

美国联邦政府停摆，中美贸易冲突升级

一、重要信息点评

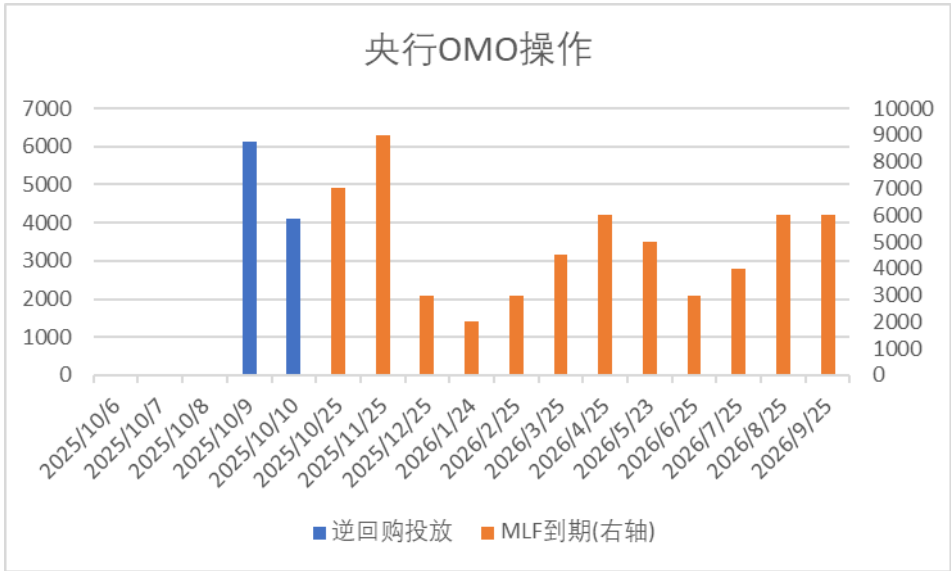
- 1、9月中国制造业PMI为49.8%，环比上升0.4个百分点；非制造业PMI为50.0%，下降0.3个百分点；综合PMI产出指数为50.6%，上升0.1个百分点，我国经济总体产出扩张略有加快。
- 2、美国9月ADP就业人数减少3.2万人，预期增5万人，前值增5.4万人。
- 3、美国9月ISM制造业PMI为49.1，创2025年2月以来新高，预期49，前值48.7。
- 4、中共中央政治局召开会议，研究制定国民经济和社会发展第十五个五年规划重大问题。会议决定，二十届四中全会于10月20日至23日在北京召开。
- 5、商务部发布公告，宣布对境外相关稀土物项和稀土相关技术实施出口管制，并将反无人机技术公司等14家外国实体列入不可靠实体清单。商务部还会同海关总署连发4则公告，宣布对超硬材料、部分稀土设备和原辅料、部分中重稀土、锂电池和人造石墨负极材料等相关物项实施出口管制。
- 6、中方宣布针对美对华造船等行业301调查限制措施实施反制，决定将于10月14日起对涉美船舶收取船舶特别港务费。中方强调，相关反制措施旨在维护国际航运和造船市场的公平竞争环境，是“正当防卫”行为。敦促美方立即纠正错误做法，停止对中国海运业的无理打压。
- 7、特朗普宣布，自2025年11月1日起（或视中方后续行动变化提前生效），美国将坚合众国将在现行关税基础上对中国加征100%的关税。同时，美国将对任何及所有关键软件实施出口管制。
- 8、美东时间10月1日0时，美国联邦政府因资金用尽，时隔近七年再度“停摆”。数十万联邦雇员将被迫无薪休假，部分公共服务或暂停、延迟，经济数据发布将受到影响。全球金融市场正面临新的不确定性。美国劳工部发言人表示，每周失业救济申请数据由于政府关门而不会公布。市场避险情绪升温，纽约期金盘中突破3900美元/盎司，再创纪录新高，收盘报3892.6美元/盎司。伦敦金现最高价突破3895美元/盎司，再创历史新高。
- 9、当地时间4日下午，日本执政党自民党举行总裁选举计票。在第二轮投票中，前经济安全保障担当大臣高市早苗获得多数选票，当选自民党第29任总裁。

高市早苗成为自民党历史上第一位女性总裁，并很可能将成为日本历史上第一位女性首相。

10、据英国金融时报，美国财长贝森特已完成了对美联储主席候选人的最后一轮面试，特朗普将从四大热门人选中做出最终决定：前美联储理事凯文·沃什、现任理事沃勒、白宫经济顾问凯文·哈塞特和贝莱德首席投资官 Rick Rieder。

11、美联储公布 9 月会议纪要显示，美联储官员在上个月的政策会议上表现出今年进一步降息的意愿，不过多位官员因通胀担忧而持谨慎态度。多数与会者认为，在今年余下时间进一步放宽政策可能是合适的。不过，会议纪要也显示，大多数官员强调其通胀预期面临上行风险。与会者普遍预计，在适当货币政策下，短期内通胀将保持在较高水平，随后逐步回落至 2%。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

