

重磅会议将至，政策催化与风格变化



——2025年10月资产配置报告

HWABAO SECURITIES

／ 2025年10月14日

分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）

分析师：郝一凡（执业证书编号：S0890524080002）

分析师：刘芳（执业证书编号：S0890524100002）

► 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

宏观主线梳理

海外宏观

就业市场持续降温，中美关税博弈增加

➤ 就业市场持续降温，通胀符合预期

◆ 劳动力市场持续降温。美国8月非农就业仅增2.2万人，远低于预期及7月修正值（7.9万）。6月数据下修至减少1.3万，失业率升至4.3%，反映劳动力市场压力加剧。美国8月CPI同比上涨2.9%，环比上涨0.4%，显示出通胀温和回升的态势。

➤ 中美近期关税博弈增加

◆ 美国总统特朗普10月10日在社交媒体威胁从11月1日起对华加征100%关税。其背后有两方面原因：一来，随着美联储进入降息周期，特朗普认为具备了更多应对潜在经济冲击的政策底气；二来，当前实际关税税率未达其预期，也为其继续加码创造了条件。

◆ 考虑到全面实施100%关税将在执行层面面临巨大阻力，该政策最终完全落地的可能性有限。

国内宏观

经济运行承压，政策加码可能性上升，关注中长期政策催化

➤ 需求回落压力上升，经济运行承压

◆ 下半年以来，投资、消费、地产增速持续放缓，反映出经济内生修复动力仍然偏弱。

◆ 物价指数在反内卷政策推进下出现企稳迹象，有望带动中上游利润修复，但价格能否向下游传导有待观察。

◆ 出口回落但仍有韧性，显示出中国商品全球竞争优势较大，市场份额仍在稳步提升。

➤ 政策加码可能性上升，重磅会议将释放中长期政策信号

◆ 随着经济增速放缓，政策再度加码可能性上升，且考虑到反内卷政策推进的背景下，刺激消费端的必要性或高于投资端。

◆ 10月将召开二十届四中全会，研究“十五五”规划建议，有望释放中长期政策改革优化信号，进一步提振市场信心。

◆ 目前来看，对于中长期政策规划，科技创新方向大概率仍将继续获得政策强力支持，有望形成科技成长方向的新催化；而在民生保障与收入改善方面，或更加注重长效机制的逐渐优化，初期政策或将主要集中在改善民生保障方面。

A股策略与观点

谨慎 相对谨慎 中性 相对乐观 乐观



资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	➤ 政策催化与风格变化： ◆ 国内经济基本面：经济回落压力加大，投资、消费回落，价格指标仍然偏弱； ◆ 资金面：A股成交额保持高位，增量资金入市，市场热度较高； ◆ 政策面：短期内以落实已部署政策为主，四季度政策小幅加码有望改善投资放缓压力； ◆ 外部环境：外部关税扰动再起，但影响或明显弱于上一轮，美联储降息预期回升，短期风险相对缓和。 ➤ 关注重磅会议释放的利好信号，月末或有风格变化：外部短期扰动或明显弱于4月，10月二十届四中全会“十五五”规划相关内容有望带来利好信号，推动市场偏强运行。目前来看，对于中长期政策规划，科技创新方向大概率仍将继续获得政策强力支持，科技成长方向有望延续偏强。但考虑到成长方向年内已较大幅上行，四季度市场风格切换概率上升，且在10月利好释放后，预计市场阶段性止盈、调仓的意愿有所上升，进而导致科技成长方向波动明显放大，上行空间收窄，因此建议在10月末可科技成长方向可适度降低仓位，或部分切换至宽基指数、低波红利等偏稳健方向。	相对乐观
行业/风格	➤ 科技成长偏强，月末或有阶段性风格切换： ◆ 科技成长仍然偏强，月末适度止盈：当前市场情绪偏高，叠加重磅会议有望释放利好，预计科技成长方向将延续偏强，关注科技（AI、机器人、算力、TMT、半导体等）、有色金属、新能源等主题方向的机会。不过考虑到四季度风格切换概率上升，且政策利好落地后，后续缺乏新的催化，科技成长方向波动或将明显放大，短期上行空间收窄，10月末建议适度止盈、降低科技成长方向持仓。 ◆ 逐渐回归稳健，继续关注宽基指数。当前大盘整体偏强，指数下行风险相对有限，四季度出现风格切换的概率上升，均衡布局中大盘宽基指数预计相对更稳健。建议关注沪深300、中证500、创业板等宽基指数，月末可适度降低创业板持仓，回归均衡、红利低波方向。	科技成长偏强，可适度止盈 月末回归稳健
配置策略	◆ 均衡为基石，先科技成长后稳健：短期市场科技成长仍然偏强，但10月政策催化落地叠加季节性因素影响，风格切换概率上升，月末可转向均衡、稳健风格。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：关注日股、欧股、黄金等多资产分散化布局的机会。	逐渐转向均衡 多资产配置

大类资产配置观点		
资产类别	本期	上期
A股	相对乐观	相对乐观
港股	中性	中性
利率债	中性	中性
信用债	中性	中性
可转债	中性	中性
美股	相对乐观	中性
美债	相对乐观	相对乐观
美元	相对乐观	相对乐观
日股	中性	中性
黄金	中性	中性
原油	相对乐观	相对谨慎
货币/存款	中性	中性

注：市场观点反映对本期资产价格的趋势预判，本期相比于上期的变化对应仓位调整建议：观点上调对应建议加仓操作；观点下调对应建议减仓操作；观点维持不变则建议保持当前仓位配置。

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



大类资产表现回顾：资产普遍上涨



2025年9月大类资产表现特征回顾：

- 9月，A股延续上涨态势，港股同步走高，海外主要股市多数收涨，美股与日股表现相对突出。债市延续震荡，黄金大幅走高，油价延续下跌，美元指数小幅走弱。
- A股延续上涨。**9月市场风险偏好维持高位，指数持续上涨，但涨幅较8月收窄。国内低利率环境、美联储降息落地，以及新能源、科技等人气板块持续走强，共同提振市场信心并吸引增量资金。
- 港股同步走高。**美联储降息推动资金流向新兴市场，叠加港股“A+H”上市潮提升市场活力，以及恒生科技指数等品种的补涨需求，推动港股涨幅较8月明显扩大。
- 海外主要股市多数收涨，美股与日股表现相对突出。**美联储降息预期提振风险偏好，美国经济“软着陆”预期不变，AI产业趋势延续，共同支撑美股。日本经济复苏以及高市早苗民调领先引发财政货币宽松预期，推升日股上涨。
- 债市延续震荡，多空交织。**股债跷跷板效应下，债市情绪偏弱，对基本面利好反应钝化；叠加9月5日证监会发布《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》（征求意见稿）推高债基持有成本，加剧赎回压力，对债市形成压制。不过，央行持续呵护流动性，为债市提供一定支撑。
- 黄金大幅走高。**全球央行“购金潮”持续，叠加美联储降息及俄乌、中东等地缘政治局势新增不确定性，黄金价格大幅走高。
- 油价延续下跌。**夏季出行旺季结束，原油需求季节性回落；美国最新数据显示馏分油库存激增400万桶，远超预期，引发市场担忧。此外，“OPEC+”释放增产信号，进一步加剧国际油价下行压力。
- 美元指数小幅走弱。**美联储9月降息带动美元承压；但受欧央行维持利率不变、高市早苗民调领先且呼吁货币宽松导致非美货币走强动能减弱的影响，美元指数降幅较8月有所收窄。

资产类别		区间涨跌幅		
		2025年9月	2025年8月	2025年以来
A股	Wind全A	2.80	10.93	26.43
	上证指数	0.64	7.97	15.84
	沪深300	3.20	10.33	17.94
	中证500	5.23	13.13	29.46
	中证1000	1.83	11.67	27.15
	创业板指	12.04	24.13	51.20
港股	恒生指数	7.09	1.23	33.88
	恒生中国企业指数	6.79	0.73	31.08
	恒生科技指数	13.95	4.06	44.71
海外股市	标普500	3.53	1.91	13.72
	纳斯达克指数	5.61	1.58	17.34
	德国DAX	-0.09	-0.68	19.95
	日经225	5.18	4.01	12.63
	英国富时100	1.78	0.60	14.41
	法国CAC40	2.49	-0.88	6.98
债券	中债总财富指数	-0.41	-0.44	0.11
	中债信用债指数	-0.12	-0.02	1.17
	中证转债指数	1.97	4.32	17.11
商品	南华商品指数	0.71	-0.62	1.71
	ICE布油	-1.56	-6.08	-10.16
	COMEX黄金	10.78	5.54	46.36
汇率	美元指数	-0.03	-2.20	-9.83
	美元兑人民币	-0.20	-0.83	-2.47

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部
注：数据截至2025年9月30日，单位：%

A股行业风格回顾：风格出现分化

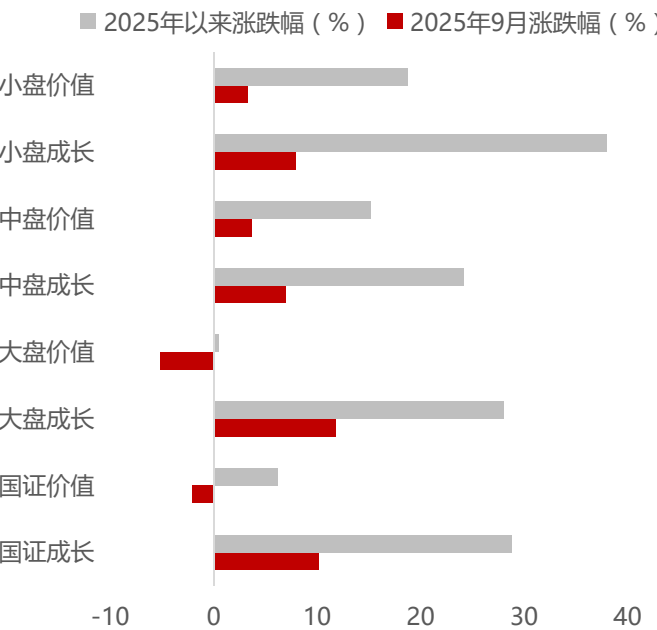
2025年9月除大盘价值以外均上涨，风格出现分化

9月市场情绪维持高涨，各主题维持轮动和切换。A股各类风格除了大盘价值以外均上涨。具体来看风格出现分化，成长周期表现继续占优，稳定和消费及金融风格下跌，金融跌幅居前。

