



关注经济数据和重要会议指引，寻找资产配置方向

——资产配置周报（2025/10/13-2025/10/17）

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@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17日当周，全球股市表现分化，法国政府在两项不信任动议投票中过关，法国CAC指数周内领涨，美股依靠周五交易时间内中美新一轮贸易摩擦可能缓和的情绪提振，周内表现好于其他市场。美元指数回落，主要非美货币升值。1) 权益方面：法国CAC40>纳指>标普500>道指>英国富时100>日经225>上证指数>德国DAX30>沪深300指数>恒生指数>深证成指>创业板指>科创50>恒生科技指数。2) 需求端受风险事件引发的担忧，供给端受地缘政治局势缓和的影响，原油价格当周继续下跌；黄金价格虽然在周五出现回调，但避险情绪的推升下周内再创历史新高。3) 工业品期货：南华工业品价格指数下跌，炼焦煤小幅上涨，螺纹钢、水泥、混凝土小幅下跌；高炉开工率当周持平；乘用车日均零售5.72万辆，环比31.38%，同比-8.00%；BDI环比上涨6.9%。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6.93BP至1.4434%，10Y国债收益率下行2.14BP收至1.8246%。5) 美债收益率下行。2Y美债收益率当周下行6BP至3.46%，10Y美债收益率下行3BP至4.02%。6) 美元指数收于98.5512，周下跌0.29%；离岸人民币对美元升值0.29%。
- **国内权益市场。**10月17日当周，风格方面，金融>消费>周期>成长，日均成交额为21766亿元（前值25869亿元）。申万一级行业中，共有4个行业上涨，27个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为银行（+4.89%）、煤炭（+4.17%）、食品饮料（+0.86%）；跌幅靠前的行业为电子（-7.14%）、传媒（-6.27%）、汽车（-5.99%）。
- **关注经济数据和重要会议指引，寻找资产配置方向。**至10月17日当周，资产风险偏好下降，科技股回调，红利板块走强；商品方面，除黄金、铜、铝上涨外，其余工业品多数下跌；美债收益率下行。国内9月，进出口双双回升，贸易顺差继续扩大；CPI月环比略回升，PPI环比降幅收窄。新的一周，国内三季度GDP将会公布，市场将会从投资、消费、出口等方面进行全方位解读。中美贸易方面，关注短期谈判进展，但是长期仍会在稀土、芯片等方面进行产业链对抗。看好人工智能发展规划，尤其在应用端的发展对于算力需求的提升，带动芯片产业链的新的需求空间；看好黄金、有色等业绩向好的方向；从市场风险偏好波动的角度，适当配置债券以及红利板块；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。
- **利率与人民币汇率。**资金方面，10月下旬，虽然税期走款压力与MLF压力较大，但在政府融资放缓、央行呵护态度明确等积极因素支撑下，资金面宽松格局有望延续。利率债方面，周六中美经贸双方牵头人举行视频通话，同意尽快举行新一轮经贸磋商。另外，国际金价屡创新高后出现回调。这些现象表明避险情绪降温，债市或从修复阶段进入震荡阶段。美债方面，尚无更多证据表明美国银行业信用风险具有普遍性，也无更多证据表明美国银行业存在明显风控漏洞，区域性银行“先卖再看”的恐慌情绪有所缓解。此外，中美同意尽快举行新一轮金贸磋商，国际金价回调表明避险情绪有所降温，美债或进入震荡阶段。人民币方面，周内市场避险资金转向欧元、英镑、日元、瑞郎等避险货币，推动美元指数回落，人民币相应升值。预计短期人民币延续震荡，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： 关注经济数据和重要会议指引，寻找资产配置方向 ..	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：关注避险情绪降温	7
2.3. 美债：关注避险情绪降温	8
2.4. 美元指数回落，人民币升值	8
3. 原油、黄金、金属铜等大宗跟踪.....	8
3.1. 能源跟踪	8
3.2. 黄金跟踪	10
3.3. 金属铜跟踪	12
4. 行业及主题.....	14
4.1. 行业高频跟踪	14
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. 9月国内通胀：翘尾影响仍然明显	17
5.2. 9月进出口增速双双回升	19
5.3. 资金及流动性跟踪	20
5.4. 美国流动性及利率跟踪	21
6. 市场资讯	22
6.1. 海外市场资讯	22
6.2. 国内市场资讯	23
6.3. 政策面	24
7. 财经日历	24
8. 风险提示	25

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	9
图 5 天然气价格, 美元/百万英热	9
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	10
图 11 国内的成品油价差, 元/吨, 元/吨	10
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	11
图 15 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps	11
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	13
图 23 中国矿产粗铜产量, 万吨	13
图 24 中国铜精矿和电解铜产量, 万吨	13
图 25 中国电解铜产能和产能利用率, 万吨, %	13
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	14
图 29 上海平水铜、升水铜升贴水, 元/吨	14
图 30 247 家钢厂高炉产能利用率, %	14
图 31 乘用车日均零售销量, 辆	14
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	15
图 35 14 城二手房成交面积, 万平方米	15
图 36 主要行业高频数据	15
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, %	16
图 39 CPI 及 PPI 同比翘尾因素, %	18
图 40 CPI 八大项环比及近 5 年均值, %	18
图 41 猪肉平均批发价月均值, 元/公斤	18
图 42 PPI 当月同比, %	18
图 43 PPI 生产和生活资料类同比, %	18
图 44 部分产品出口金额增速及出口数量增速, %	20
图 45 两融余额, 亿元, 亿元	21
图 46 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %	21

图 47 DR007、7 天期 OMO 利率，%	21
图 48 SHIBOR 3M，%	21
图 49 美国存款准备金占比银行总资产，%	22
图 50 美国金融流动性指标，十亿美元	22
图 51 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差，bps	22
图 52 美联储隔夜逆回购协议，十亿美元	22
图 53 财经日历	24

1.核心观点： 关注经济数据和重要会议指引，寻找资产配置方向

1.1.市场观点与资产配置建议

1) 关注经济数据和重要会议指引，寻找资产配置方向。至 10 月 17 日当周，资产风险偏好下降，科技股回调，红利板块走强；商品方面，除黄金、铜、铝上涨外，其余工业品多数下跌；美债收益率下行。国内 9 月，进出口双双回升，贸易顺差继续扩大；CPI 月环比略回升，PPI 环比降幅收窄。新的一周，国内三季度 GDP 将会公布，市场将会从投资、消费、出口等方面进行全方位解读。中美贸易方面，关注短期谈判进展，但是长期仍会在稀土、芯片等方面进行产业链对抗。看好人工智能发展规划，尤其在应用端的发展对于算力需求的提升，带动芯片产业链的新的需求空间；看好黄金、有色等业绩向好的方向；从市场风险偏好波动的角度，适当配置债券以及红利板块；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) 利率与人民币汇率。资金方面，10 月下旬，虽然税期走款压力与 MLF 压力较大，但在政府融资放缓、央行呵护态度明确等积极因素支撑下，资金面宽松格局有望延续。利率债方面，周六中美经贸双方牵头人举行视频通话，同意尽快举行新一轮经贸磋商。另外，国际金价屡创新高后出现回调。这些现象表明避险情绪降温，债市或从修复阶段进入震荡阶段。美债方面，尚无更多证据表明美国银行业信用风险具有普遍性，也无更多证据表明美国银行业存在明显风控漏洞，区域性银行“先卖再看”的恐慌情绪有所缓解。此外，中美同意尽快举行新一轮经贸磋商，国际金价回调表明避险情绪有所降温，美债或进入震荡阶段。人民币方面，周内市场避险资金转向欧元、英镑、日元、瑞郎等避险货币，推动美元指数回落，人民币相应升值。预计短期人民币延续震荡，对美元汇率在 7.10-7.20 震荡。

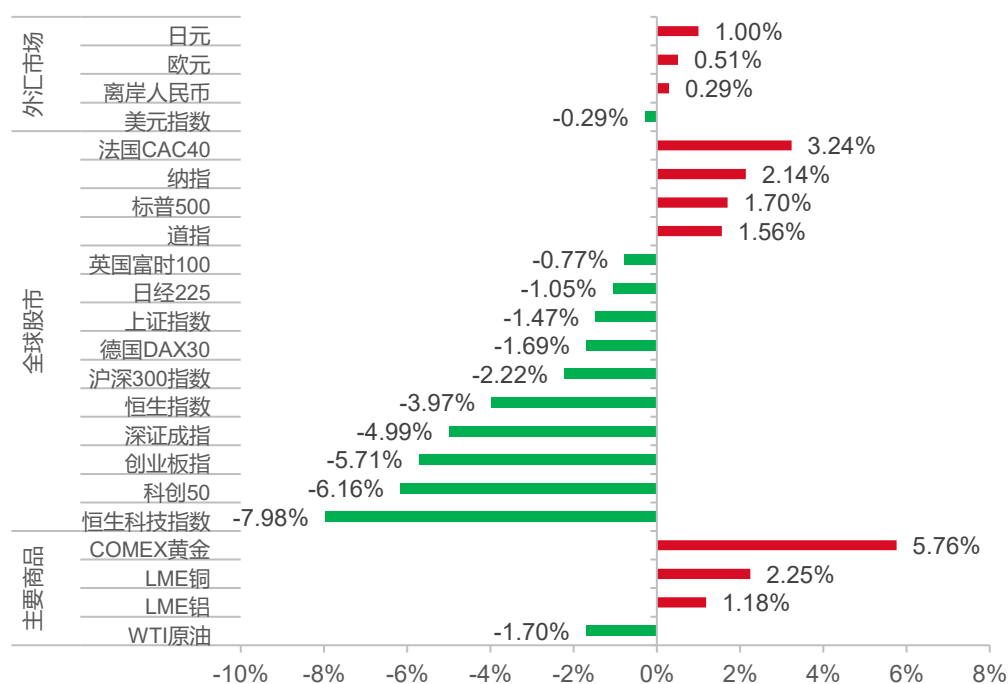
3) 新的一周主要经济数据与市场预期。中美贸易争端或仍是市场关注的主要方向。美国政府停摆即将进入第四个星期，10 月 24 日将发布 CPI 数据，预计 9 月份通胀将连续第二个月加速至 3.1%，年度核心通胀率预计将保持在 3.1%不变，关税带来的通胀压力目前或仍在可控范围内。其余美国主要指标包括标准普尔全球 PMI、现房销售和芝加哥联储全国活动指数等。欧洲的焦点将是欧元区、德国、法国和英国的 PMI 预览值，预计服务业活动减弱，制造业收缩加剧，表明增长势头低迷。其他重要数据包括欧元区消费者信心指数、德国生产者价格指数、CBI 商业和工业调查、西班牙失业数据以及瑞士贸易平衡等，此外，预计土耳其央行将再次降息。新的一周中国将公布 GDP 数据，货币方面关注 LPR 数据；市场也将密切关注 10 月 20-23 日召开的党的二十届四中全会，尤其是新的政策信号以及对政府“十五五”规划提案的审议。在日本，新的一周关注 9 月份的贸易和通胀数据，预计核心通胀率将从 2.7%小幅上升至 2.9%。