上周央行 OMO 投放 10210 亿，同时到期 26633 亿，共计净回笼 16423 亿。此外，10 月 MLF 到期量为 7000 亿。

	2025/10/10	2025/10/3	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/10	环比变化
高炉开工率	84.25	84.27	84.47	84.47	0	↘
	2025/9/24	2025/9/17	2025/8/31	2025/6/30	2024/9/24	环比变化
水泥沥青开工率	40.1	34.4	29.3	31.5	25.9	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

生产数据方面，上周高炉开工率回落，同时水泥沥青开工率上行。

	2025/10/5	2025/9/28	2025/8/31	2025/6/30	2024/10/5	环比变化
土地成交面积	700.1133	2386.3198	1385.0943	1805.7561	2490.1928	↘
土地成交溢价率	4.81	1.81	1.78	7.95	7.1	↗
商品房成交面积	17.83178471	30.12052486	26.40739586	51.02854029	20.03126829	↘
一线商品房成交面积	5.735083714	8.653069	7.593141571	15.26779971	4.894404857	↘
二线商品房成交面积	8.253121143	15.84744957	13.78756257	27.92684029	9.352432143	↘
三线商品房成交面积	3.843579857	5.620006286	5.026691714	7.833900286	5.784431286	↘
二手房价格	150.87	151.09	152.68	153.8	160.55	↘
一线二手房价格	189.66	189.91	191.51	194.64	199.13	↘
二线二手房价格	139.56	139.77	141.73	142.73	151.58	↘
三线二手房价格	130.54	130.91	132.31	133.42	139.3	↘
四线二手房价格	113.92	114.1	114.64	114.93	116.84	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

地产数据方面, 土拍面积回升背景下溢价率下降, 同时商品房成交面积减少, 二手房价格走弱, 地产数据表现不佳。

	2025/8/31	2024/8/31	2023/8/31	2022/8/31	2021/8/31	同比
厂家批发: 当月累计值	2409073	2128236	2275965	1813878	1272080	13.20%
厂家零售: 当月累计值	1952086	1910044	1895146	1736661	1226197	2.20%

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

汽车销量方面, 25 年 7 月汽车批发及零售销量同比增速分别为 13.20%及 2.20%, 汽车销量维持较高水平。

	2025/10/5	2025/9/28	2025/8/31	2025/6/30	2024/10/5	环比变化
集装箱吞吐量	660.9	607.2	659	667.3	646.9	↗
	2025/10/11	2025/10/4	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/11	
CCFI指数	1014.78	1087.41	1087.41	1087.41	1476.98	↘
CICFI指数	647.22	647.3	647.3	647.3	800.88	↘
	2025/9/30	2025/8/31	2025/7/31	2025/6/30	2025/5/31	
韩国前十日出口	3.8	-4.4	9.3	4.9	-23.8	↗
韩国前二十日出口	13.5	7.5	-2.3	8.3	-2.5	↗
韩国出口	12.7	1.3	5.9	4.3	-1.3	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

进出口数据方面, 上周出口运价走弱, 同时韩国 9 月出口数据有所回升。

	2025/10/10	2025/10/3	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/10	环比变化
农产品价格	118.29	118.65	118.76	118.76	133.29	↘
猪肉价格	18.85	19.31	19.31	19.31	25.04	↘
粮油价格	113.31	113.33	113.45	113.45	114.59	↘
蔬菜价格	4.88	5.01	5.01	5.01	6.27	↘
水果价格	7.06	6.94	6.94	6.94	7.35	↗
PTA价格	4490	4585	4585	4585	4860	↘
涤纶长丝价格	6600	6550	6550	6550	6930	↗
聚酯切片价格	5655	5725	5725	5725	6120	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

价格数据方面, 农产品价格上周有所下降。其中, 蔬菜价格下行, 水果价格上行, 同时猪肉价格降至 18.85 元, 纤维价格大体走弱。

	2025/10/10	2025/10/3	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/10	环比变化
煤炭价格	705	699	699	699	859	↗
石油价格	62.73	64.53	67.02	67.02	79.4	↘
铜杆价格	87640	84160	84160	84160	78090	↗
铝价	21020	20730	20730	20730	20550	↗
钢材价格	93.63	93.63	93.63	93.63	92.85	----
沥青价格	3490	3500	3500	3500	3555	↘
水泥价格	104.46	105.52	105.52	105.52	124.7	↘
MDI价格	14600	14700	14700	14700	18100	↘
浮法玻璃价格	1254.6	1254.6	1254.6	1254.6	1274	----
工业品指数	3573.12	3573.84	3573.84	3573.84	3852.6	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所下行, 其中煤价、铜价及铝价回升, 油价、沥青价格、水泥价格及 MDI 价格则有所回落。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	-3.78	-7.45	-16.81
COMEX黄金	3.24	4.68	52.80
LME铝	1.35	2.50	7.62
LME铜	-3.19	-0.38	18.32
CBOT玉米	-1.31	-1.90	-9.81
CBOT大豆	-1.08	-0.35	-0.35
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	109.94	99.99	-966.69
美元兑离岸人民币	118.00	191.00	-1873.00
美元兑日元	365.40	323.05	-611.55