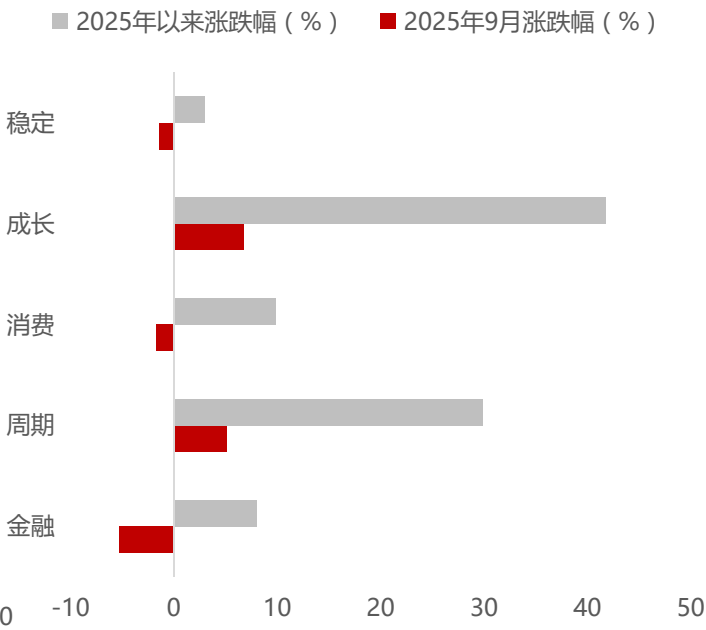
行业方面，2025年9月电力设备、有色、电子、房地产领涨，金融和银行跌幅居前

9月行业中电力设备的强劲表现受益于海外储能市场需求爆发，同时资金具有从前期涨幅较高的人工智能等板块切换至估值相对较低的新能源板块的需求。同时随着市场交易情绪继续回暖，风险偏好持续提升，资金从被视为防御性资产的银行股中流出。

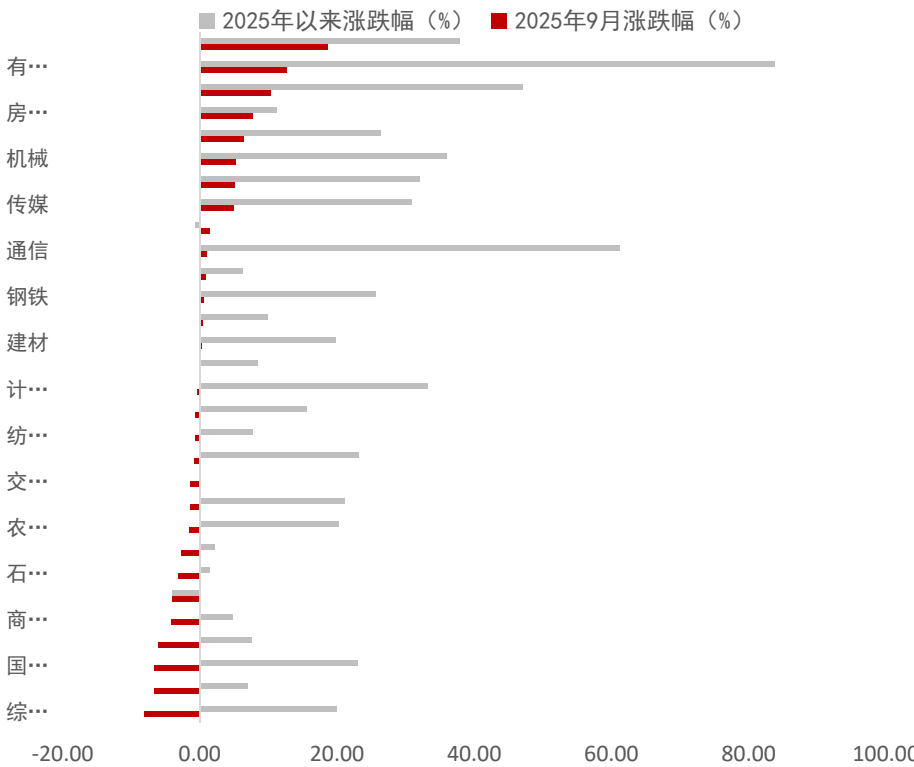
9月除大盘价值以外均上涨（%）



9月成长和周期风格占优（%）



9月电力设备、有色、电子、房地产领涨（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部 注：市场数据统计截至2025年9月30日

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



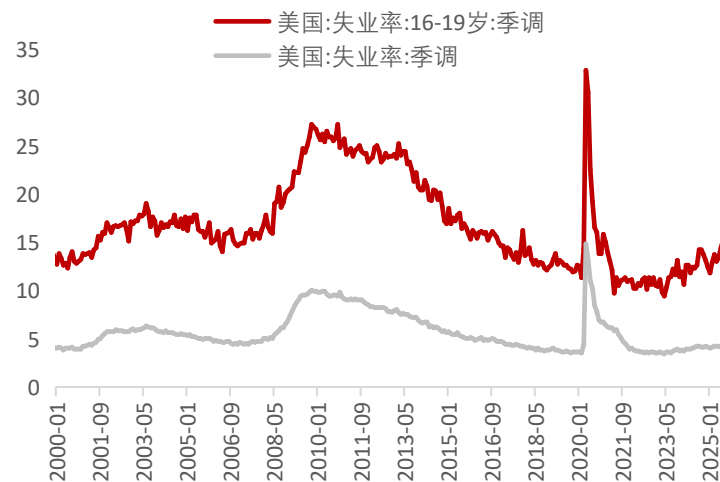
美国：就业市场持续降温，通胀符合预期

- **劳动力市场持续降温。**美国8月非农就业仅增2.2万人，远低于预期及7月修正值（7.9万）。6月数据下修至减少1.3万，失业率升至4.3%，反映劳动力市场压力加剧。特朗普政府的关税政策抑制企业招聘，不过由于移民政策的收紧导致劳动力数量下降，这在客观上对失业率起到了暂时的抵消作用。另外人工智能的大量投资一定程度上取代了对低技能工作的需求，因此年轻人失业率上升，而整体失业率维持稳定。
- **美国8月CPI同比上涨2.9%，环比上涨0.4%，显示出通胀温和回升的态势。**这一上涨主要受能源、食品、交通运输和住房价格推动。剔除波动较大的能源和食品后，核心通胀保持稳定，同比增3.1%。此前实施的关税政策对消费品价格的传导效应已开始缓慢显现，尤其在二手车、服装等领域，但家具家电价格有所回调，显示其整体影响幅度仍相对有限。特朗普的驱逐移民政策导致劳动力供给下降，核心服务价格放缓的步伐也已基本停滞。

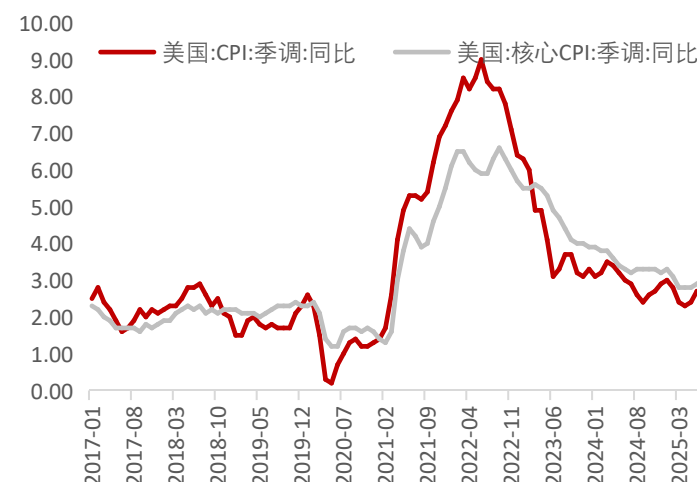
美国非农就业人数（千人）、美国失业率（%）



美国年轻人失业率快速提升（%）



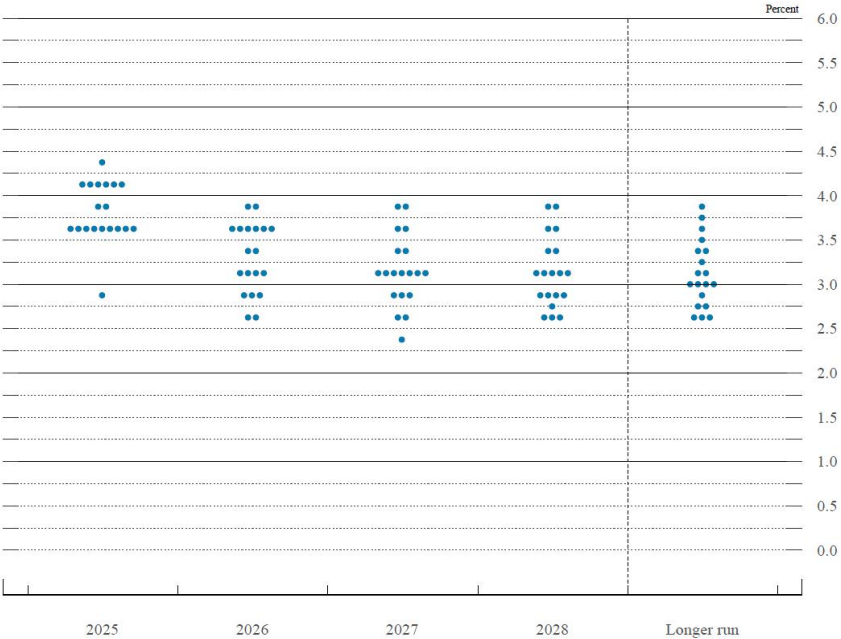
美国通胀小幅反弹（%）



美国：美联储降息周期开启

- **美联储在9月如期降息。**9月17日，美联储将联邦基金利率目标区间下调25个基点到4.00%至4.25%之间。这是美联储2025年第一次降息，也是继2024年三次降息后再次降息。美联储称，经济前景的不确定性依然很高，同时就业的下行风险已经上升。
- **美联储预测显示，到年底将再降息50个基点，未来两年每年再降息25个基点。**此外，美联储17日发布最新一期经济前景预期，其中的“点阵图”显示，19名美联储官员中有9名预计今年将再进行两次降息，2位预计再降息一次，6位认为不会进一步降息。截至10月13日，CME FED WATCH根据美国国债收益率计算出来的市场降息预期来看，市场预计10月、11月和12月份将会连续降息，且概率超过了六成。