1.2.全球大类资产回顾

10 月 17 日当周，全球股市表现分化，法国政府在两项不信任动议投票中过关，法国 CAC 指数周内领涨，美股依靠周五交易时间内中美新一轮贸易摩擦可能缓和的情绪提振，周内表现好于其他市场。主要商品期货中黄金、铜、铝上涨，原油收跌；美元指数回落，主要非美货币升值。1) 权益方面：法国 CAC40>纳指>标普 500>道指>英国富时 100>日经 225>上证指数>德国 DAX30>沪深 300 指数>恒生指数>深证成指>创业板指>科创 50>恒生科技指数。国内来看，中美贸易摩擦情绪扰动下风格有所切换，红利占优，成长回落，市场整体波动加大；经济层面，翘尾因素作用下 PPI 继续回升，金融数据反映实体信贷仍然偏弱，但出口表现仍强。海外来看，除了贸易摩擦以外，美国政府延续停摆、部分银行引发的信贷风

险以及鲍威尔暗示缩表结束等多重因素扰动市场。2) 需求端受风险事件引发的担忧, 供给端受地缘政治局势缓和的影响, 原油价格当周继续下跌; 黄金价格虽然在周五出现回调, 但避险情绪的推升下周内再创历史新高。3) 工业品期货: 南华工业品价格指数下跌, 炼焦煤小幅上涨, 螺纹钢、水泥、混凝土小幅下跌; 高炉开工率当周持平; 乘用车日均零售 5.72 万辆, 环比 31.38%, 同比-8.00%; BDI 环比上涨 6.9%。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 6.93BP 至 1.4434%, 10Y 国债收益率下行 2.14BP 收至 1.8246%。5) 美债收益率下行。2Y 美债收益率当周下行 6BP 至 3.46%, 10Y 美债收益率下行 3BP 至 4.02%; 10Y 日债收益率下行 3.4BP 至 1.6630%。6) 美元指数收于 98.5512, 周下跌 0.29%; 离岸人民币对美元升值 0.29%; 日元对美元升值 1.00%。

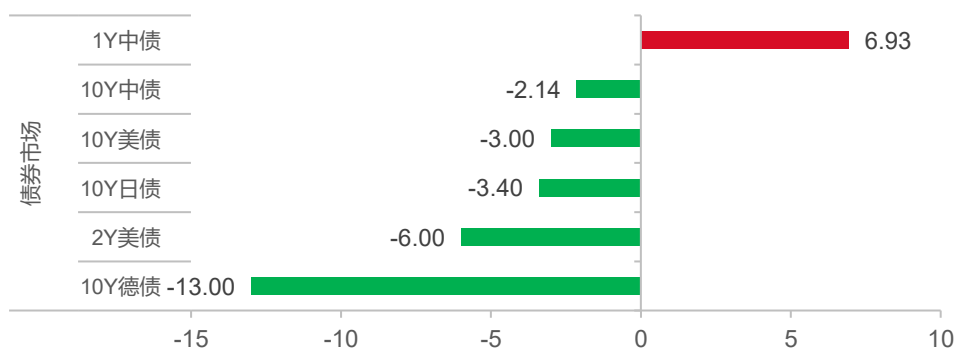
图1 全球主要大类资产周度表现, %



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贬值。

图2 中债美债周度表现, BP

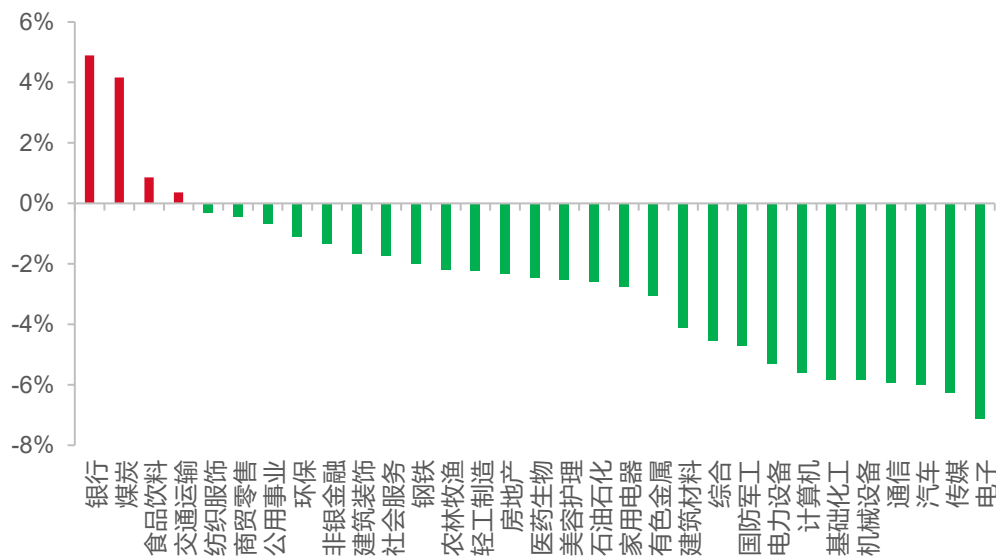


资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

1.3.国内权益市场回顾

国内权益市场：至 10 月 17 日当周，风格方面，金融>消费>周期>成长，日均成交额为 21766 亿元（前值 25869 亿元）。申万一级行业中，共有 4 个行业上涨，27 个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为银行（+4.89%）、煤炭（+4.17%）、食品饮料（+0.86%）；跌幅靠前的行业为电子（-7.14%）、传媒（-6.27%）、汽车（-5.99%）。

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，10/13-10/17

2.利率及汇率跟踪

2.1.资金面：充盈状态延续

月中，央行 6 个月买断式逆回购加量续作，政府债缴款处于较低水平，银行间流动性维持充盈状态。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%-1.39%），DR007 加权均价区间为 1.39%-1.45%（前一周为 1.42%-1.59%）。同业存单收益率小幅上升，主要是由于跨季后存款有流出银行倾向，周内同业存单供给明显上升。1M、3M、6M、1Y 期限 AAA 级收益率分别收于 1.50%、1.59%、1.64%、1.67%，分别较前一周+2.9bp、+3.34bp、+1.96bp、+0.38bp。10 月下旬，虽然税期走款压力（10 月为税收大月）与 MLF 到期压力较大，但在政府融资放缓、央行呵护态度明确等积极因素支撑下，资金面宽松格局有望延续。

2.2.利率债：关注避险情绪降温

中美贸易关系不确定性依然较大，叠加美国区域性银行信用风险担忧上升，避险情绪迅速升温，带动中长端国债收益率普遍下行。短端与同业存单市场联动上行。10 月 17 日，1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y 年期国债收益率分别收于 1.24%、1.33%、1.38%、1.44%、1.59%、1.82%、2.2%，分别较前一周+6.1bp、+2.68bp、-0.8bp、+6.93bp、-1.51bp、-2.14bp、-8.27bp。

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 9 月制造业 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。9月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。9月信贷增速进一步放缓显示需求依然偏弱。这一背景下，基本面对债市依然形成支撑。

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。9月美联储降息 25bps，且 10 月进一步降息的预期较强，国内货币政策宽松预期有所上升。

10月18日，中美经贸双方牵头人举行视频通话，同意尽快举行新一轮经贸磋商。另外，国际金价在新高后也出现回调。这些现象表明避险情绪降温，债市或从修复阶段进入震荡阶段。

2.3.美债：关注避险情绪降温

美国政府停摆进入第三周，关键经济数据缺失加剧政策不确定性；同时中美贸易摩擦升级，推升全球避险需求。另外，当地时间 10 月 16 日，美国两家地区性银行披露商业地产贷款组合风险，引发市场对金融体系稳定性的担忧，资金大规模涌入国债寻求避险。同时，黄金价格屡创新高，与美债走势形成共振。美联储方面，美联储理事沃勒与新任理事米兰均释放偏鸽信号，支持年内进一步宽松，强化了利率下行预期，市场预期 10 月、12 月累计降息 50bp 概率很高。受以上因素影响，美债收益率普遍下行。1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y 年期美国国债收益率分别收于 4.2%、4.02%、3.79%、3.54%、3.55%、3.99%、4.58%，分别较前一周-1bp、-2bp、-2bp、-4bp、-6bp、-3bp、-3bp。

两家区域性银行均因资产质量问题触发市场对中小银行脆弱性的担忧。与 2023 年硅谷银行危机相比，本次事件源于信贷欺诈，而非利率风险导致的资产负债错配。普遍性的信用风险，尤其银行风控漏洞导致的信用风险对金融稳定性的影响较流动性风险更复杂。目前来看，尚无更多证据表明信用风险具有普遍性，也无更多证据表明美国银行业存在明显风控漏洞。当地时间 10 月 17 日，区域性银行“先卖再看”的恐慌情绪有所缓解。此外，周六中美经贸双方牵头人举行视频通话，同意尽快举行新一轮金贸磋商，国际金价在新高后也出现回调。这些显现表明避险情绪有所降温，美债或进入震荡阶段。

