去年9月出口基数相对较低，推高今年9月出口同比增速。当前海外环境不确定因素仍然较多，掣肘外需表现，四季度扩内需政策仍然值得期待。

本周，我们维持大类资产配置顺序：**股票>大宗>债券>货币**。

风险提示：

全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

图表 27. 本期观点 (2025.10.19)

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

资料来源：中银证券

披露声明

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

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

评级体系说明

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

公司投资评级：

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

行业投资评级：

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

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

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

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

中银国际证券有限公司

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

中银国际控股有限公司北京代表处

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

中银国际(英国)有限公司

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

中银国际(美国)有限公司

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

中银国际(新加坡)有限公司

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