大部分美联储官员预计今年将再进行2次降息



CME FED WATCH 根据美国国债收益率计算出来的市场降息预期

MEETING DATE	CH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES						
	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/9/17			0.0%	0.0%	0.0%	8.0%	92.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	72.6%	21.2%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	64.2%	27.7%	2.7%
2026/1/28	0.0%	0.0%	2.6%	34.0%	46.4%	15.5%	1.4%
2026/3/18	0.0%	1.5%	20.5%	41.1%	28.8%	7.5%	0.6%
2026/4/29	0.5%	7.4%	26.9%	37.3%	22.2%	5.3%	0.4%
2026/6/17	4.9%	19.9%	33.5%	27.6%	11.4%	2.2%	0.1%
2026/7/29	9.7%	24.3%	31.6%	22.4%	8.5%	1.5%	0.1%
2026/9/16	15.6%	27.2%	27.9%	16.8%	5.7%	1.0%	0.1%
2026/10/28	17.5%	27.4%	26.1%	14.9%	4.9%	0.8%	0.0%
2026/12/9	18.9%	27.2%	24.5%	13.5%	4.3%	0.7%	0.0%

美国：美联储独立性仍受挑战

- **美联储独立性仍受挑战。**1) 特朗普试图解除美联储理事丽莎·库克的职务，冲击央行自主决策的传统。2) 特朗普多次公开表达对当前美联储主席鲍威尔的不满，并已明确计划在鲍威尔任期于2026年5月结束后提名新主席。3) 朗普已提名其亲信斯蒂芬·米兰担任美联储理事，以接替此前突然辞职的阿德里安娜·库格勒。这一人事变动被视为特朗普着手重塑美联储决策层的重要步骤。
- 这产生了双重影响：一方面，政治不确定性加剧了美元的弱势震荡；另一方面，特朗普可能预期通过更宽松的货币政策，以对冲激进关税带来的冲击，这也是近期威胁对华加征100%关税的筹码之一。当前美联储降息周期已经开始，若特朗普成功改变美联储决策人事，可能导致未来货币政策决策更加短期化和政治化。

特朗普持续挑战美联储决策的独立性

7名理事会成员

- 总统提名、参议院确认、任期14年。
- 主席和副主席从中选出，任期4年，结束后仍可作为普通理事。

5名联储行长

- 纽约联储行长
- 剩下4个席位由其他11名联储行长每年轮值担任



库克：面临司法诉讼

- 8月25日特朗普宣布解除库克职务。
- 9月9日哥伦比亚地区法院阻止特朗普解除库克。
- 10月1日，美国最高法院同意审理此案。

鲍威尔：主席任期在明年中旬结束

- 鲍威尔的美联储主席任期于2026年5月结束，之后将作为普通理事。
- 特朗普有权任命下一任理事，但需要经过参议院同意。

米兰：特朗普新任命理事

- 阿德里安娜·库格勒8月1日宣布辞去美联储理事职务，早于2026年1月任期提前结束。
- 9月15日，美国参议院微弱优势，通过对斯蒂芬·米兰接任美联储理事的提名。

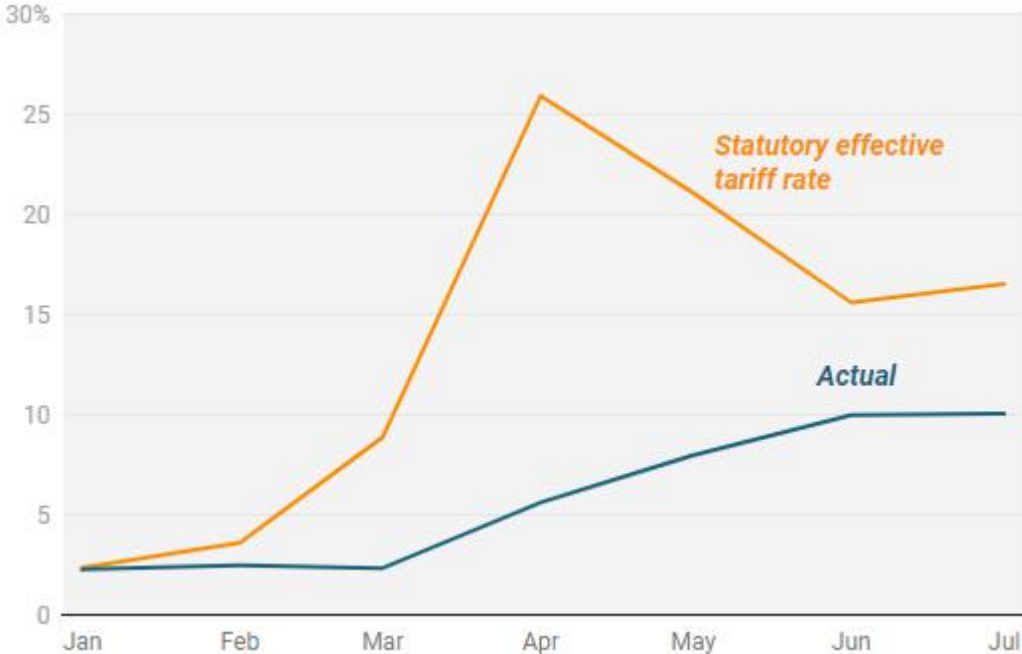
美国：中美近期关税博弈增加

- **美国总统特朗普当地时间10月10日在社交媒体威胁从11月1日起对华加征100%关税。**这一背后存在两方面动机：一方面，随着美联储进入降息周期，特朗普认为具备了更多应对潜在经济冲击的政策底气；另一方面，当前实际关税税率未达其预期，也为其继续加码创造了条件。
- **美国实际关税税率低于预期。**根据the Budget Lab at Yale预测，2025年有效关税税率从2024年提高8.8个百分点，仅提高到10%左右，这一数字显著低于市场此前预期的15%-20%。实际税率偏低可能与其他国家未采取对等报复、企业提前囤货以及海关数据申报缓慢等因素有关。
- **考虑到全面实施100%关税将在执行层面面临巨大阻力，该政策最终完全落地的可能性有限。**特朗普大概率先针对性关税升级（例如在关键零部件和高科技品种等等战略领域进一步提高关税），配合出口管控 / 技术禁运。同时也会保留谈判余地，若后续中美谈判取得进展或美国经济压力增大，美国也可能在部分关税上作出“退让”或“暂缓执行”

中美近期贸易政策变化

美国	中国
特朗普在社交媒体威胁从11月1日起对华加征100%关税。	商务部表示，动辄以高额关税进行威胁，不是与中方相处的正确之道。对于关税战，中方的立场是一贯的，我们不愿打，但也不怕打。
特朗普表示此举为了报复中国最近宣布的稀土出口管制措施。	10月9日，商务部发布两项关于加强稀土相关物项出口管制的公告。商务部表示，中国的出口管制不是禁止出口，对符合规定的申请将予以许可。在措施公布前，中方已通过双边出口管制对话机制向各有关国家和地区作了通报。

美国当前实际有效关税税率低于预期值20%



内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



国内经济：经济运行承压，政策加码可能性提高



- 8月经济修复有所放缓，受益于出口韧性，生产仍然偏强，但消费、投资增速进一步回落。
- 需求：消费延续回落，且运行至偏弱水平，出口有所回落，但总体韧性仍然偏强。
- 投资：在反内卷政策背景下，投资再度走弱。
- 生产：生产有所回落，但整体仍然明显强于消费及投资。

国内经济供需表现

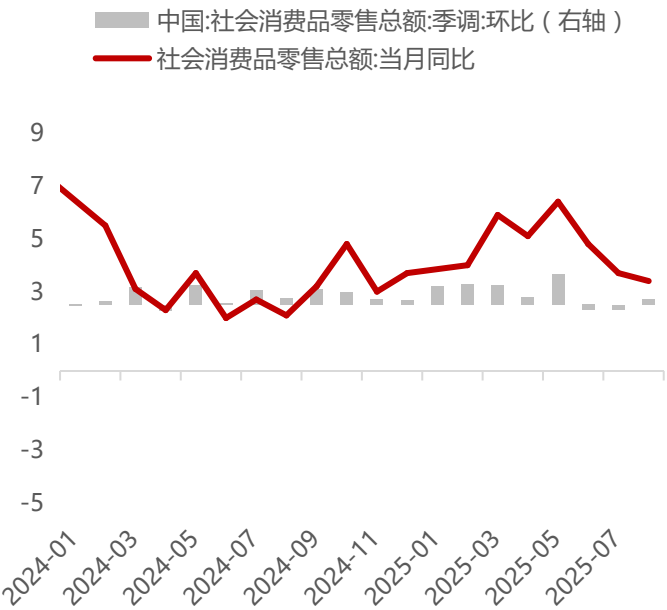
	生产		投资			消费	外需
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资 (含电力)	社零	出口 (人民币)
2025年8月	5.2	5.6	-12.90	5.10	5.4	3.40	4.80
2025年7月	5.7	5.8	-12.00	6.20	7.3	3.70	8.00
2025年6月	6.8	6	-11.20	7.50	8.9	4.80	7.20
2025年5月	5.8	6.2	-10.70	8.50	10.4	6.40	6.30
2025年4月	6.1	6	-10.30	8.80	10.9	5.10	9.30
2025年3月	7.7	6.3	-9.90	9.10	11.5	5.90	13.50
2025年1-2月	5.9	5.6	-9.80	9.00	10.0	4.00	3.40
2024年12月	6.2	6.5	-10.60	9.20	9.2	3.70	10.90
2024年11月	5.4	6.1	-10.40	9.30	9.39	3.00	5.80
2024年10月	5.3	6.3	-10.30	9.30	9.35	4.80	11.20
2024年9月	5.4	5.1	-10.10	9.20	9.26	3.20	1.60
2024年8月	4.50	4.6	-10.20	9.10	7.87	2.10	8.40
2024年7月	5.10	4.8	-10.20	9.30	8.14	2.70	6.50
2024年6月	5.30	4.70	-10.10	9.50	7.70	2.00	10.70
2024年5月	5.60	4.80	-10.10	9.60	6.68	3.70	11.20
2024年4月	6.7	3.5	-9.80	9.70	7.78	2.30	5.10
2024年3月	4.5	5	-9.50	9.90	8.75	3.1	-3.80
2024年1-2月	7	5.8	-9.0	9.4	9.0	5.5	10.3