	2025/10/10	2025/10/5	2025/9/30	2025/1/1
ICE布油	62.09	64.36	66.15	74.83
COMEX黄金	4035.5	3912.1	3887.6	2639.3
	2025/10/10	2025/10/5	2025/9/30	2025/1/1
美元指数	98.8223	97.7229	97.8224	108.4892
美元兑离岸人民币	7.1478	7.136	7.1287	7.3351
美元兑日元	151.159	147.505	147.9285	157.2745

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日. 期货涨跌幅以结算价作为计算标准。

期货价格方面, 上周各类期货价格有所分化, 其中石油跌幅最大, 黄金跌幅最大。ICE 布油收于 62.09 美元, 跌 3.78%, COMEX 黄金收于 4035.5 美元, 涨 3.24%。

上周美元指数上行 109.94BP, 市场预期政府停摆风险仅为阶段性扰动叠加全球贸易冲突升级使得美元有所回升。在此背景下人民币上周贬值 118 个基点, 日元贬值 365.4 个基点。

三、 市场表现回顾

a) 基金市场

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏债混合型基金	股票型基金	主动股票	偏股混合型基金	灵活配置型基金	平衡混合型基金	FOF基金	总计
上周	数量	1	1	0	2	0	0	0	0	1	4
	发行规模(亿元)	2.61	2.61	0.00	8.52	0.00	0.00	0.00	0.00	0.16	11.30
上上周	数量	3	3	0	7	1	3	0	0	0	13
	发行规模(亿元)	7.84	7.84	0.00	31.92	2.35	27.61	0.00	0.00	0.00	67.36
本月以来	数量	1	1	0	2	0	0	0	0	1	4
	发行规模(亿元)	2.61	2.61	0.00	8.52	0.00	0.00	0.00	0.00	0.16	11.30
基金申报情况											
	普通混合	股票型	股票指数	ETF	联接	定开债	中短债	债券指数	其他债券	FOF	总计
上周	4	0	1	4	2	0	0	0	1	1	13
上上周	9	1	10	7	6	0	0	0	3	1	37

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 13 支, 其中普通混合型基金 4 支, 债券类基金 (1 支) 少于股票类基金 (7 支), FOF 基金申报 1 支。发行一边, 上周基金共计发行 11.30 亿, 其中股票型基金发行规模有所回落。

b) 股票市场

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
创业板指	-3.86	-3.86	45.37
科创50	-2.85	-2.85	46.89
偏股混合型基金指数	-1.52	-1.52	33.31
中小板指	-1.03	-1.03	29.95
沪深300	-0.51	-0.51	17.33
上证50	-0.47	-0.47	10.80
万得全A	-0.36	-0.36	25.98
中证500	-0.19	-0.19	29.21

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

A 股表现来看, 上周主要板块有所回落, 其中中证 500 跌 0.19%, 跌幅最小; 创业板跌 3.86%, 跌幅最大。中美贸易冲突升级带动市场风险偏好回落, 在此背景下 A 股出现了一定的下行。偏股基金指数跌 1.52%.

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
高市盈率指数	-3.31	-3.31	28.00
高市净率指数	-2.99	-2.99	33.70
茅指数	-1.86	-1.86	23.62
绩优股指数	-1.46	-1.46	25.26
大盘指数	-0.77	-0.77	17.53
小盘指数	-0.54	-0.54	27.60
低市盈率指数	1.67	1.67	13.10
低市净率指数	1.70	1.70	7.94

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

A 股各风格指数中, 低 PB 指数涨 1.70%, 表现最好; 高 PE 指数跌 3.31%, 表现最差。市场风格小盘价值占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
传媒	-3.83	传媒	-3.83	食品饮料	-5.21
电子	-2.63	电子	-2.63	煤炭	-3.83
电力设备	-2.52	电力设备	-2.52	石油石化	-0.22
计算机	-1.83	计算机	-1.83	交通运输	-0.15
通信	-1.60	通信	-1.60	银行	1.86
石油石化	2.99	石油石化	2.99	机械设备	36.94
公用事业	3.45	公用事业	3.45	电力设备	40.07
钢铁	4.18	钢铁	4.18	电子	49.47
煤炭	4.41	煤炭	4.41	通信	60.01
有色金属	4.44	有色金属	4.44	有色金属	74.96