2.4.美元指数回落，人民币升值

因美国政府停摆持续、区域性银行风险升温及美联储降息预期强化，市场避险资金转向欧元、英镑、日元、瑞郎等避险货币，推动美元指数回落，人民币相应升值。离岸人民币对美元收于 7.1269，较前一周升值 91 基点。当地时间 10 月 17 日，美元指数小幅回升，非美货币普遍走弱，显示市场避险，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 17 日当周，WTI 原油周内下行，收于 57.54 美元/桶，较上周同期下行 2.3%。截至 2025 年 10 月 10 日当周，美国原油产量为 1363.6 万桶/天，同比增加 13.6 万桶/天。美国炼厂吞吐量为 1513 万桶/天，开工率 85.7%。10 月 17 日当周，美国钻机数 548 台，较去年同期减少 37 台；其中采油钻机数 418，较去年同期减少 64 台。

欧盟于 10 月 16 日发布指引，明确即将对俄罗斯原油制成的石油产品实施进口禁令。新规禁止炼油厂采用“质量平衡”法处理混合原料，并要求进口商提供原产地担保。此举标志

着欧盟政策重大转向，旨在填补监管漏洞（此前允许大量进口印度、土耳其利用俄原油炼制的成品油）。欧盟最新常见问题文件规定，进口商须证明其进口成品油（属欧盟税则号 2710 项下）未使用俄罗斯原油生产，并要求建立严格尽职调查流程。建议进口商在供应链合同中增加条款，要求供应商提供非俄原油原产地证明以备海关查验。该禁令将于 2026 年 1 月 21 日生效，为俄罗斯主要原油买家的采购策略带来不确定性。目前仅印度和土耳其每日向欧洲供应约 40 万桶成品油（主要为柴油和航煤）。

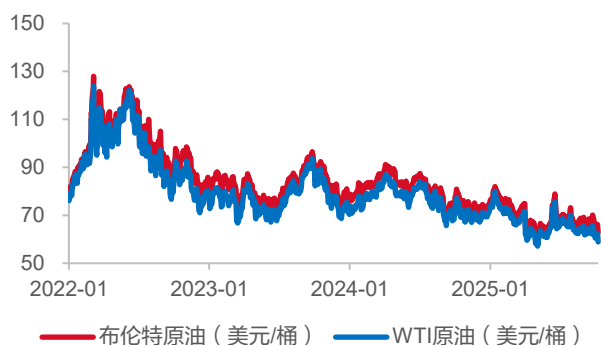
尽管市场已基本消化美国下周起对中国籍船舶征收港口费（且该措施含豁免条款），但中国在三天通知期内决定采取对等反制令航运界意外，担忧可能造成严重干扰。中国拟对美国籍船舶按约 56 美元/净吨征收港口费，相当于超大型油轮需支付超 590 万美元，LR2 型和阿芙拉型油轮需支付 190 万美元。若美国企业、组织或个人直接或间接持有某企业/组织 25% 及以上股权、投票权或董事会席位，则该企业拥有或运营的船舶需缴费。因在美上市而具有显著美国所有权比例的几家主要油轮公司（如 Scorpio、Ardmore、Teekay 和 Torm）可能为避免中国港口费让旗下油轮绕行。

中石化冠德于 10 月 13 日发布港交所公告称，因其子公司日照实华被列入美国 SDN 名单可能限制其相关业务，进而对整体业绩产生相应影响。日照实华三个超大型油轮码头关闭将导致中石化旗下受影响炼厂 10 月加工量削减 18 万-25 万桶/日。该物流枢纽 2024 年为中石化处理超 80 万桶/日的原油进口量。日照-仪征管道连接长江沿线约 135 万桶/日的中石化炼厂产能（包括金陵石化、扬子石化、武汉石化、九江石化、湖南石化和荆门石化），日照-东明管道主要服务中石化 20 万桶/日的洛阳石化装置。各炼厂受影响程度因其对受制裁码头的依赖度而异，武汉石化（17 万桶/日）和九江石化（16 万桶/日）等部分炼厂因缺乏替代原料进口方案，开工率最高削减 20%。而中石化金陵石化（42 万桶/日）通过管道连接浙江宁波、舟山油码头，受影响较小，目标开工率约 79%（较上月降三个百分点）。

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。

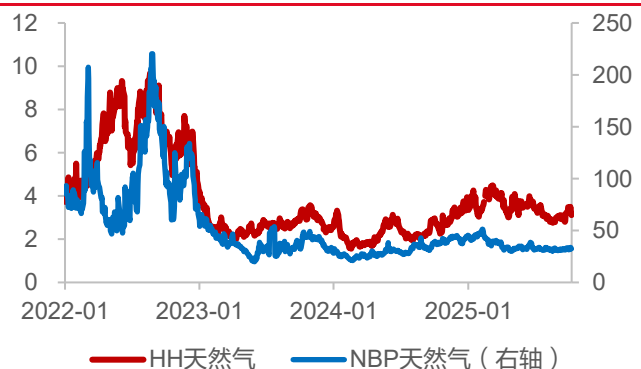
（数据来源：Wind，EIA，Platts，Oilprice，BakerHughes，OPEC）

图4 原油价格，美元/桶



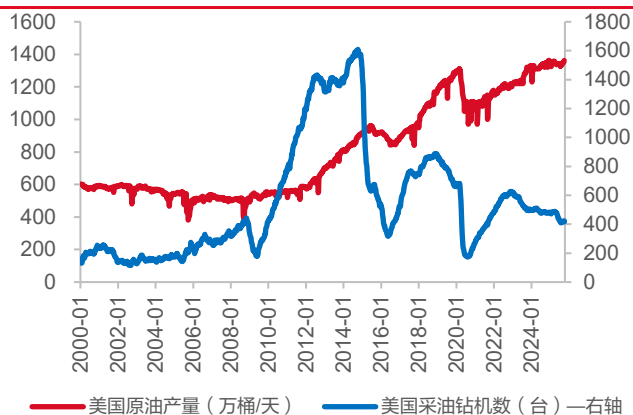
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 天然气价格，美元/百万英热



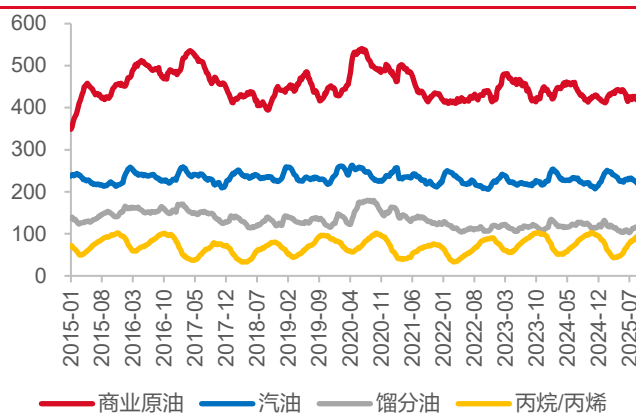
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 美国原油产量与钻机数, 万桶/天, 台



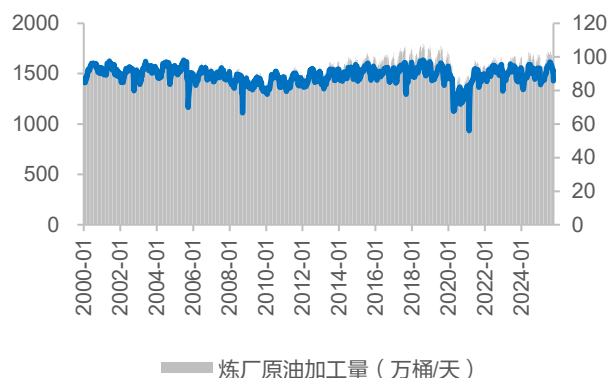
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图7 美国燃料库存, 百万桶



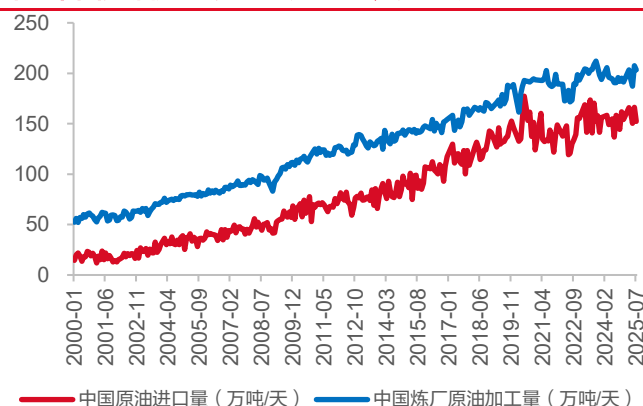
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %



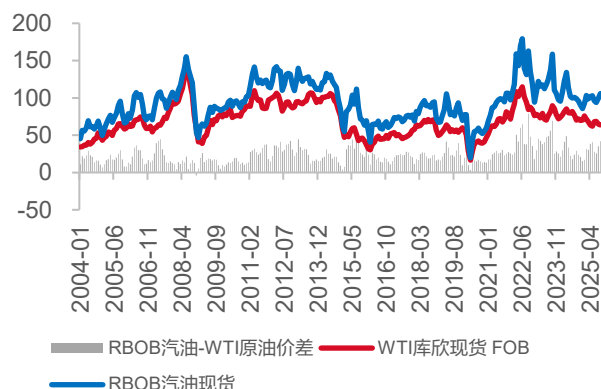
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天



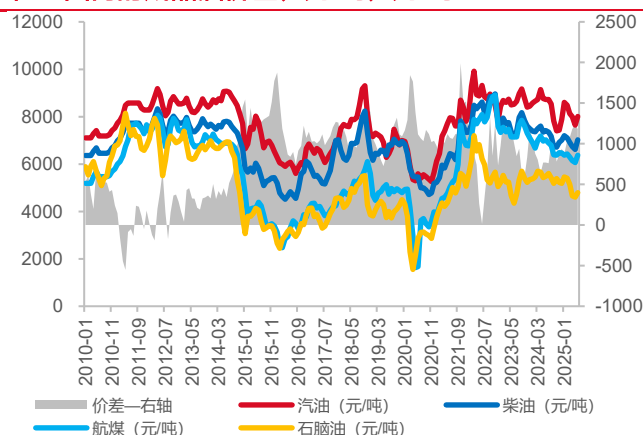
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