需求端：消费内生修复力待改善，出口仍有韧性



- 8月消费增速回落至3.4%（前值3.7%），内生动能修复仍然偏慢。7-8月消费增速回落，叠加去年8月逐渐开始启动国补，基数回升，消费增速回落压力明显上升，显示出消费的内生动能修复偏慢，仍然需要持续的政策刺激。
- 出口增速延续反弹，韧性仍然偏强。8月出口（人民币计价）同比增速4.8%（前值8.0%），抢出口效应带来的出口回落压力相对较为缓和，对东盟出口明显增加，显示出中国商品性价比优势仍然较高。

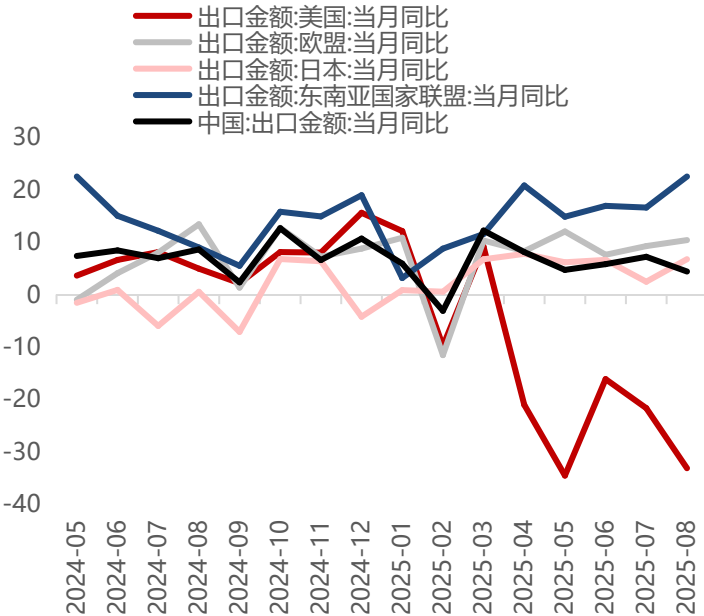
8月社零增速回落（%）



8月消费增速多数回落（%）

	2025年8月份同比	2025年8月份同比增速较前值变化
必选消费		
粮油、食品类	5.80	-2.8
饮料类	2.80	0.1
烟酒类	-2.30	-5.0
服装鞋帽针纺织品类	3.10	1.3
日用品类	7.70	-0.5
中西医药品类	0.90	0.8
可选消费（地产相关）		
家用电器和音像器材类	14.30	-14.4
家具类	18.60	-2.0
建筑及装潢材料类	-0.70	
可选消费（非地产相关）		
化妆品类	5.10	0.6
金银珠宝类	16.80	8.6
文化办公用品类	14.20	0.4
通讯器材类	7.30	-7.6
石油及制品类	-8.00	0.3
汽车类	0.80	2.3

8月出口仍有韧性（%）

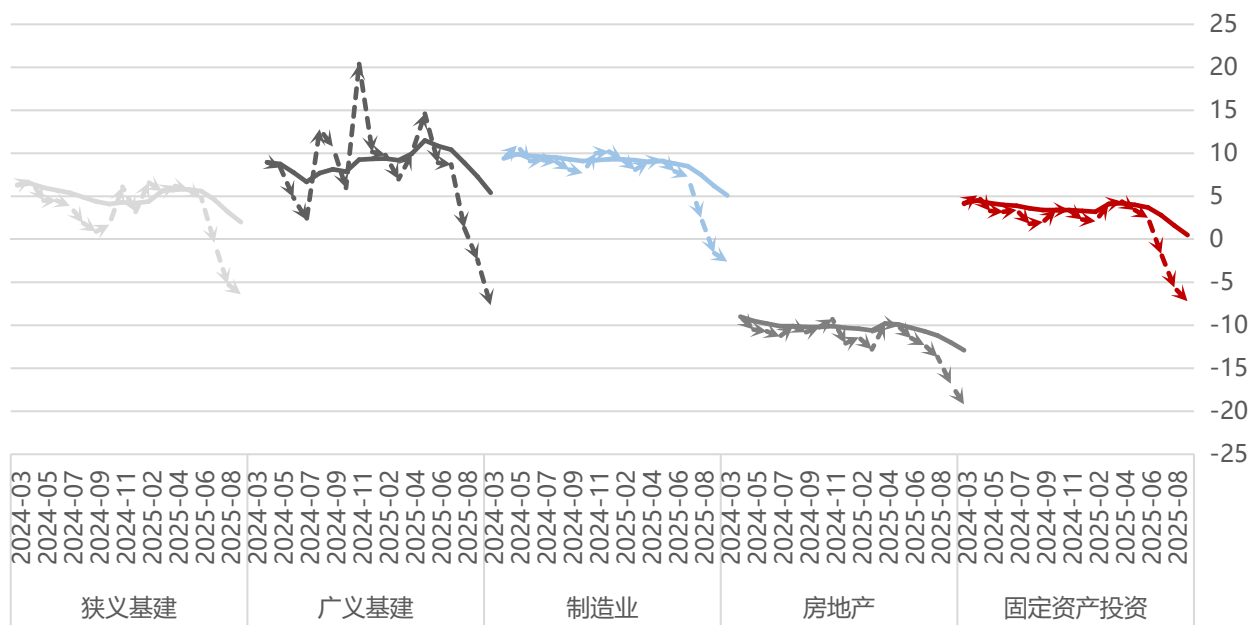


投资&生产端：投资延续回落，生产回落

- 8月固定资产投资增速进一步回落。固定资产投资进一步回落，产能过剩及反内卷影响下，制造业投资意愿不强；地方政府积极化债，基建投资力度有所回落，后续或主要依赖中央主导的重大项目基建；房地产市场量价走弱的背景下，地产投资延续弱势。
- 8月工业增加值小幅回落，但名义增长偏弱，出口仍形成支撑。从实际增速来看，当前工业增长实际值偏强，但由于价格指数低迷，名义值明显偏弱。产能过剩的问题尚未有效缓解，不过随着部分行业启动反内卷、去产能，后续产能过剩问题有望逐步缓解。