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 17 个上涨, 14 个下跌。其中, 市场风险偏好回落背景下成长板块有所调整, 其中传媒、电子、电力设备、计算机及通信分别跌 3.83%至 1.60%不等, 跌幅居前。另一方面, 黄金价格突破 4000 关口带动有色金属行业上涨 4.44%, 涨幅最高。此外, 红利价值板块表现较好, 其中煤炭、钢铁、公用事业及石油石化分别涨 4.41%至 2.99%不等, 涨幅居前。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
恒生指数	-3.13	-2.10	31.06
恒生科技指数	-5.48	-3.18	40.10

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

港股方面, 恒生指数跌 3.13%, 恒生科技指数跌 5.48%。美元走强叠加国内风险偏好回落背景下港股有所下行。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
道琼斯工业指数	-2.73	-1.98	6.90
纳斯达克指数	-2.53	-2.01	14.98
标普500	-2.43	-2.03	11.41

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

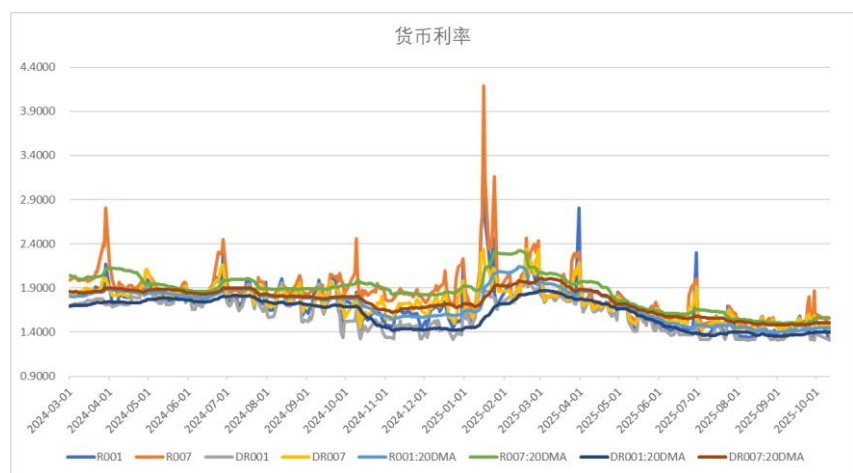
美股方面上周有所下行, 三大指数中道琼斯指数跌 2.73%, 表现最差; 标普 500 指数跌 2.43%, 表现最好。美国政府停摆叠加中美贸易冲突升级使得风险偏好回落, 在此背景下美股有所调整。需要注意的是, 随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战, 全球经济均会面临一定影响, 关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
法国CAC40	-2.02	0.18	7.28
英国富时100	-0.67	0.82	15.35
德国DAX	-0.56	1.51	21.76
印度SENSEX30	1.59	2.78	5.58
韩国综合指数	1.73	5.43	50.47
台湾加权指数	2.02	5.74	18.52
日经225	5.07	7.02	20.54
胡志明指数	6.18	5.17	37.95