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

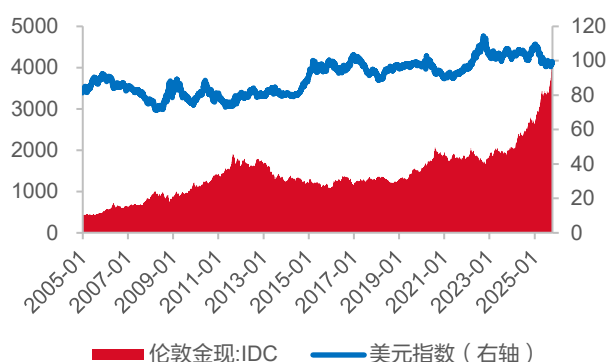
美国政府持续停摆, 美联储或停止缩表, 周内金价再创新高。截至 2025 年 10 月 17 日, 伦敦金现收于 4251.45 美元/盎司, 较上周同期上涨 5.81%, 周五盘内最高触及 4380.79 美元/盎司的高点但随后跳水, 尾盘有所修复。美股三大指数周内震荡运行, 美元指数在 99 关口下震荡运行。若美国化债持续遇阻, 预计美元或大幅贬值。9 月我国央行继续增持黄金储

备 1 万盎司。美国政府持续停摆，美联储主席鲍威尔暗示可能在未来几个月停止缩表。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。

美债利率震荡下行，中债利率同向下行。截至 10 月 17 日，10Y 美债利率震荡下行，较上周同期下行 3bp 收于 4.02%，10Y 中美利差倒挂值为 219.54bp，较上周基本持平。中国 10Y 国债利率本周震荡运行，最终报收 1.8246%，较上周同期下行 2.14bp。2025 年 8 月美国 CPI 同比上涨 2.9%，前值 2.7%，略高于市场预期，PPI 同比增长 2.6%，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。

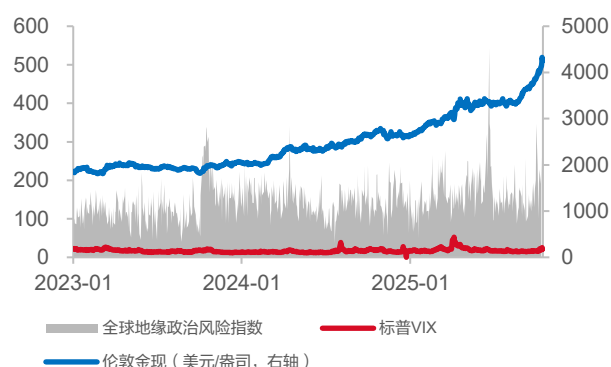
金价判断：美国化债持续受阻，美联储降息通道打开、缩表或将停止，美国持续挑起全球贸易争端，10 月降息预期走强，全球避险需求走强，建议逢低买入。

图12 美元指数与伦敦金现，美元/盎司



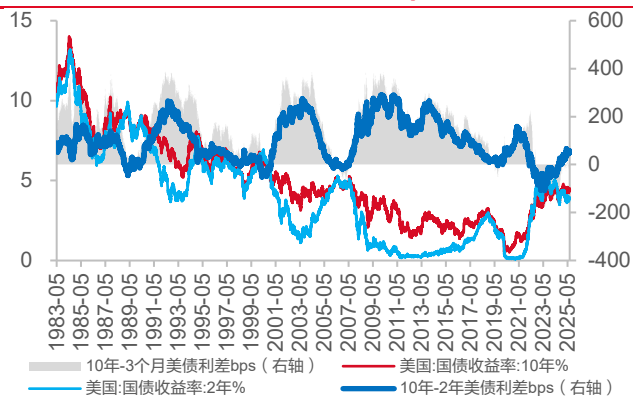
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 VIX 与金价，美元/盎司



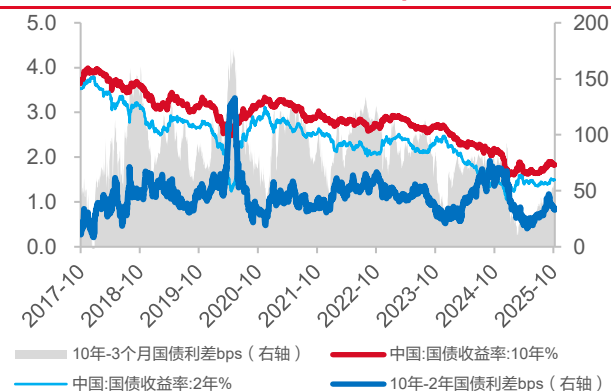
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 10Y-2Y 美国国债利差，%，bps



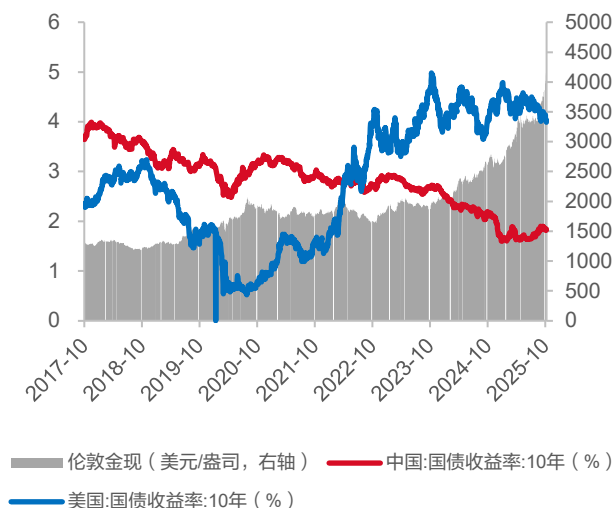
资料来源：Wind，东海证券研究所

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，%



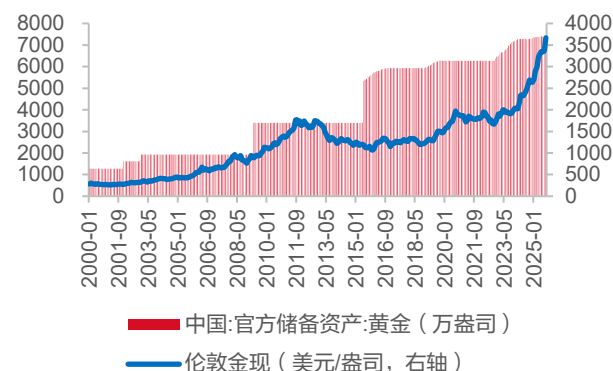
资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测

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
2025/10/29					0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	99.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.0%	94.0%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	50.8%	46.1%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	30.3%	48.1%	19.8%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	9.7%	35.3%	40.2%	14.3%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.3%	6.2%	25.6%	38.3%	24.1%	5.4%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	1.2%	9.1%	27.5%	36.2%	21.3%	4.6%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.6%	5.2%	18.3%	31.9%	28.7%	12.9%	2.3%	0.0%
2026/10/28	0.1%	1.0%	6.3%	19.5%	31.6%	27.3%	12.0%	2.1%	0.0%
2026/12/9	0.3%	2.1%	8.9%	21.9%	30.8%	24.3%	10.1%	1.7%	0.0%
2027/1/27	0.3%	2.3%	9.4%	22.2%	30.5%	23.8%	9.8%	1.6%	0.0%
2027/3/17	0.3%	2.2%	9.2%	21.8%	30.3%	24.0%	10.2%	1.9%	0.0%
2027/4/28	0.3%	2.2%	9.1%	21.7%	30.2%	24.1%	10.3%	2.0%	0.1%
2027/6/9	0.3%	2.0%	8.3%	20.3%	29.2%	24.8%	11.9%	2.9%	0.3%
2027/7/28	0.2%	1.7%	7.2%	18.1%	27.6%	25.6%	14.2%	4.5%	0.7%
2027/9/15	0.2%	1.7%	7.2%	18.1%	27.6%	25.6%	14.2%	4.5%	0.7%

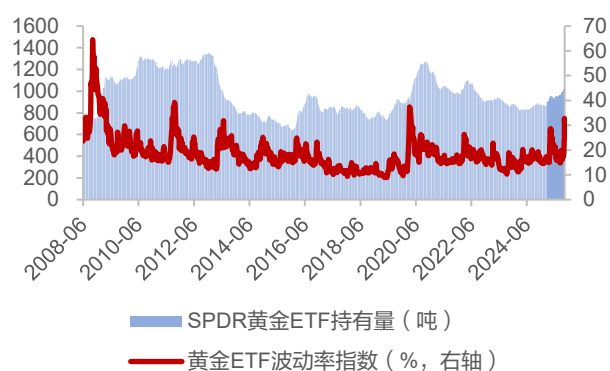
资料来源：CME，东海证券研究所

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17日，SHFE电解铜连续合约结算价格为85112元/吨，较上一周价格环比下降1.4%，价格与去年同比增长10.8%；LME伦铜3个月合约结算价为10604.75美元/吨。10月17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2833.6元/干吨，价格环比下降1.9%，小幅震荡调整。中美贸易摩擦再度升温，美国可能对华征关税的威胁令铜价承压。

2025年10月17日，精炼铜现货库存为18.21万吨，较上周环比下降33.6%，同比下滑17%，港口库存约为46.8万吨，环比下降8%。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，导致库存在不同仓类间快速流动，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，我国电解铜年平均产能为1648万吨，产能利用率为83.98%。2025年8月我国电解铜产量和需求缺口约为20.75万吨，缺口较上期环比扩大13.8%。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 17 日当周，我国 SHFE 电解铜持仓量为 188608 手，环比上升 13.8%；成交量为 379347 手，环比上升 2.1%，沪铜交易量和持仓量较上周缩量明显，主要因为宏观面偏弱、市场情绪谨慎。下游消费淡季叠加现货升水回落，现货成交转弱。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。

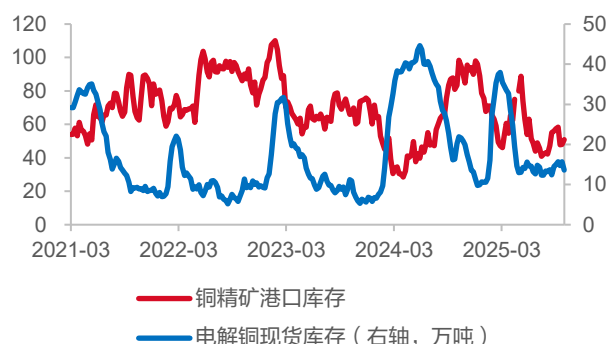
铜行业整体呈现弱势调整格局，价格承压下行。宏观层面上，美联储延后降息预期强化、美元走强令外盘铜价承压；国内方面，下游消费进入季节性淡季，线缆及家电企业采购意愿减弱，现货升水回落，社会库存上升明显。虽然部分冶炼厂检修对供应形成一定支撑，但难以扭转需求疲软格局。短期来看，铜价预计仍将维持震荡偏弱走势，需关注宏观政策预期变化及库存拐点信号。