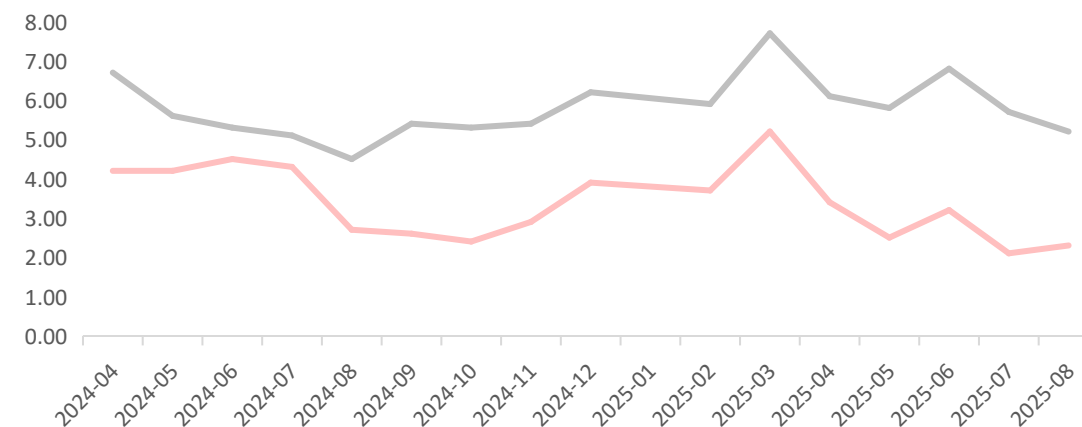
8月投资增速进一步回落（%）

固定资产投资及分项累计同比（实线）、当月同比（虚线）



8月工增回落，名义增速偏低（%）

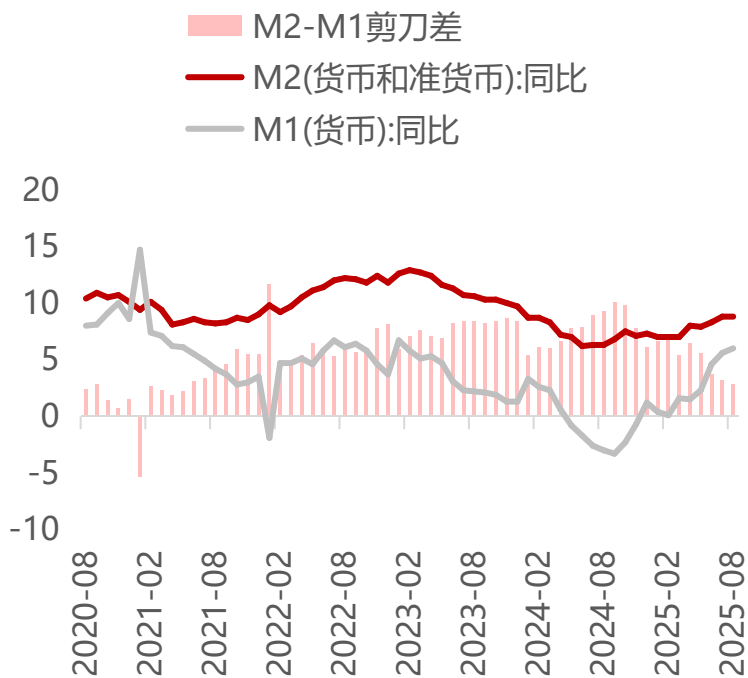
中国:规模以上工业增加值:当月同比 工业增加值:当月名义同比



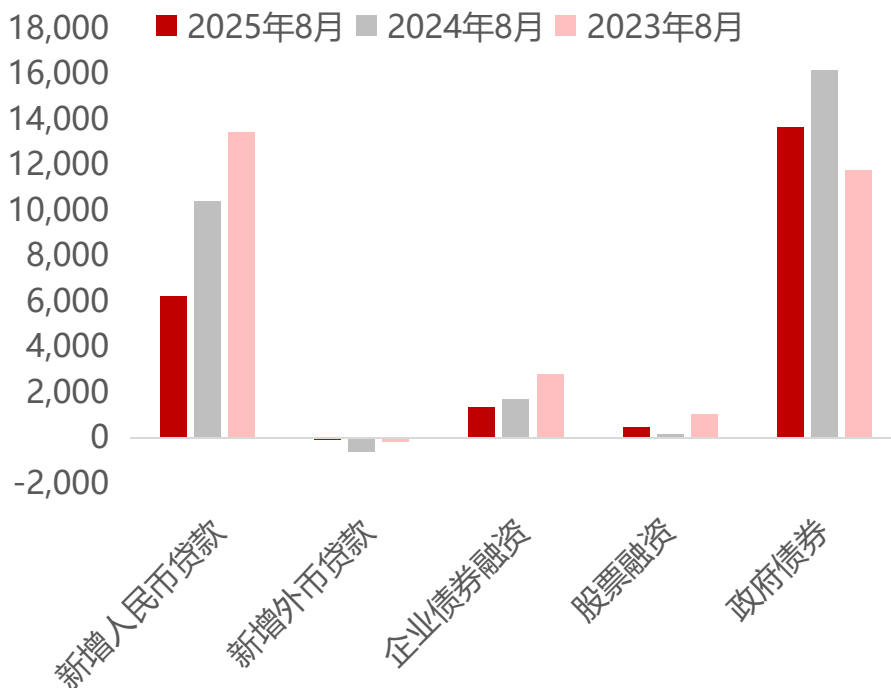
金融数据：政府融资继续发力，信贷需求再度转弱

- 政府化债、偿还欠款推动企业现金流改善，叠加基数偏低，M1进一步回升，M2-M1剪刀差持续收窄。政府化债提速或推动企业现金流改善，此外由于去年基数较低，推动M1进一步回升，M2-M1剪刀差明显收窄。
- 8月政府债融资基数偏高，信贷需求仍然偏弱。8月社融同比8.8%（前值9.0%），政府债融资延续高增，但去年基数偏高，政府债发行高峰或已过，后续社融预计仍有回落可能。8月居民、企业信贷明显回落。总体来看，企业、居民信贷需求仍未企稳，政府债发行继续支撑社融。

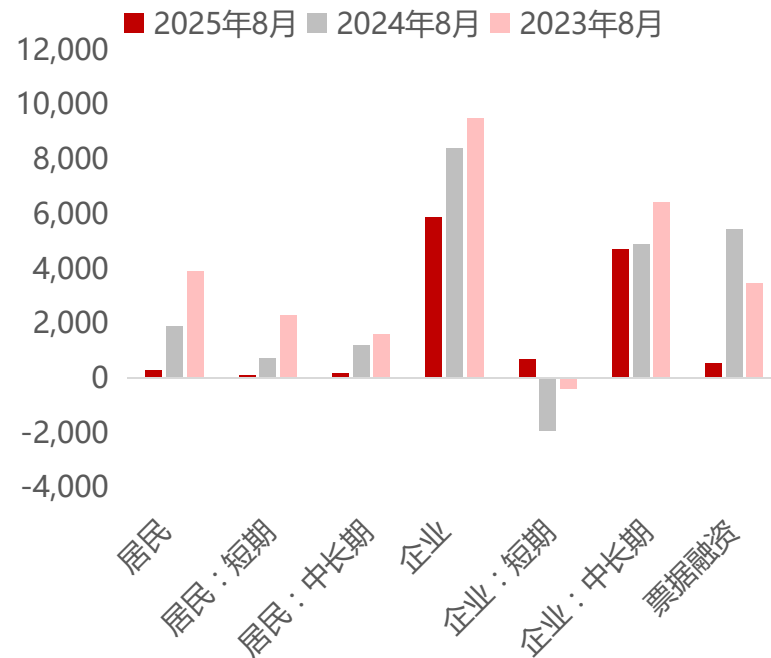
M1、M2回升（%）



社融分项：信贷需求低迷（亿元）



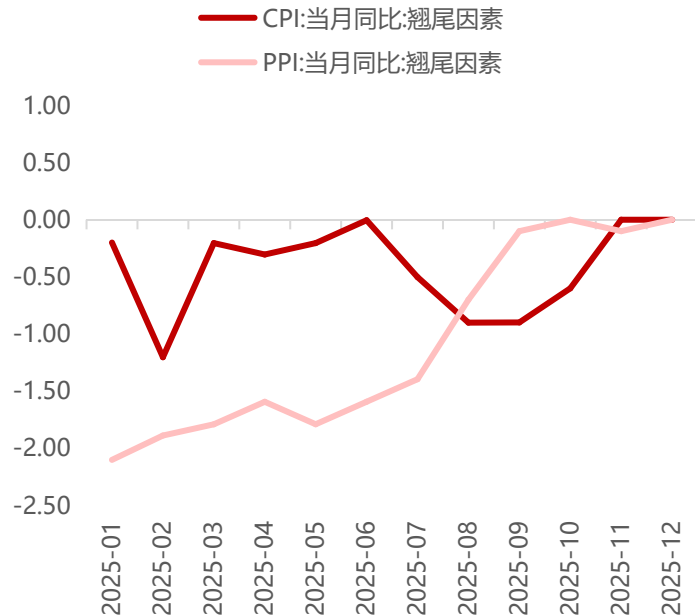
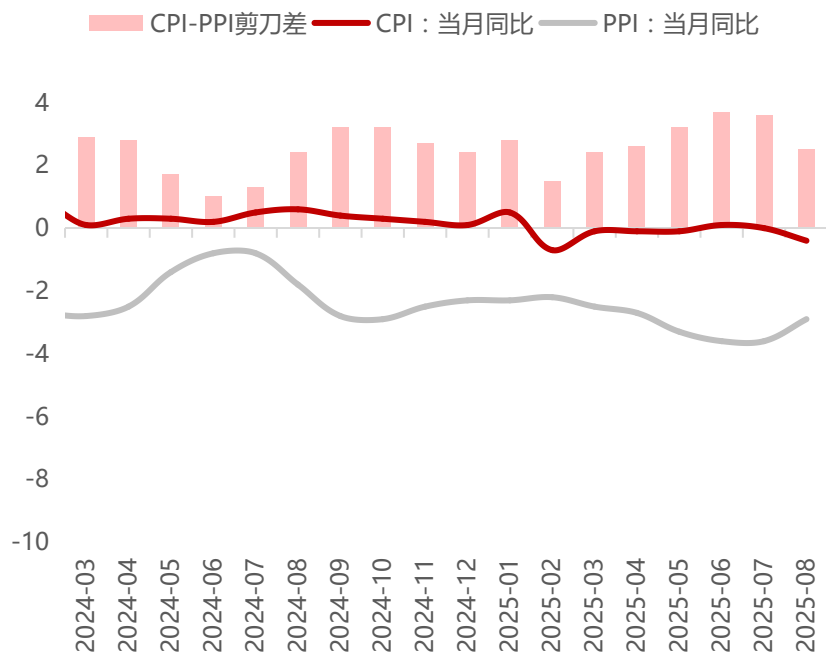
企业、居民信贷再度走弱（亿元）



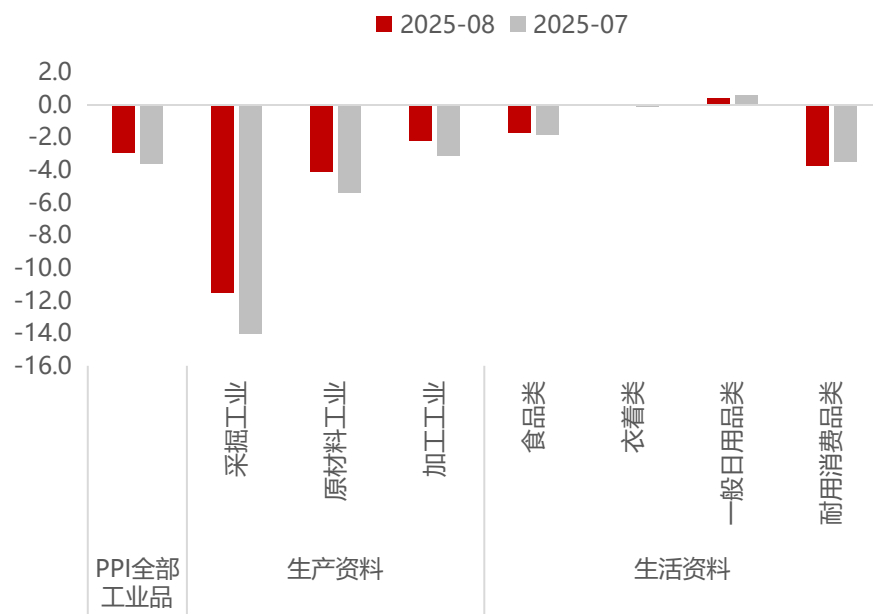
通胀前景：价格指数偏弱，反内卷有望缓解PPI压力

- **8月CPI小幅回落。**8月CPI同比为-0.4%，较前值（0%）回落，总体仍然处于弱势运行状态；8月核心CPI同比回升至0.9%（前值0.8%），其中黄金及相关制品价格、医疗教育服务等回升带动较多。
- **8月PPI企稳回升，反内卷有望缓解后续下行压力。**8月PPI同比-2.9%（前值-3.6%），在反内卷及基数因素影响下企稳回升。随着部分行业产能治理加速，以及基数影响，后续PPI有望进一步回升。