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

其他海外市场方面, 法国市场跌 2.02%, 表现最差; 越南市场涨 6.18%, 表现最好。新兴市场较发达市场表现占优。

a) 债券市场



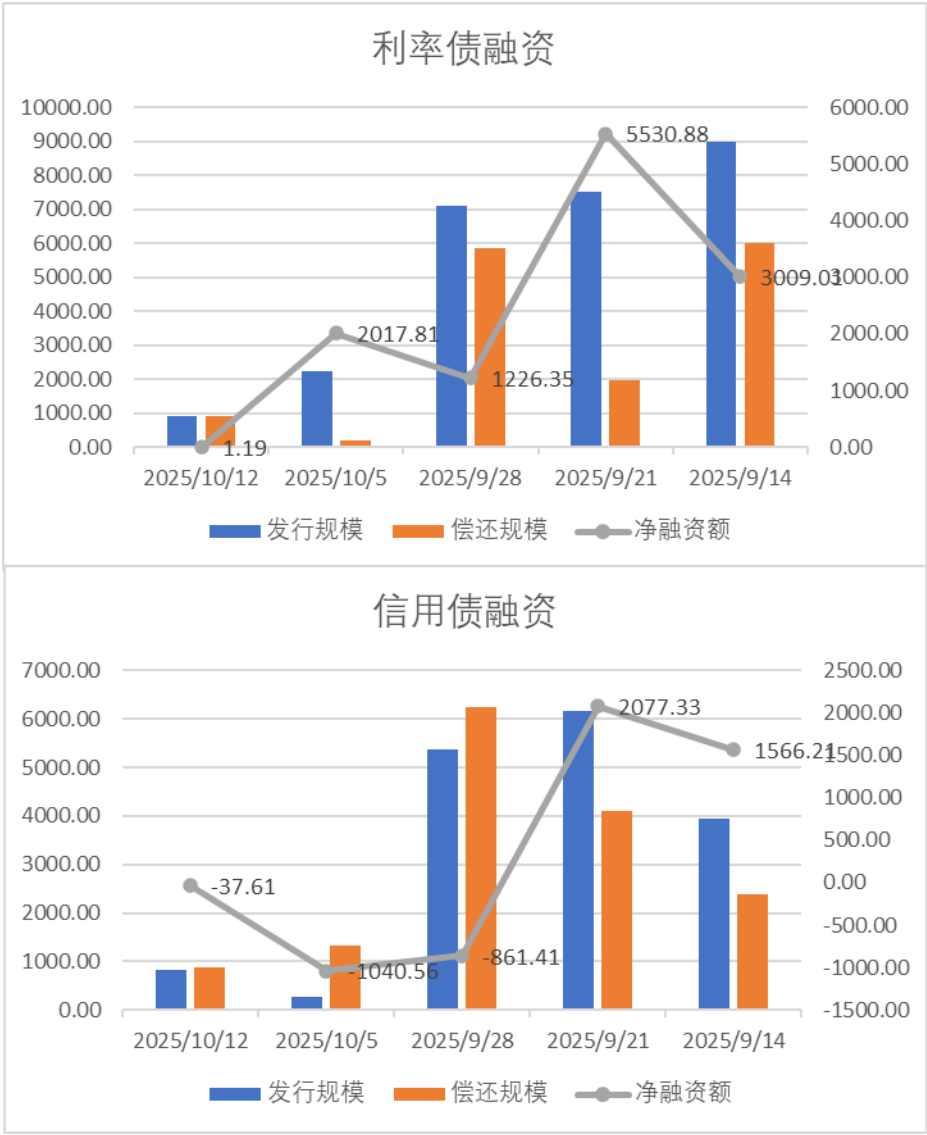
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

上周货币市场利率有所上行, DR001 二十日均值升至 1.40%, 资金面较上上周更加紧张。

	2025/8/29	2025/9/23	2025/9/30
6M	0.8	0.84	0.87
3M	1.05	1.24	1.65
	2024/8/31	2024/9/23	2024/9/29
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2023/8/31	2023/9/24	2023/9/30
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2022/8/31	2022/9/24	2022/9/30
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

国股银票方面，9月末3M、6M转贴现利率分别为0.87%及1.65%，较8月末有所回升，预计9月社融中贷款分项有所回暖。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

债券融资方面，上周利率债净融资额 1.19 亿，暂停大额净发行；信用债净融资额-37.61 亿，较此前有所增加。上周债券净发行量有所下降。

收益率					期限利差				信用利差			
	1Y	3Y	5Y	10Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		1Y	3Y	5Y
国债	1.37	1.50	1.58	1.82	国债	13.38	7.65	24.12	国债	-	-	-
国开债	1.61	1.76	1.77	2.00	国开债	15.05	1.19	22.62	国开债	-	-	-
AAA信用债	1.70	1.90	2.07	-	AAA信用债	20.12	16.95	-	AAA信用债	8.9	13.97	29.73
AA+信用债	1.78	2.05	2.22	-	AA+信用债	27.13	16.95	-	AA+信用债	16.89	28.97	44.73
AA信用债	1.83	2.18	2.47	-	AA信用债	34.63	29.28	-	AA信用债	22.06	41.64	69.73
AA-信用债	2.26	2.95	3.35	-	AA-信用债	68.63	40.28	-	AA-信用债	65.06	118.64	157.73

上周以来利率变动					本月以来利率变动					今年以来利率变动				
	1Y	3Y	5Y	10Y		1Y	3Y	5Y	10Y		1Y	3Y	5Y	10Y
国债	1	0	0	-1	国债	1	0	0	-1	国债	29	33	19	17
国开债	2	0	0	0	国开债	2	0	0	0	国开债	42	36	34	31
AAA信用债	-1	-2	-2	-	AAA信用债	-1	-2	-2	-	AAA信用债	2	16	21	-
AA+信用债	-1	2	-2	-	AA+信用债	-1	2	-2	-	AA+信用债	1	16	20	-
AA信用债	-2	-1	-1	-	AA信用债	-2	-1	-1	-	AA信用债	-4	13	20	-
AA-信用债	-3	-2	-2	-	AA-信用债	-3	-2	-2	-	AA-信用债	-44	-14	-5	-

收益率分位数					期限利差分位数				信用利差分位数			
	1Y	3Y	5Y	10Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		1Y	3Y	5Y
国债	0.08	0.15	0.11	0.14	国债	0.20	0.07	0.84	国债	-	-	-
国开债	0.14	0.16	0.15	0.15	国开债	0.23	0.10	0.56	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.06	0.12	0.14	-	AAA信用债	0.36	0.40	-	AAA信用债	0.01	0.02	0.14
AA+信用债	0.06	0.14	0.16	-	AA+信用债	0.39	0.28	-	AA+信用债	0.01	0.10	0.16
AA信用债	0.07	0.14	0.21	-	AA信用债	0.37	0.37	-	AA信用债	0.01	0.12	0.19
AA-信用债	0.04	0.08	0.09	-	AA-信用债	0.74	0.48	-	AA-信用债	0.01	0.08	0.09