图20 金属铜价格，元/吨，美元/吨

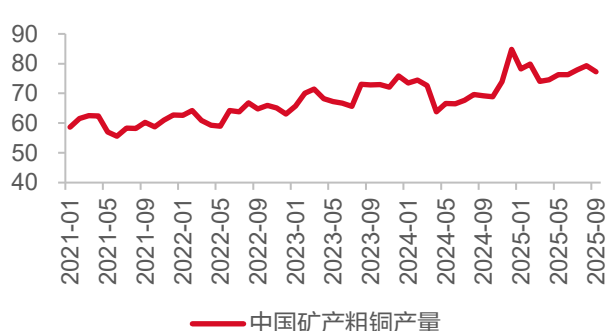

资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图21 铜精矿 25%Cu：远期现货综合指数，美元/千吨

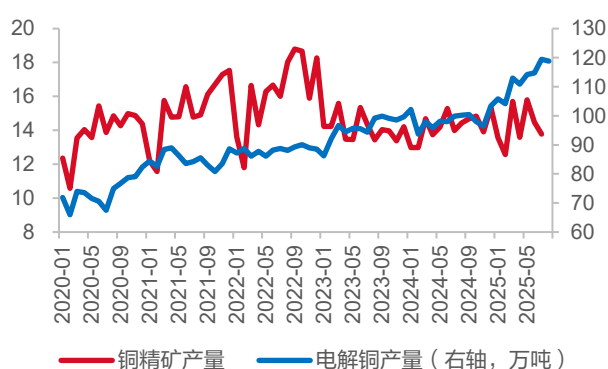

资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图22 铜精矿和电解铜库存，万吨


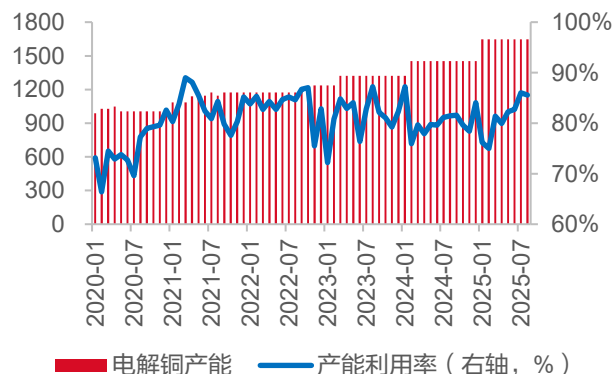
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

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

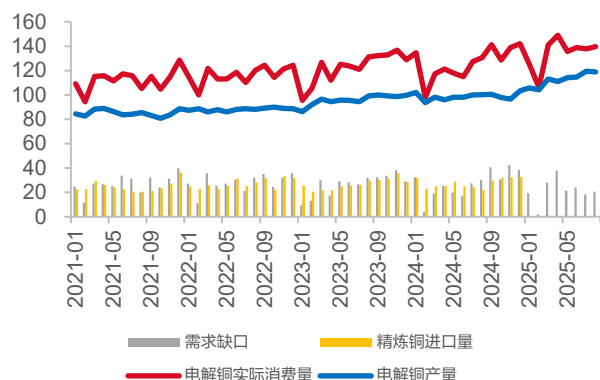
图24 中国铜精矿和电解铜产量，万吨


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，%


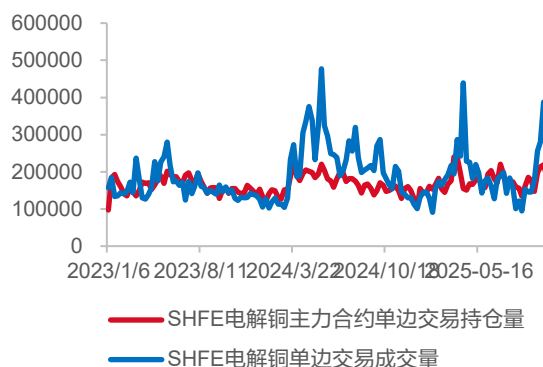
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图26 中国电解铜和需求缺口，万吨



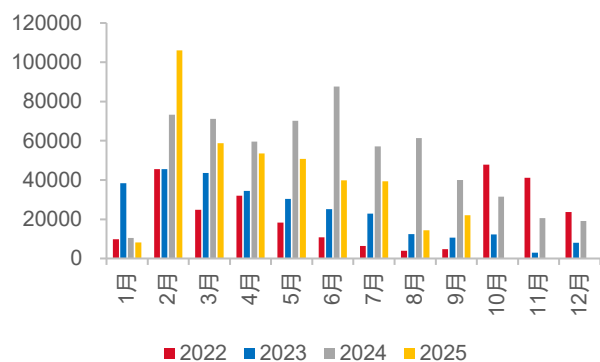
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量，手



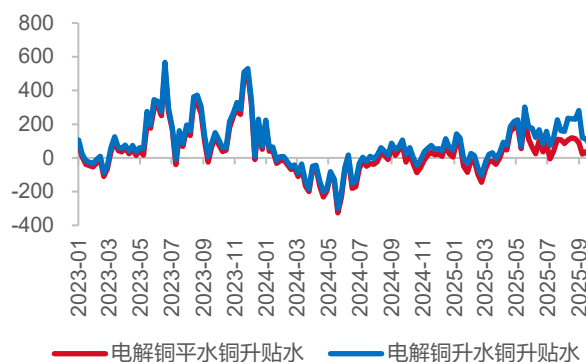
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

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

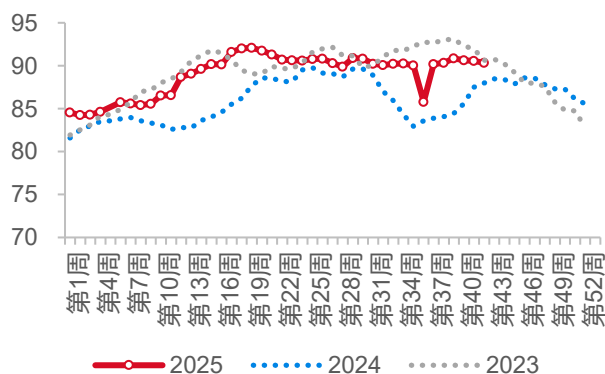


资料来源：钢联数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

4.行业及主题

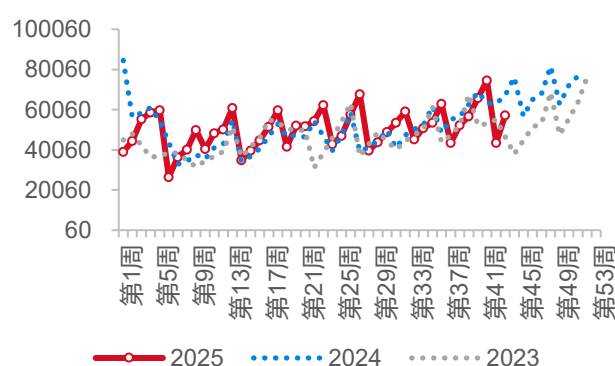
4.1.行业高频跟踪

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



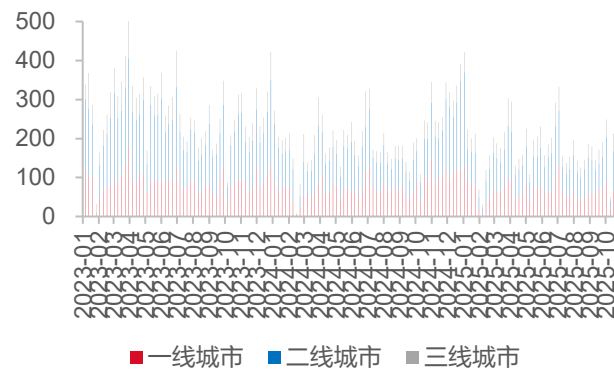
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图32 BDI 指数



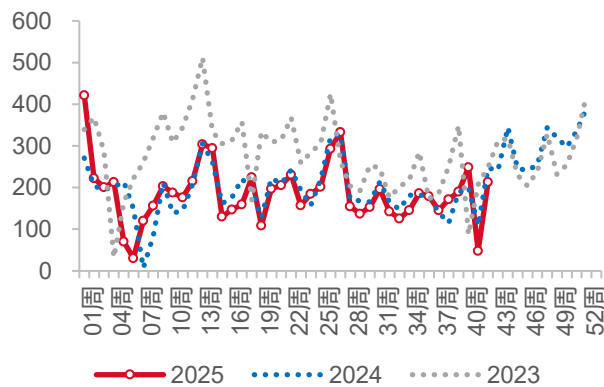
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图33 一、二、三线城市新房成交面积，万平方米