CPI回落，PPI回升，主要受基数影响（%）



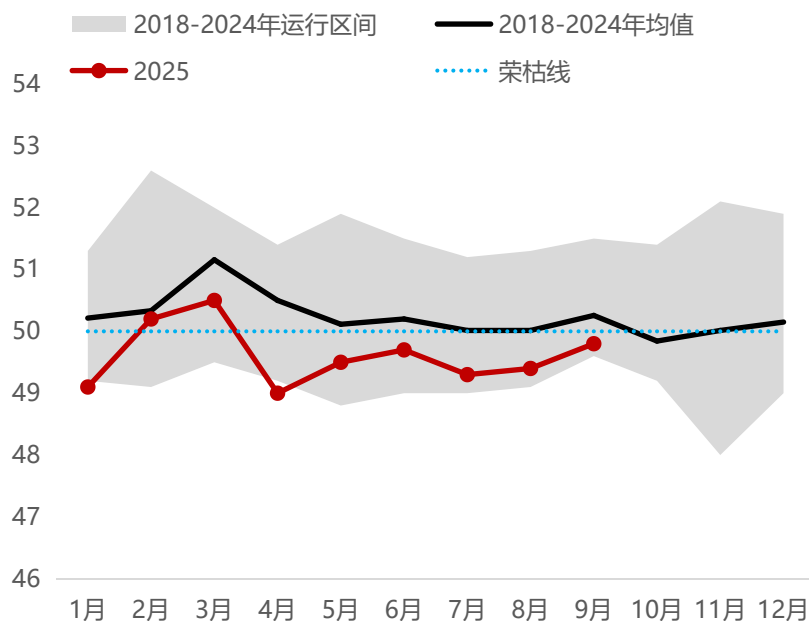
PPI分项：生产资料改善（%）



PMI：9月制造业季节性修复，服务业修复放缓

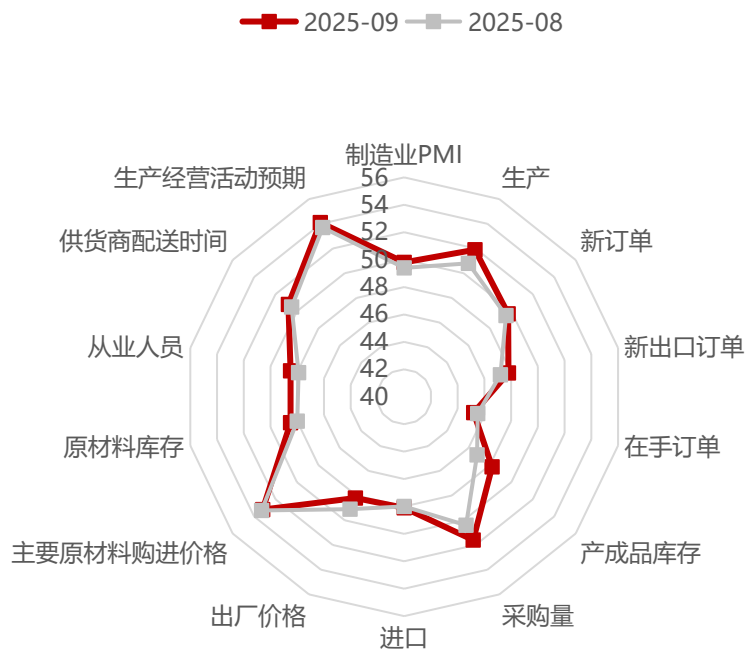
- 9月制造业季节性修复，生产指标回升、价格指标回落。9月制造业PMI回升至49.8（前值49.4），9月生产季节性回升，不过景气度已连续第六个月处于收缩区间。
- 生产季节性修复，但价格指标有所回落。9月制造业PMI分项分化，生产季节性恢复较为明显（较前值+1.1），快于新订单修复（较前值+0.2），出口韧性仍强支撑生产；价格指标有所回落，原材料购进价格回落幅度（较前值-0.1）明显小于出厂价格（较前值-0.9），中下游利润或仍有压力；此外，从业人员分项有所好转（较前值+0.6），就业压力有所改善。
- 服务业PMI回落。9月服务业PMI回升至50.1（前值50.5），年初以来服务业景气度总体呈慢修复态势，暑期过后服务业景气度回落。

制造业PMI季节性修复

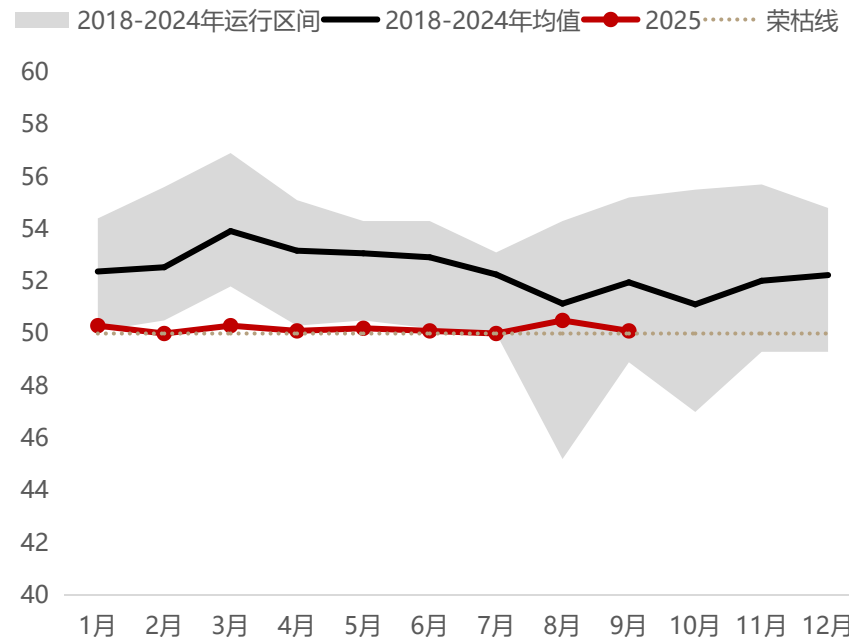


注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

生产回升、价格回落



服务业PMI修复放缓



注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征**
- 05 资产配置观点展望



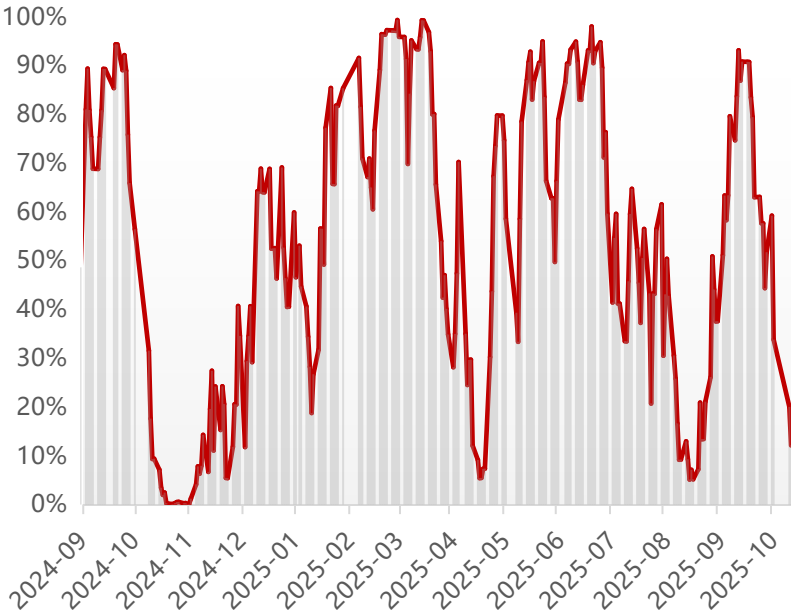
A股交易结构：轮动速度回落，行业收益差升至高位

2025年9月，A股行业轮动速度回落，行业间收益差升至高位

- ✓ 行业轮动：9月行业轮动速度回落。由于市场情绪向好，热点板块仍主要集中在科技、新能源、有色金属等板块，轮动速度下降。
- ✓ 行业收益分布差：9月行业收益差升至高位，由于市场以结构性行情为主，热点行业取得较好收益。
- ✓ 行业拥挤度：9月交易拥挤度明显提升的方向主要集中在：电力设备、房地产、汽车和有色金属。

行业轮动速度回落

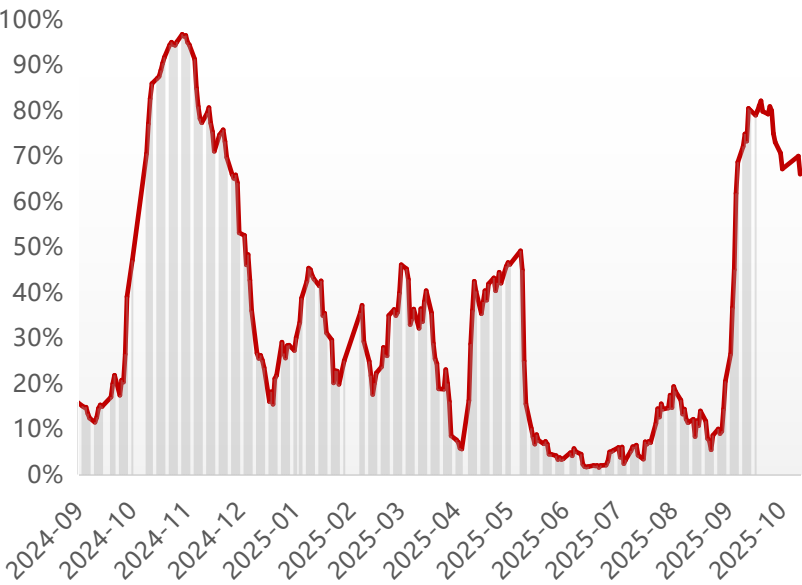
行业轮动指数



注：数值越高代表行业轮动速度越快

行业间收益差异升至高位

行业间收益差异



注：数值越高代表不同行业收益率分化越大，10个交易日移动平均

行业拥挤度变化

	行业拥挤度（近三年）	月度分位数变化
国防军工	0.16	-81.3%
医药生物	0.07	-44.9%
非银金融	0.24	-38.4%
钢铁	0.23	-26.9%
建筑材料	0.10	-26.6%
计算机	0.50	-25.1%
纺织服饰	0.19	-18.7%
美容护理	0.00	-16.9%
基础化工	0.30	-8.1%
机械设备	0.85	-7.9%
银行	0.11	-6.9%
建筑装饰	0.15	-4.5%
社会服务	0.26	-3.3%
传媒	0.37	-2.5%
轻工制造	0.12	-2.2%
农林牧渔	0.03	-2.1%
食品饮料	0.00	-0.6%
石油石化	0.00	-0.1%
交通运输	0.02	1.1%
煤炭	0.03	3.4%
家用电器	0.57	3.8%
通信	0.91	3.8%
商贸零售	0.37	5.8%
环保	0.45	6.3%
电子	1.00	7.1%
公用事业	0.13	8.6%
综合	0.44	12.1%
有色金属	0.66	12.4%
汽车	0.66	17.8%
房地产	0.32	25.5%
电力设备	0.95	57.7%