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日. 分位数为过去 5 年分位数。

债券市场方面，上周主要债券中，信用债有所下行，其中 1YAA-下行 3BP，下行幅度最大。同时利率债出现了一定的小幅震荡，其中 1Y 国开债上行 2BP，上行幅度最大。国内风险偏好回落带动债券市场小幅企稳，在此背景下上周利率震荡下行。往后看，虽然美国关税政策对国内出口形成一定压制，但国内反内卷政策近期明显推升通胀预期，后续关注政策落地对通缩的实际改善效果。

上周以来期限利差变动				本月以来期限利差变动				今年以来期限利差变动			
	3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y
国债	-1	0	-2	国债	-1	0	-2	国债	4	-14	-2
国开债	-1	0	0	国开债	-1	0	0	国开债	-6	-2	-3
AAA信用债	-1	0	-	AAA信用债	-1	0	-	AAA信用债	14	5	-
AA+信用债	3	-4	-	AA+信用债	3	-4	-	AA+信用债	15	3	-
AA信用债	2	0	-	AA信用债	2	0	-	AA信用债	17	7	-
AA-信用债	2	0	-	AA-信用债	2	0	-	AA-信用债	30	9	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面，上周利差大体震荡，30 年国债利率升至 2.28，大部分券种期限利差维持中性分位数区间。

上周以来信用利差变动				本月以来信用利差变动				今年以来信用利差变动			
	1Y	3Y	5Y		1Y	3Y	5Y		1Y	3Y	5Y
AAA信用债	-3	-3	-2	AAA信用债	-3	-3	-2	AAA信用债	-39	-19	-12
AA+信用债	-3	1	-2	AA+信用债	-3	1	-2	AA+信用债	-41	-19	-14
AA信用债	-4	-1	-1	AA信用债	-4	-1	-1	AA信用债	-45	-23	-14
AA-信用债	-5	-2	-2	AA-信用债	-5	-2	-2	AA-信用债	-85	-49	-38

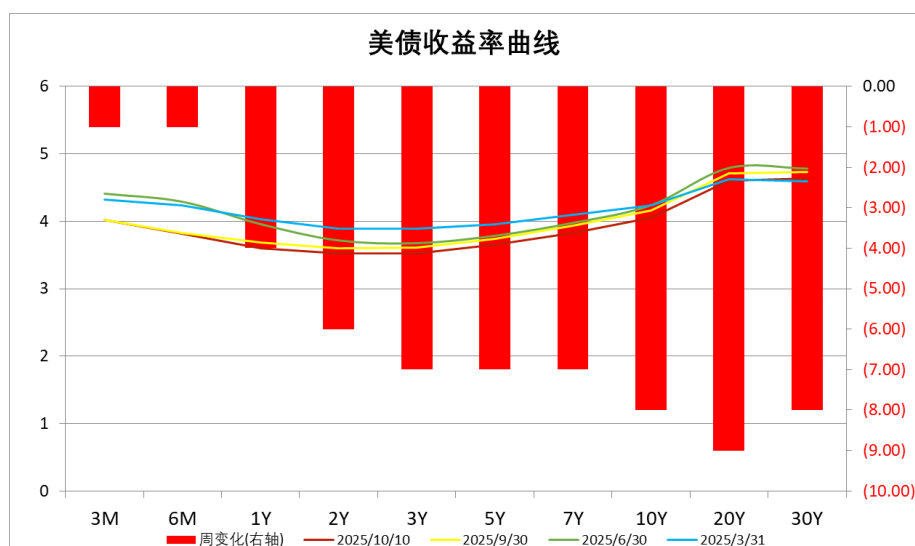
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去 5 年分位数。

信用利差方面，上周信用债下行利率债震荡使得利差收窄。历史来看，信用债利差分位数维持历史极低区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	1.58	1.57	1.76	--	--
国有银行	1.61	1.58	1.64	1.63	1.70
股份银行	1.47	1.57	1.62	1.65	1.63
城商行	1.61	1.65	1.70	1.70	1.79
农商行	1.61	1.72	1.68	1.77	1.73
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-4	-14	12	--	--
国有银行	0	0	0	-6	0
股份银行	-17	-2	0	2	-3
城商行	-2	0	-3	-2	-12
农商行	-14	0	2	0	-3
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	93.9	11	6.6	9.5	13.1
国有银行	0	0	0	2	0
股份银行	20	11	1	5	3
城商行	54	0	6	3	10
农商行	21	0	0	0	1