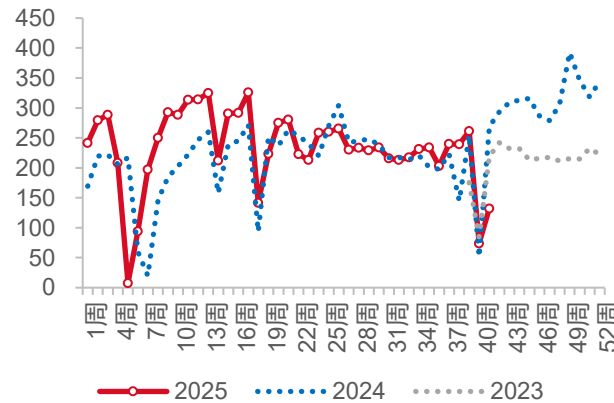
资料来源：同花顺，东海证券研究所

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	10/17	10/10	10/3	9/26	9/19	走势图
地产	30大中城市商品房销售面积	341.0	-13.7	万平方米	213	48	249	191	171	
	一线城市	241.3	-34.1	万平方米	65	19	93	72	69	
	二线城市	389.5	1.0	万平方米	102	21	110	81	65	
	三线城市	448.6	-2.1	万平方米	46	8	46	37	37	
消费出行	国内航班执飞	/	/	架次	/	100708	99678	87543	91193	
	国际航班执飞	/	/	架次	/	13664	13677	12638	12966	
	电影票房	-79.4	-28.3	万元	25887	125871	91043	116830	61496	
	观影人次	-79.5	-20.5	万人次	718	3504	2397	3188	1655	
外需	BDI指数	6.9	31.28	/	2069	1938	1901	2259	2203	
	CCFI指数	-4.1	-30.8	/	973	1015	/	1087	1120	
	南华工业品价格指数	-3.2	-8.7	/	3507	3585	3592	3621	3643	
	螺纹钢	-1.4	-11.1	元/吨	3054	3097	3099	3162	3151	
物价	水泥价格指数	-2.0	-18.3	/	103.12	105.25	105.43	104.16	102.46	
	南华农产品价格指数	-1.0	-1.2	/	1054	1064	1066	1073	1089	
	猪价	-2.2	-26.6	元/公斤	18.33	18.75	19.27	19.52	19.70	
	7种重点水果	0.9	-3.1	元/公斤	7.06	7.00	7.00	6.96	6.82	
	鸡蛋	-3.9	-26.5	元/公斤	7.61	7.92	8.44	8.48	8.25	
	28种重点蔬菜	2.6	-15.8	元/公斤	5.00	4.87	5.02	5.04	4.99	
生产开工率	PTA	-1.9	-6.1	%	75.56	77.48	/	76.48	77.29	
	纯碱	-3.5	-2.6	%	84.93	88.41	/	89.12	85.53	
	浮法玻璃	0.3	-1.9	%	76.35	/	/	76.01	76.01	
	江苏织机	0.0	-4.7	%	64.06	64.06	/	63.12	62.19	
	半钢胎	26.2	-6.8	%	72.72	46.51	/	73.58	73.66	
	全钢胎	20.6	3.8	%	64.52	43.96	/	65.72	65.66	

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, %

指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
创业板指	31.50	41.95	58.14	5.19
创业板 50	37.27	42.18	56.48	6.02
中证 1000	60.88	45.97	43.18	2.42
中证 500	71.35	33.55	51.01	2.22
上证 180	78.47	12.21	39.81	1.26
沪深 300	80.64	14.12	47.37	1.47
上证 50	85.07	11.88	56.74	1.29
科创 50	97.27	169.65	70.80	6.25

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	-815.88	52.46	1.09
	交通运输	15.36	16.49	26.13	1.40
	有色金属	28.85	27.24	72.96	3.34
	公用事业	32.39	19.75	53.78	1.85
	石油石化	33.75	12.17	28.85	1.14
	建筑装饰	59.89	11.88	10.21	0.83
	环保	68.03	38.26	21.72	1.69
	煤炭	75.99	15.78	70.84	1.61
	基础化工	81.54	35.14	63.59	2.16
	建筑材料	88.65	38.58	11.19	1.25
消费	农林牧渔	5.57	21.59	11.62	2.58
	食品饮料	17.44	21.72	25.92	4.42
	美容护理	54.11	49.34	18.42	3.38
	纺织服饰	60.73	37.78	28.40	1.88
	社会服务	73.69	64.24	12.03	2.89
	商贸零售	87.84	66.15	36.93	1.91
	医药生物	89.06	52.88	14.83	3.14
	轻工制造	91.88	58.43	34.02	2.27
高端制造	家用电器	34.79	15.78	31.38	2.53
	机械设备	69.41	43.48	66.04	2.86
	汽车	75.16	33.04	70.79	2.61
	国防军工	87.21	175.29	93.32	4.35
	电力设备	94.43	80.85	48.13	3.18

科技	通信	24.83	25.93	44.29	2.28
	传媒	70.47	72.65	35.43	2.69
	计算机	91.48	222.76	62.39	4.56
	电子	92.32	81.82	97.58	5.26
金融地产	房地产	0.00	-6.76	17.38	0.96
	非银金融	7.80	13.61	23.36	1.51
	银行	90.49	7.19	28.02	0.70

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

注：钢铁盈利为负故不显示。

5.重要市场数据及流动性跟踪

5.1.9 月国内通胀：翘尾影响仍然明显

9 月，CPI 当月同比-0.3%，前值-0.4%；环比 0.1%，前值 0.0%。PPI 当月同比-2.3%，前值-2.9%；环比 0.0%，前值 0.0%。

翘尾因素对 CPI 及 PPI 的影响依然较大。尽管 9 月 CPI 翘尾因素的降幅小幅收窄，但-0.8%依然拖累较多，这一点在四季度有望减轻，尤其是 11 月、12 月。从近两个月 PPI 同比的走势来看，由-3.6%升至-2.3%，其中翘尾因素从-1.4%升至-0.1%，对 PPI 降幅的收窄具有较强的解释力度。

CPI 环比略弱于季节性。9 月 CPI 环比 0.1%，低于近 5 年同期均值的 0.14%。食品强于季节性而非食品弱于季节性。食品环比 0.7%，高于近 5 年同期均值 0.54%；非食品环比-0.1%，低于近 5 年同期均值 0.08%。

猪价延续对食品价格的拖累。9 月食品价格同比-4.4%，前值-4.3%。食品主要分项中，鲜菜和蛋类强于季节性，猪肉、鲜果弱于季节性。9 月在供给相对充裕的情况下，猪肉平均批发价环比下跌 2.4%，月均价为 2023 年 7 月以来最低，CPI 中猪肉同比-17.0%，为 2024 年 1 月最低。今年 3 月以来能繁母猪存栏量去化不明显，9 月中旬召开生猪产能调控企业座谈会。若落实顺利，叠加四季度基数的走低，猪价对 CPI 的拖累可能相对减轻。

非食品中什么在涨价？9 月非食品价格同比 0.7%，前值 0.5%，连续 4 个月回升。7 大类分项中生活用品及服务、其他用品及服务、医疗保健环比强于季节性，居住持平季节性，衣着、交通和通信、教育文化和娱乐弱于季节性。从年内的趋势来看，同比中枢上行的有生活用品及服务、衣着、医疗保健、其他用品及服务，具体到分项上主要受益于家用器具、服装、鞋类、旅游、医疗服务等品类的上涨。

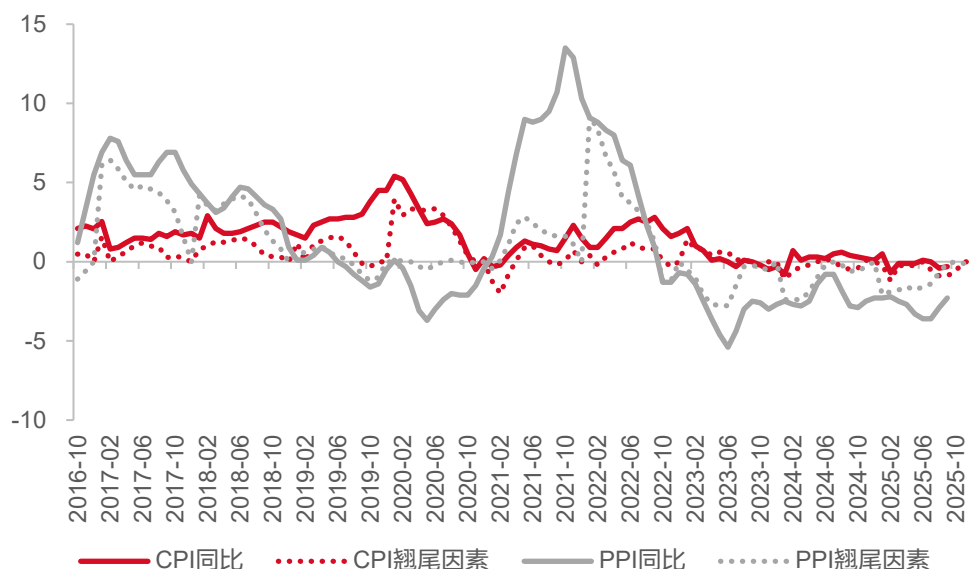
金价上涨，核心 CPI 继续回升。9 月核心 CPI 环比 0.0%，虽然略弱于季节性，但低基数推动同比连续 5 个月上升，9 月升至 1.0%。服务价格相对稳定，金价上涨带动金饰品价格同比上涨 42.1%，对扣除能源的工业消费品价格形成明显支撑。

PPI 环比略弱于季节性。9 月 PPI 环比 0%，连续两个月持平，略低于近 5 年同期均值 0.19%。

PPI 结构中，上下游仍然存在分化。拆分来看，生产资料中，采掘>原料>加工，反映涨价依然主要集中在偏上游；生活资料中，一般日用品>衣着>食品>耐用消费品，价格上必选消费略强于可选消费。从具体行业来看，煤炭价格淡季不淡，加工及开采环比分别为 3.8%、2.5%；有色、黑色金属加工环比分别为 1.2%、0.2%；石油开采及加工受国际油价下跌影响环比下降。供给端，十一假期前，十大重点行业稳增长方案陆续落地，关注后续产能治理的

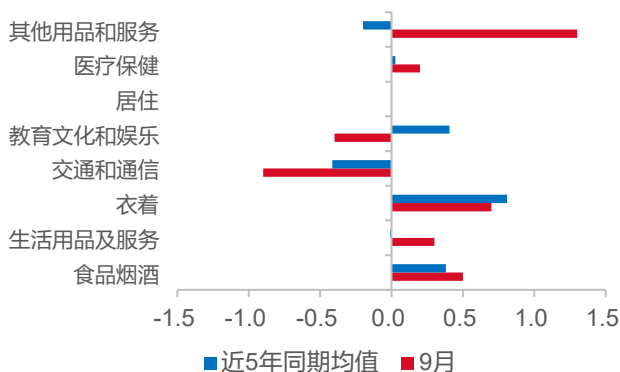
推进节奏；需求端，5000 亿元新型政策性金融工具落地，可撬动相关投资，四季度实物工作量或得到提升。

图39 CPI 及 PPI 同比翘尾因素，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图40 CPI 八大项环比及近 5 年均值，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图41 猪肉平均批发价月均值，元/公斤