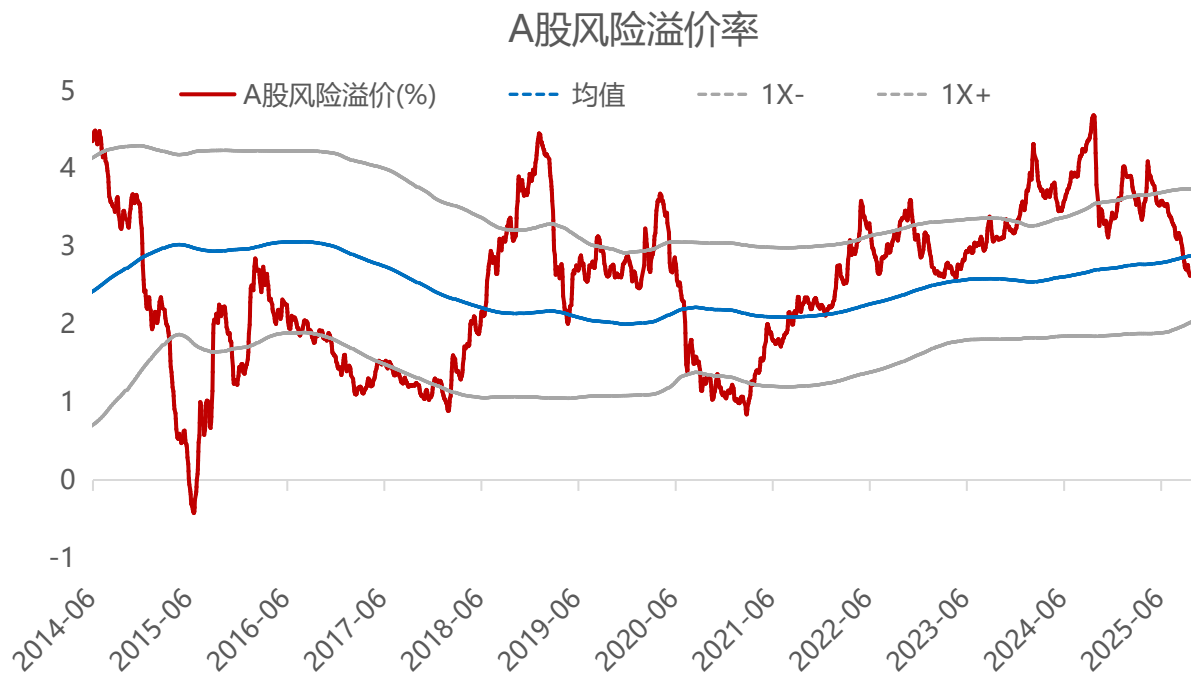
市场风险偏好：进一步上升

- **上证红利股债性价比有所回升：**9月上证红利指数回落，上证红利股息率 - 十年期国债收益率企稳回升，为2.69（前值2.57），处于3年滚动均值减1倍标准差水平以下（3.15），上证红利的股债性价比企稳回升。
- **A股风险溢价率回落，市场风险偏好进一步上升：**截至9月30日，万得全A风险溢价率为2.61（前值2.71），目前回落至5年滚动均值的水平以下（2.89），市场整体风险偏好进一步上升。

上证红利股债性价比小幅回升



风险溢价率回落

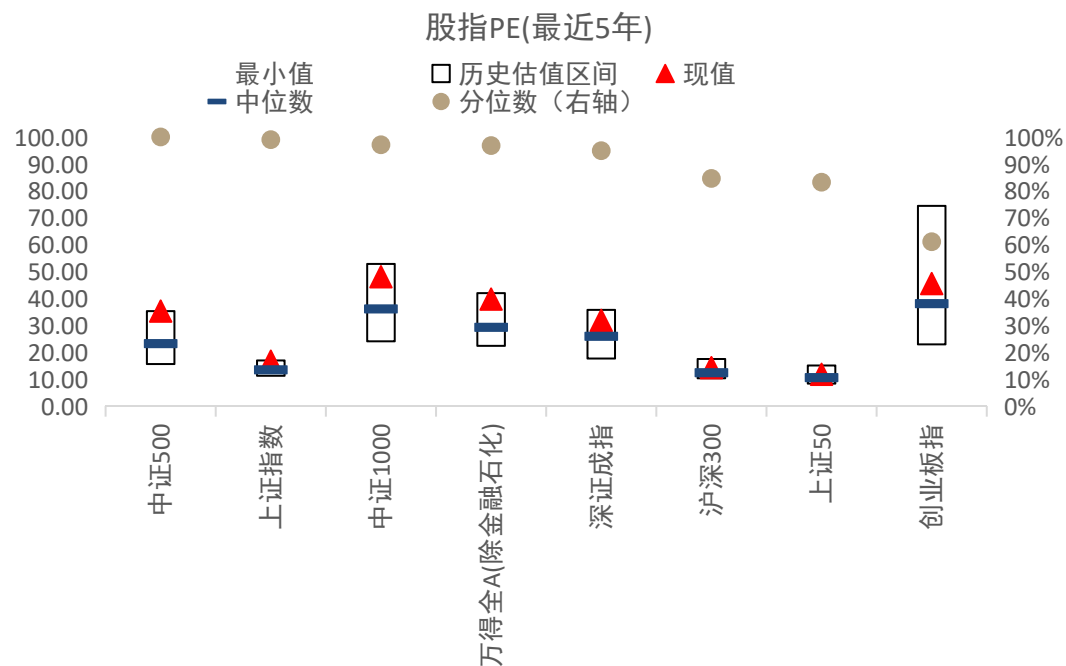


注：A股风险溢价=全部A股PE倒数 - 十年期国债收益率

股指估值水平：全线上升

- 2025年9月，跟踪的8个股指中，估值全线上升，其中，创业板指处于中位数区间以上，沪深300、深证成指、上证50、中证1000、上证指数、中证500、万得全A（除金融、石油石化）均处于至3/4以上区间。
- 跟踪PE的8个股指中，8个均位于中位数以上区间。

注：股指标注绿色代表估值向下变化；股指标注红色代表估值向上变化；股指标注蓝色代表估值无明显变化。



	上月涨跌幅 (%)	2025年涨跌幅 (%)	PE	百分位
创业板指	12.04	51.20	45.44	59.97
深证成指	6.54	29.88	31.79	94.33
万得全A(除金融、石油石化)	4.18	29.75	39.68	96.43
沪深300	3.20	17.94	14.22	83.06
中证500	5.23	29.46	35.23	100.00
中证1000	1.83	27.15	47.98	95.38
上证指数	0.64	15.84	16.62	99.03
上证50	0.42	11.33	11.75	81.77

注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间为过去5年，按最大值归一化处理。

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部 注：数据截至2025/9/30

港股：AH股溢价率回落，估值持续维持高位

- 9月AH股溢价率回落：
- 9月，A股交易情绪维持高位，港股市场也有明显改善，但A股仍然相对较强，AH溢价回落，相比于前值125.75回落至117.21。
- 港股估值维持高位，已接近均值+一倍标准差水平附近：
- 9月港股风险偏好和估值进一步上升，PE及PB估值整体上升，接近均值+一倍标准差水平附近。