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

同业存单方面，上周发行利率有所下行，其中发行规模最多的 1M 城商行下行 2BP，为 1.61%；1M 农商行下行 14BP，为 1.61%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

美债方面，上周利率有所下行，其中 20Y 下行 9BP，下行幅度最大。中美贸易冲突升级叠加 ADP 就业数据走弱使得美债利率下行。同时，随着关税政策大面积落地，后续关注国际政治环境扰动下美国经济能否平稳落地。

四、 资产配置观点

4.1.1 国内 PMI 温和回升，中美贸易冲突升级

上周，国内发布 9 月 PMI 数据，其中制造业 PMI 由 8 月的 49.4 回升至 9 月的 49.8，虽然低于市场预期的 50 但仍有所回升，显示国内经济仍处于底部震荡状态。往后看，中美贸易摩擦本周大幅度升级，后续可能会对出口形成二次冲击。内需方面，随着地产政策继续放松，同时生育补贴有所加码，对经济增速能够形成一定支撑，但幅度有待观察，海外不确定性加大背景下经济基本面仍将持续波动。海外方面，由于美国联邦政府停摆，官方经济数据暂停发布，不过 ADP 就业数据大幅走弱使得市场担忧有所增加。降息预期方面，ADP 就业数据带动降息预期上行，市场预期 10 月降息的概率由 88% 增加至 98%。

指标(2025/09/30)	预测值	实际值		2025/8/31
PMI	49.95	49.8	↘	49.40
工业增加值:当月同比	5.38	-----	-----	5.20
GDP:当季同比	4.81	-----	-----	-----
固定资产投资:累计同比	0.04	-----	-----	0.50
制造业投资:累计同比	4.6	-----	-----	5.10
基建投资:累计同比	2.9	-----	-----	5.42
地产投资:累计同比	-13.47	-----	-----	-12.90
社会消费品零售总额:当月同比	3.19	-----	-----	3.40
出口金额:当月同比	5.65	-----	-----	4.40
进口金额:当月同比	1.37	-----	-----	1.30
社会融资规模:当月值	33333.33	-----	-----	25,668.00
社融规模:同比	8.65	-----	-----	8.80
人民币贷款:当月值	13750	-----	-----	5,900.00
人民币贷款:同比	6.7	-----	-----	6.60
M1:同比	6	-----	-----	6.00
M2:同比	8.51	-----	-----	8.80
CPI:当月同比	-0.15	-----	-----	-0.40
PPI:当月同比	-2.41	-----	-----	-2.90
1年存款利率(央行)	-----	1.5	-----	1.50
1年贷款利率(央行)	-----	4.35	-----	4.35
美元兑人民币汇率	7.05	7.1247455	↗	7.18

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

美国经济指标	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	趋势
实际GDP(同比)	----	----	----	----	3.80	----	----	-0.60	----	----	1.90	拐头向上
PMI	----	49.10	48.70	48.00	49.00	48.50	48.70	49.00	50.30	50.90	49.30	震荡下行
消费者信心	55.00	55.10	58.20	61.70	60.70	52.20	52.20	57.00	64.70	71.70	74.00	震荡下行
零售	----	----	3.50	4.43	4.15	3.15	5.19	4.76	-0.14	5.07	4.66	震荡下行
房地产	----	32.00	32.00	33.00	32.00	34.00	40.00	39.00	42.00	47.00	46.00	震荡下行
耐用品订单	----	----	2.92	-2.75	-9.39	16.54	-6.64	7.56	0.96	0.22	0.77	震荡下行
CPI	----	----	2.90	2.70	2.70	2.40	2.30	2.40	2.80	3.00	2.90	拐头向上
核心CPI	----	----	3.10	3.10	2.90	2.80	2.80	2.80	3.10	3.30	3.20	↗
PCE	----	----	2.74	2.60	2.59	2.46	2.28	2.36	2.71	2.61	2.73	↗
核心PCE	----	----	2.91	2.85	2.81	2.78	2.61	2.67	2.97	2.78	2.99	↗
非农就业	----	----	22.00	79.00	-13.00	19.00	158.00	120.00	102.00	111.00	323.00	震荡下行
失业率	----	----	4.30	4.20	4.10	4.20	4.20	4.20	4.10	4.00	4.10	震荡上行
职位空缺率	----	----	4.30	4.30	4.40	4.60	4.40	4.30	4.50	4.70	4.50	震荡下行
时薪增速	----	----	0.27	0.33	0.22	0.42	0.17	0.33	0.20	0.42	0.20	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