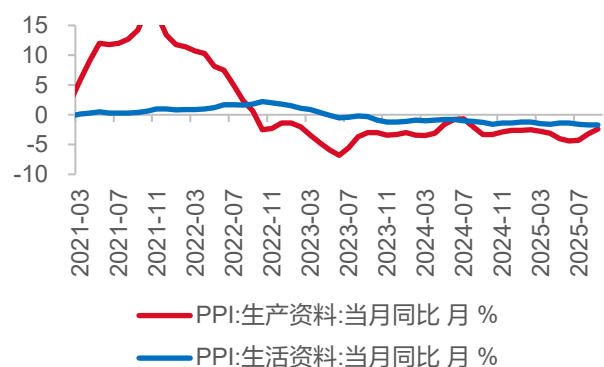
资料来源：农业农村部，东海证券研究所

图42 PPI 当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图43 PPI 生产和生活资料类同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

5.2.9 月进出口增速双双回升

2025 年 9 月，以美元计价，出口同比 8.3%，前值 4.4%；进口同比 7.4%，前值 1.3%；贸易差额 904.5 亿美元，较去年同期增加 86.9 亿美元。

低基数以及多元化发展支撑明显。同比来看，9 月出口增速较 8 月回升 3.9 个百分点，高于 Wind 一致预期的 5.65%；环比来看，9 月 2.2%，高于近 4 年同期均值 1.66%，强于季节性。此外，9 月出口规模 3285.65 亿美元创年内新高。总体来看，9 月出口超预期，一方面受低基数影响，去年同期环比-1.58%，为 2016 年以来同期最低；另一方面，对美出口降幅有所收窄，出口结构的多元化发展也给予较强支撑，例如 1-9 月对非洲、拉美累计同比分别为 28.3%、6.9%，当月增速分别为 56.41%、15.32%。

发达国家制造业仍处收缩区间。9 月，摩根大通全球制造业 PMI 为 50.8%，较 8 月回落了 0.1%。美国 ISM 制造业 PMI 回升 0.4 百分点至 49.1%，日本制造业 PMI、欧元区制造业 PMI 分别回落 1.2、0.9 百分点至 48.5%、49.8%。整体来看，美欧日制造业 PMI 仍略低于荣枯线。关税政策对美国经济复苏的影响仍需持续跟踪，AI 带来的资本开支扩张有望带动相关产业需求；欧洲内部格局分化，能否突破财政困局，扩大财政支出或成为重要变量。

国别来看，其他地区贡献抬升，进一步验证出口多元化发展。9 月，对其他地区的出口增速由前值的 8.11% 升至 15.55%。对美、欧出口增速有所回升，当月同比较 8 月分别回升 6.09 个、3.79 个百分点至 -27.03%、14.18%。对东盟、日本出口有所回落，当月同比较前值回落 6.88 个、4.93 个百分点至 15.62%、1.81%。环比来看，对美国强于季节性，环比为 8.55%，高于近 4 年同期均值的 3.66%；而对欧盟、东盟、日本皆弱于季节性，环比分别为 -7.09%、-6.06%、5.03%，弱于近 4 年同期均值的 -5.49%、2.58%、8.62%。从拉动的角度，欧日 9 月拉动 2.07pct，东盟拉动 2.42pct，美国拖累 4.24pct，合计整体较 8 月回升 0.08pct；其他地区拉动 8.05pct，前值 4.23pct。

机电产品出口增速较高，劳动密集型产品仍有压力。机电产品、高新技术产品、农产品当月同比皆有所上涨，较上月分别回升 5.1 个、2.6 个、8.4 个百分点至 12.6%、11.5%、4.5%。主要产品中，肥料、粮食有明显回升，上月表现较好的稀土和船舶皆量减价增，但增速仍处于较高水平，前者反映相关协定的落实下全球需求旺盛，后者反映中游装备制造仍具明显优势。集成电路、通用机械设备等行业出口增速也同样保持相对领先。部分劳动密集型产品出口增速维持低位，如玩具、鞋靴、箱包、灯具等。

进口增速超季节性显著回升。9 月进口当月同比小幅回升，环比上升 10.3%，高于 4 年同期均值 1.66%，强于季节性。主要商品中，前期表现较好的未锻轧铜及铜材、食用植物油进口增速有所回落但仍维持高位；空载重量超 2 吨的飞机进口增速有明显回升；传统内需的铁矿砂及其精矿进口增速由负转正，钢材进口增速降幅收窄；上游能源相关的煤炭同样降幅收窄。一方面出口超预期对进口也有一定带动，另一方面黑色系商品回升或与实物工作量加快有关，不过这一点仍需持续性验证。

往后来看，美国新一轮关税威胁存在不确定性，若无缓和，11 月 1 日生效之前，不排除再次出现“抢出口”的可能，但圣诞季备货旺季的影响可能已经不大，“抢出口”效应与之前相比不会太强。不过双方围绕船舶、半导体、稀土的贸易政策，或是谈判前的施压博弈，关注后续可能的经贸谈判以及元首会晤。从进口来看，9 月反映出好转的迹象，但仍需关注持续性。

图44 部分产品出口金额增速及出口数量增速，%

产品	金额			数量		
	2025-09	2025-08	环比变化	2025-09	2025-08	环比变化
稀土	97.1	34.7	62.4	-4.3	22.6	-26.9
肥料	95.4	68.0	27.4	68.1	26.2	41.9
船舶	42.7	34.9	7.8	17.0	30.2	-13.2
粮食	37.2	-11.1	48.4	74.9	7.1	67.8
集成电路	32.7	32.8	-0.1	16.8	25.4	-8.6
通用机械设备	24.8	4.3	20.6			
液晶显示板	17.0	13.8	3.2	12.0	13.2	-1.2
中药材及中式成药	14.7	0.7	14.0	14.7	2.7	12.0
汽车(包括底盘)	10.9	17.3	-6.5	24.3	25.1	-0.8
医疗仪器及器械	8.8	6.1	2.7			
音视频设备及其零件	7.8	4.2	3.7			
纺织纱线、织物及其制品	6.4	1.4	5.0			
汽车零配件	5.2	4.8	0.5			
塑料制品	3.8	0.8	3.0			
水产品	1.7	0.4	1.3	12.6	0.4	12.2
家具及其零件	0.4	-3.2	3.6			
自动数据处理设备及其零部件	-0.3	-3.0	2.7			
未锻轧铝及铝材	-1.4	-6.5	5.1	-7.3	-10.2	2.9
手机	-1.9	-18.9	17.0	-7.9	-11.6	3.7
钢材	-2.7	-7.5	4.7	3.1	0.2	2.9
陶瓷产品	-4.3	-0.6	-3.7	-2.7	2.4	-5.1
成品油	-5.9	-0.4	-5.6	-1.0	8.4	-9.4
服装及衣着附件	-8.0	-10.1	2.1			
家用电器	-9.7	-6.6	-3.0	-3.8	-3.6	-0.2
箱包及类似容器	-12.3	-14.9	2.6	1.7	-3.1	4.9
鞋靴	-13.3	-17.1	3.8	0.1	-5.9	5.9
灯具、照明装置及其零件	-16.7	-17.0	0.3			
玩具	-28.0	-21.0	-7.0			

资料来源：海关总署，东海证券研究所

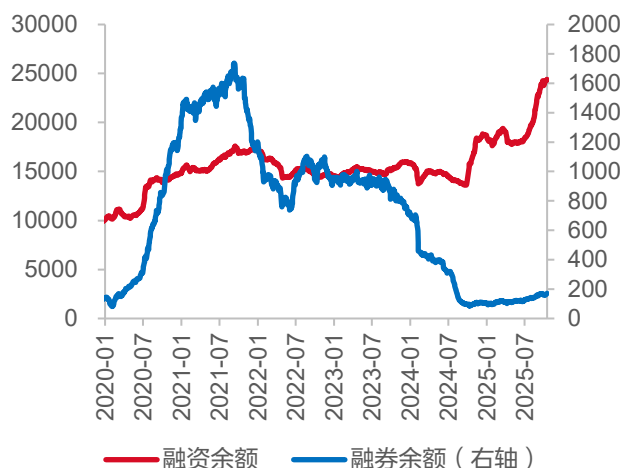
5.3.资金及流动性跟踪

融资余额增长。10月16日，融资余额24401.23亿元，较上周末增长144.76亿元。

普通股票型基金仓位环比上升。10月17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83.55%、77.13%，分别较前值上升0.92%和下降0.35%。

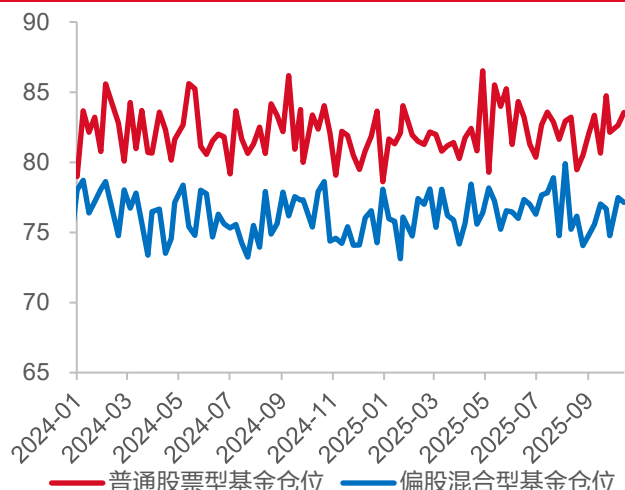
资金利率回落。10月17日当周，DR007周均为1.4206%，较上周环比下降4.45个BP。SHIBOR3M周均为1.5807%，较上周环比上升0.22个BP。

图45 两融余额，亿元，亿元



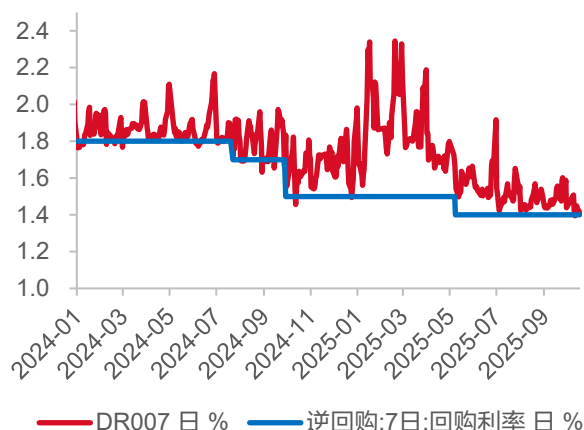
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图46 普通股票型、偏股混合型基金仓位，%