AH股溢价率有所回落



恒生PE



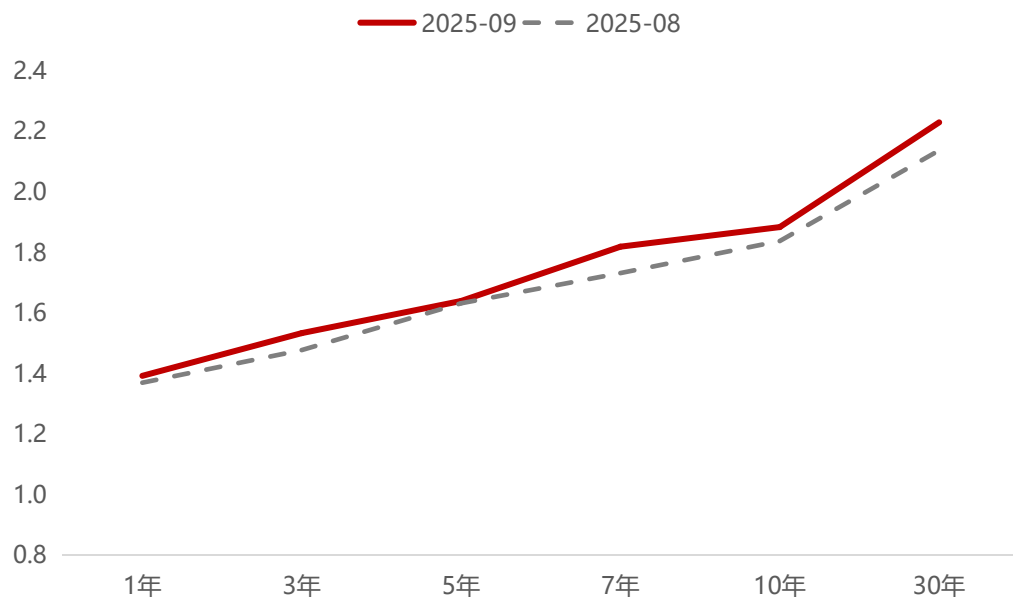
恒生PB



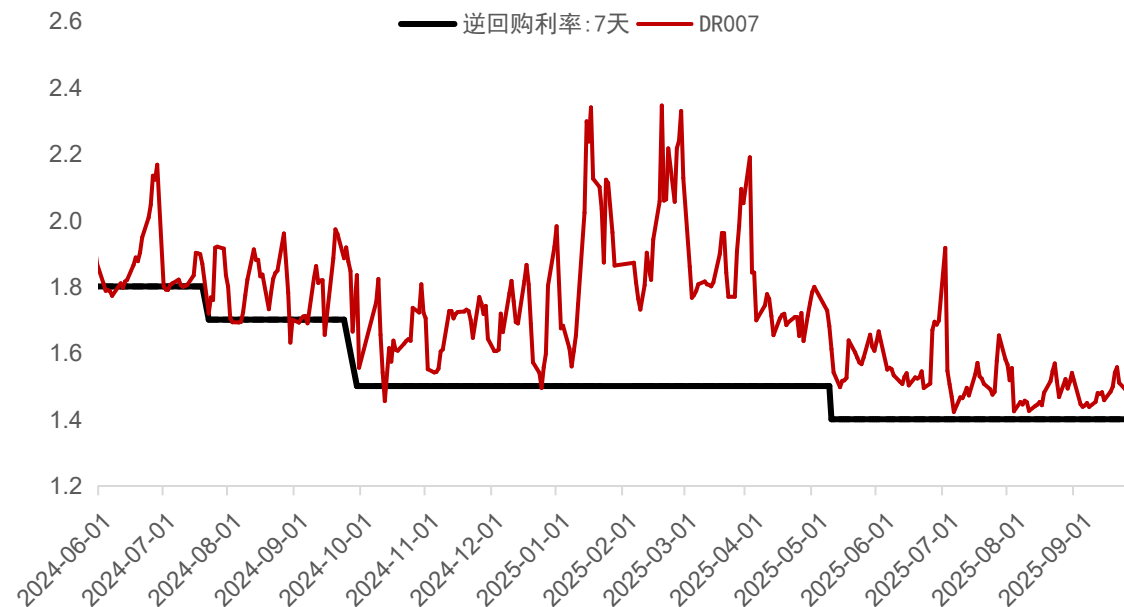
债市回顾：震荡理性修复

- **债市情绪有望修复，持续做多动能不强，仍偏震荡。**近期股市情绪延续偏强，不过中美关税波折影响下债市情绪有望修复。尽管此前经济数据、信贷需求连续回落，且美联储再度启动降息，但并未对债市形成有效利多，反映出债市做多情绪偏弱。总体来看，随着季末兑现浮盈带来的压力减轻，外部扰动上升，债市不利因素有望改善，后续或震荡理性修复。
- **短期内区间震荡为主，适度平衡久期、关注票息收益。**从十年期国债收益率的角度看，尽管中长期配置性价比上升，但预计短期内十年期国债收益率或仍将受股债跷跷板压制，主要在1.75%-1.8%区间震荡，短期震荡中枢存在小幅上移的风险。总体来看，由于收益率短期内缺乏下行空间，为降低波动，可适度降低久期以平滑波动风险；此外，可以提高对高票息资产的关注，增加票息收益保护。

国债收益率曲线9月小幅陡峭化上移（%）



资金利率震荡小幅上升（%）



内容目录

- 01 政治局会议解读
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



资产类别	核心逻辑观点	月度观点
港股	港股中期上行趋势仍在延续，短期震荡为主 ➤ 港股中期上行趋势仍在延续，不过外部扰动有所上升、美联储降息、港股互联网科技股情绪反弹等利好已在9月落地，短期增速放缓或需阶段性震荡整固。 ➤ 若10月末A股出现波动放大及风格切换，则港股金融、高股息等板块有望表现更加稳健。 ➤ 中期仍处于震荡上行趋势中，短期增速放缓，观点中性。	中性
美股	美股大概率震荡向上 ➤ 9月美联储重启降息周期，当前流动性仍然处于较好环境中。 ➤ 从基本面看，本轮关税的负面影响低于预期，其后续冲击将更多集中在消费领域，对科技板块影响有限。主要科技公司仍在人工智能和云计算等领域保持强劲的投资势头，盈利预期依然向好。 ➤ 近期美股的调整为中长期美股投资提供了较好的入场时机。	相对乐观
美债	➤ 当前美债收益率仍维持在4%以上，这不仅提供了良好的票息收益，而且随着美联储进入降息周期，也意味着收益率有望继续下行，未来存在资本利得增厚的空间。 ➤ 三季度以来，看空美元的情绪有所缓解，美元已现筑底企稳态势。 ➤ 中长期来看，降息周期开启后美债配置价值明显回升。	相对乐观
美元	➤ 当前看空美元指数情绪有所好转。回顾2017年，特朗普上任初期同样试图影响美联储独立性，当时美元指数持续回落至阶段性低点，直至四季度有所修复。在相似的政治与政策环境下，预计本轮美元指数短期或将重演历史，继续其修复进程。 ➤ 不过美国经济边际走弱态势叠加特朗普对美联储独立性挑战持续，后续大概率维持弱势震荡。 ➤ 美元短期或继续修复，但中长期仍将维持弱势震荡。	相对乐观
日股	➤ 尽管通胀走高，但受美关税政策不确定性影响，日央行维持宽松。“通胀温和上行 + 谨慎加息”环境提振日企盈利，而加息的审慎态度令日元维持弱势，亦支撑日出口企业表现。	中性

资产类别		核心逻辑观点	月度观点
债券	利率债	债市压力缓和，短期或温和震荡修复 - 外部扰动有所上升，且随着经济数据连续回落，季末兑现浮盈的抛压缓解，以及央行呵护市场流动性，债市下行压力缓和，有望呈温和修复态势。 - 不过，货币政策暂未释放进一步宽松信号，短期内债市持续做多情绪仍然不高。 - 从十年期国债收益率的角度看，中长期配置性价比回升，但预计收益率向下突破空间尚未打开，债市或温和修复、震荡为主。 - 债市观点中性，温和震荡修复，持有等待契机。	中性
	信用债	- 短期受股债跷跷板、风险偏好变化影响，债市整体做多情绪不高。 - 考虑到基本面仍然偏弱，债市下行风险缓和，以温和震荡修复为主。 - 观点中性，温和震荡修复，仍可继续耐心持有。	中性
	可转债	- 由于权益市场震荡偏强，可转债股性占优，不过可转债估值已相对偏高，且当前权益主要以成长方向上涨为主，可转债中周期、金融行业占比较高，总体上涨空间有限。 - 可转债观点中性。	中性
商品	黄金	- 在全球局势复杂多变背景下，黄金的避险功能凸显，成为优化投资组合风险收益比的关键资产。 - 在美国债务赤字不可持续的叙事下，叠加全球债务持续上升以及去美元化的大背景，央行购金需求旺盛，黄金的中长期配置价值依然受到有力支撑。 - 黄金近期已较快上涨，短期或偏震荡，中长期配置价值依然较高。	中性
	原油	- 由于特朗普政府具有降通胀的诉求，以及美国关税政策的拖累，中长期原油价格上涨空间受限。但原油价格已回落至21年4月以来的低点，考虑到美国页岩油成本线位于60-65美元/桶区间，短期下行空间同样受限，或将迎来短暂修复。 - 原油价格或将短暂修复	相对乐观

A股策略与观点

谨慎 相对谨慎 中性 相对乐观 乐观



资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	➤ 政策催化与风格变化： ◆ 国内经济基本面：经济回落压力加大，投资、消费回落，价格指标仍然偏弱； ◆ 资金面：A股成交额保持高位，增量资金入市，市场热度较高； ◆ 政策面：短期内以落实已部署政策为主，四季度政策小幅加码有望改善投资放缓压力； ◆ 外部环境：外部关税扰动再起，但影响或明显弱于上一轮，美联储降息预期回升，短期风险相对缓和。 ➤ 关注重磅会议释放的利好信号，月末或有风格变化：外部短期扰动或明显弱于4月，10月二十届四中全会“十五五”规划相关内容有望带来利好信号，推动市场偏强运行。目前来看，对于中长期政策规划，科技创新方向大概率仍将继续获得政策强力支持，科技成长方向有望延续偏强。但考虑到成长方向年内已较大幅上行，四季度市场风格切换概率上升，且在10月利好释放后，预计市场阶段性止盈、调仓的意愿有所上升，进而导致科技成长方向波动明显放大，上行空间收窄，因此建议在10月末可科技成长方向可适度降低仓位，或部分切换至宽基指数、低波红利等偏稳健方向。	相对乐观
行业/风格	➤ 科技成长偏强，月末或有阶段性风格切换： ◆ 科技成长仍然偏强，月末适度止盈：当前市场情绪偏高，叠加重磅会议有望释放利好，预计科技成长方向将延续偏强，关注科技（AI、机器人、算力、TMT、半导体等）、有色金属、新能源等主题方向的机会。不过考虑到四季度风格切换概率上升，且政策利好落地后，后续缺乏新的催化，科技成长方向波动或将明显放大，短期上行空间收窄，10月末建议适度止盈、降低科技成长方向持仓。 ◆ 逐渐回归稳健，继续关注宽基指数。当前大盘整体偏强，指数下行风险相对有限，四季度出现风格切换的概率上升，均衡布局中大盘宽基指数预计相对更稳健。建议关注沪深300、中证500、创业板等宽基指数，月末可适度降低创业板持仓，回归均衡、红利低波方向。	科技成长偏强，可适度止盈 月末回归稳健
配置策略	◆ 均衡为基石，先科技成长后稳健：短期市场科技成长仍然偏强，但10月政策催化落地叠加季节性因素影响，风格切换概率上升，月末可转向均衡、稳健风格。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：关注日股、欧股、黄金等多资产分散化布局的机会。	逐渐转向均衡 多资产配置

- 国际形势超预期演变、地缘风险事件；
- 美国经济、通胀数据反弹风险；
- 美国政策不确定性风险；
- 扩内需政策落地不及预期；
- 国内经济复苏不及预期。

风险提示及免责声明



分析师承诺：

★ 本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示：

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

本报告进行有悖原意的删节和修改。

★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明：

★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。



谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



华宝证券
HWABAO SECURITIES