4.2 股票市场观点

4.2.1 五年分位数角度，目前 A 股估值处于偏低水平。

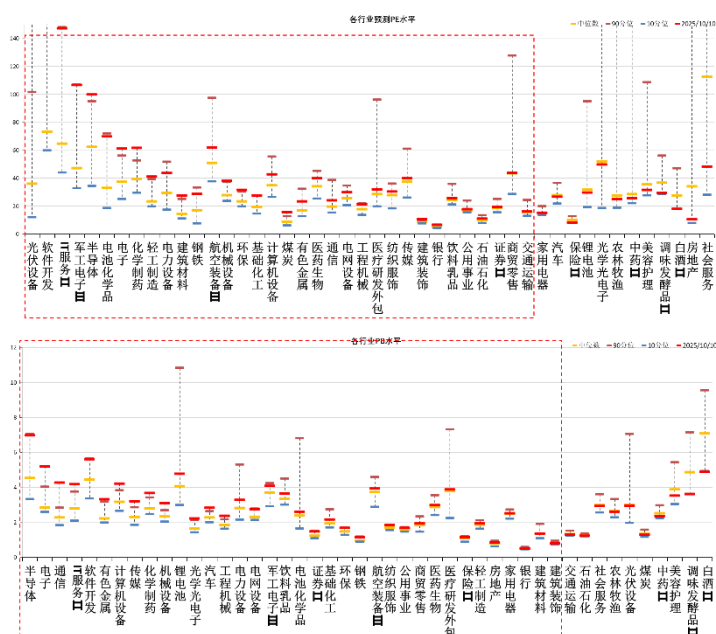
近期万得全 A 预测 PE17.18 倍，处于 85%分位水平，股权溢价率 2.41%，处于 29%分位水平。市场估值分位数位于偏高区间。

指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	11.78	10.99	1.28	6.46	0.83	0.83	0.61	0.30
沪深300	14.25	12.40	1.48	4.98	0.85	0.83	0.68	0.31
中小板指	29.01	19.59	3.09	1.41	0.61	0.57	0.47	0.51
创业板指	43.83	28.37	5.46	0.25	0.59	0.60	0.61	0.53
中证500	35.18	23.61	2.34	0.81	1.00	0.98	1.00	0.14
万得全A	22.47	17.18	1.83	2.41	0.93	0.85	0.71	0.29

指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	11.95	1.22	4.32	0.82	0.85	0.01
标普500	28.97	5.38	-0.60	0.80	0.99	0.20
纳斯达克指	42.06	7.16	-1.67	0.59	0.99	0.36
德国DAX	19.79	2.07	----	0.83	0.99	----
法国CAC40	18.55	2.05	----	0.73	0.98	----
英国富时100	20.12	2.06	----	0.83	1.00	----
韩国综合指数	16.67	1.21	----	0.61	0.85	----
台湾加权指数	21.77	1.84	----	0.80	0.05	----
日经225	21.97	2.34	----	0.77	1.00	----
胡志明指数	15.52	1.99	----	0.69	0.61	----
印度SENSEX	22.82	3.81	----	0.23	0.87	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

分行业看, 预测 PE 约 74%行业高于过去 5 年估值中位数, PB 方面约 78%行业高于过去 5 年估值中位数, 电子、计算机、军工估值相对较高



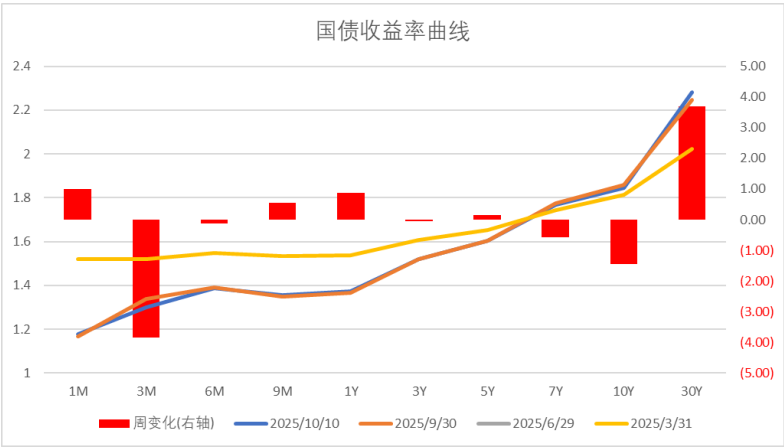
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.3 往后看，配置方向上关注：

1、经济总量弹性不大使得债券利率维持历史低位，关注现金流较为稳定的银行、家电等行业。

2、贸易战升级利好的自主可控及供应链安全方向。

4.3 债券市场观点



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 10 日.

中短期看，由于地产政策仍以托底为主，内需大幅企稳回升仍然面临一定的难度；同时全球贸易冲突使得出口也面临一定的压力，在此背景下反内卷政策对通胀的实际影响有待观察，但低利率环境下机构行为对债市波动起到了一定的放大作用，使得债券收益率短期出现了较大幅度的波动。往后看，随着债券市场逐步调整到位，可以逐步加仓调整幅度更大的信用债及长久期利率债。转债方面，近期股票市场的持续上涨进一步推升转债估值，预计转债市场将面临一定的估值泡沫风险。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。