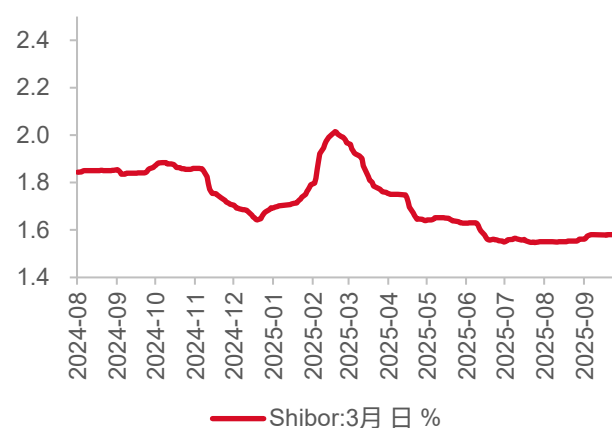
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图47 DR007、7 天期 OMO 利率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图48 SHIBOR 3M，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

5.4.美国流动性及利率跟踪

从量的角度来看，截至 10 月 15 日当周，美国金融流动性再度转为收紧。当周受“稳定币 USDe”短暂脱锚，“硅谷 AI 泡沫论”升温，中美贸易争端再起，以及美国财政部集中发行美债的影响，美国金融系统在流动性收紧的背景下开启 risk-off 模式，黄金和美债因此得到提振，而美股等风险资产则被相对抑制。当周 TGA 账户增加 536.1 亿美元，其中大部分由银行存款准备金补充——准备金账户当周减少 456.5 亿美元。同时，受周三鲍威尔“未来几个月暂停缩表”言论影响，黄金和美债市场提前计价宽松流动性阶段，价格进一步走高。后续关注下周五公布的美国 9 月通胀数据，如果通胀保持温和，市场或进一步计价降息交易，由此在美国流动性需求不断拉升的情况下或裹挟美联储提前结束 QT 阶段。目前，美国银行系统内准备金余额为 2.97 万亿美元，离美联储理事沃勒的“最低充足准备金水平”——2.7 万亿美元仅差 2700 亿美元；而我们估算的准备金与银行系统总资产比率已经来到“充足条件”下位临界值 12.1%处。

从价的角度来看，截至 10 月 15 日当周，美国货币市场流动性紧张程度或达到年内之最。SOFR 当周升高 17bp 达到 4.29%，带动 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差分别提高到 14bp 和 19bp 处。这或受到美国区域银行融资压力抬升，当周美债集中发行，以及企业缴税

共同作用。同时，我们认为美国区域银行 Zions 和 Western Alliance 暴雷或只是偶发性的信贷欺诈事件，不足以酝酿成系统性的信贷风险，SOFR 或在后续下降，回归正常中枢。住房市场上，30 年期和 15 年期住房抵押贷款利率分别下降 3bp 和 1bp 至 6.27% 和 5.52%，属于宽松预期内的正常波动，其后趋势依然受美联储降息路径所主导，后续需关注 10 月 24 日劳工部公布的 9 月通胀数据作为前瞻指引。

图49 美国存款准备金占比银行总资产，%



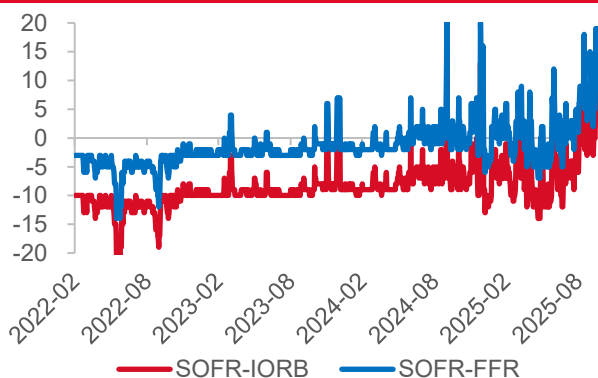
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图50 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51 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差，bps



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图52 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) 10 月 14 日，美联储主席鲍威尔在讲话中暗示，未来几个月可能停止缩表，承认货币市场出现紧缩迹象，虽认为银行储备仍充足。他保留 10 月降息可能性，称需在遏制通胀与支撑就业之间权衡。讲话后，美元掉期利差扩大，美元指数和美债收益率下跌。

2) 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。

3) 10 月 16 日，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。

4) 美联储褐皮书显示，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。

5) 10月14日，国际货币基金组织（IMF）发布《世界经济展望报告》，小幅上调今年全球经济增长预期，预计2025年增长3.2%、2026年增长3.1%。新兴市场和发展中经济体今年增速上调至4.2%，发达经济体上调至1.6%。IMF指出，关税冲击削弱增长前景，全球经济仍脆弱。美国经济出现实质性放缓，就业增长低于预期，失业率升至近四年新高。

（信息来源：同花顺、Wind、央视新闻）

6.2.国内市场资讯

1) 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。

2) 10月15日，《求是》发文指出，尽管中国经济展现出韧性和活力，但仍面临动能转换阵痛和需求不足等问题，回升基础不稳。文章强调，预期管理是宏观调控的重要抓手，需增强政策可预期性，及时回应市场关切，引导形成积极预期。文中提出，要以科学编制“十五五”规划为契机，加强中长期预期管理，完善制度环境，营造稳定可预期的制度基础。同时，要提升经济宣传与舆论引导水平，增强政策透明度和有效传达，减少误解，提振市场信心。

3) 10月14日，国务院总理李强主持召开经济形势专家和企业界座谈会，听取意见建议。李强指出，要从长远视角把握经济形势，增强信心、直面问题，坚定做好自身发展。强调加大逆周期调节力度，用好政策资源，推动改革破除堵点，扩大内需，优化产业生态，治理无序竞争，构建创新生态圈，确保完成全年发展目标。

4) 10月17日，国务院总理李强召开国务院常务会议，听取关于有效降低全社会物流成本行动落实情况汇报，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，审议通过《生态环境监测条例(草案)》和《对外使用国徽图案的办法(修订草案)》。会议指出，要持续推动物流降本提质，加大物流设施投资，推动数据互联，加强对小微物流企业融资支持；同时，加快完善绿色贸易政策，提升外贸企业绿色发展能力，拓展绿色产品和技术进出口，推动贸易优化升级和碳中和目标实现。

5) 央行行长潘功胜在出席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。

6) 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。

7) 10月14日，央行公告称，将于15日开展6000亿元、期限6个月的买断式逆回购操作。扣除本月到期的5000亿元后，净投放1000亿元。此前10月9日已净投放3个月期逆回购3000亿元，两个期限合计净投放4000亿元，央行已连续5个月加量续作买断式逆回购。

8)10月15日,央行发布数据显示,9月末,M2余额335.38万亿元,同比增长8.4%,M1余额113.15万亿元,同比增长7.2%。社会融资规模存量为437.08万亿元,同比增长8.7%。

9)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%。

10)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。

(信息来源:同花顺、Wind、央视新闻)

6.3.政策面

1)《节能降碳中央预算内投资专项管理办法》印发。《办法》提到,重点行业领域节能降碳项目。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。支持以工业园区、产业集群为载体整体部署并规模化实施的节能降碳改造。支持供热、算力等基础设施节能降碳改造。支持中央和国家机关节能降碳改造。

2)《关于加快推动前沿技术创新与未来产业培育的若干措施》印发。上海围绕未来制造、信息、材料、能源、空间、健康六大方向,分近、中、远三个层次推进。具体包括:支持细胞与基因治疗、脑机接口、生物制造等领域,重点在降低成本、提高可及性、构建产业生态;推动硅光、6G、第四代半导体等领域,重点优化设计、拓展应用;加快量子科技、可控核聚变、再生医学等前沿技术攻关,推动技术突破和产品验证。

3)《电动汽车充电设施服务能力“三年倍增”行动方案(2025—2027年)》印发。指出,提高私人充电设施建设,新建居住区应在固定车位全建或预留充电条件,满足直接装表接电;既有居住区结合改造增设充电设施,提升公共服务能力和私人建桩比例,并同步改造供电配套设施。

4)财政部调整海南离岛免税政策,扩大商品范围至47类,新增宠物用品、小家电等,允许部分国产商品入驻免税店并享退(免)税;免税购物年龄由16岁提高至18岁,离境旅客也可享受免税政策,购物金额计入每年10万元额度;岛内居民当年有离岛记录的,可不限次数按“即购即提”方式购买免税商品。

(信息来源:同花顺、Wind、央视新闻)

7.财经日历

图53 财经日历

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	预测值
10/20	09:00	中国	贷款市场报价利率(LPR):1年	3	
10/20	09:00	中国	贷款市场报价利率(LPR):5年	3.5	
10/20	10:00	中国	9月固定资产投资:累计同比(%)	0.5	0.03
10/20	10:00	中国	9月社会消费品零售总额:当月同比(%)	3.4	3.11

10/20	10:00	中国	9月工业增加值:当月同比(%)	5.2	5.23
10/20	10:00	中国	第三季度 GDP:当季同比(%)	5.2	4.76
10/20	10:00	中国	9月城镇调查失业率(%)	5.3	5.25
10/20	/	中国	二十届四中全会召开, 审议“十五五”规划建议		
10/23	17:00	中国	10月中期借贷便利(MLF):投放:1年:当月值(亿元)	6000	
10/23	22:00	欧盟	10月欧元区:消费者信心指数:季调(初值)	-14.9	
10/24	07:30	日本	9月CPI:同比(%)	2.7	
10/24	07:30	日本	9月CPI:环比(%)	0.2	
10/24	20:30	美国	9月核心CPI:季调:同比(%)	3.1	
10/24	20:30	美国	9月CPI:季调:环比(%)	0.4	0.3
10/24	20:30	美国	9月核心CPI:季调:环比(%)	0.3	
10/24	20:30	美国	9月CPI:季调:同比(%)	2.9	

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