

美国政府继续停摆，A 股交易有所降温

一、重要信息点评

1、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。

2、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%，涨幅连续第 5 个月扩大，为近 19 个月以来涨幅首次回到 1%。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。

3、今年 9 月，我国货物贸易进出口 4.04 万亿元，同比增长 8%。其中，出口 2.34 万亿元，增长 8.4%；进口 1.7 万亿元，增长 7.5%，连续 4 个月同比双增长。第三季度，我国货物贸易进出口同比增长 6%，已连续 8 个季度实现同比增长。9 月中国稀土出口 4000.3 吨，连续第三个月出现下滑。

4、美方称是否对华加征 100%关税取决于中国做法，外交部对此回应称，美方一边要谈，一边威胁恐吓加征高额关税，出台新的限制措施，这不是与中方相处的正确之道。敦促美方尽快纠正错误做法，通过对话协商解决有关问题。对于欧盟欲强迫中国企业向欧洲企业转让技术，中方反对以提升竞争力为名采取保护主义、歧视性做法。

5、美联储主席鲍威尔暗示，官员们可能在未来几个月停止收缩资产负债表，他承认货币市场出现了紧缩的“一些迹象”。鲍威尔表示，自 9 月 FOMC 货币政策会议以来，通胀和就业前景似乎变化不大，不过他强调，劳动力市场出现越来越多的疲软迹象。鲍威尔暗示，即使政府停摆严重削弱了美联储对经济形势的掌握程度，但仍有望在本月晚些时候再次降息 25 个基点。

6、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。

7、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

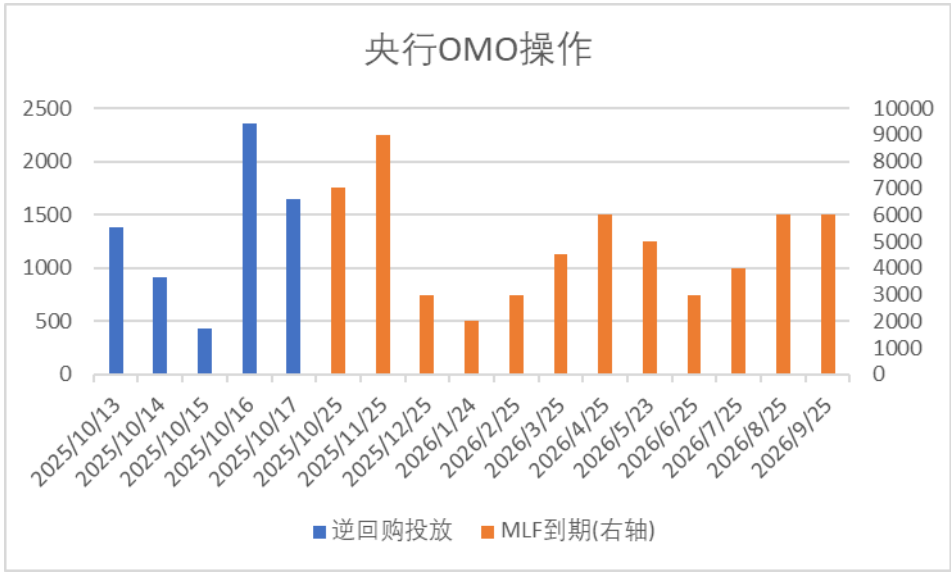
济顾问哈塞特表示，如果政府停摆持续到本周末之后，预计特朗普将加大行动力度。在谈到美联储时，哈塞特称预计三次降息只是一个开始。

8、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。

9、美国总统特朗普在播出的一段福克斯商业频道专访中罕见松口，承认以高关税威胁中国的策略不可持续，并可能会冲击美国经济。此前，特朗普也曾在社交媒体平台上发帖表示，美国“无意伤害中国”，暗示愿在一定条件下缓和紧张局势。

10、美国总统特朗普当地时间 10 月 17 日签署行政令，自 11 月 1 日起对进口中型和重型卡车及零部件征收 25% 的新关税。特朗普称，还将对进口客车征收 10% 的关税。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 日.

上周央行 OMO 投放 6731 亿，同时到期 10210 亿，共计净回笼 3479 亿。此外，10 月 MLF 到期量为 7000 亿。

	2025/10/17	2025/10/10	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/17	环比变化
高炉开工率	84.25	84.25	84.47	84.47	80.81	----
	2025/10/15	2025/10/8	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/15	环比变化
水泥沥青开工率	35.8	34.5	40.1	40.1	29	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 日.

生产数据方面，上周高炉开工率持平，同时水泥沥青开工率上行。

	2025/10/12	2025/10/5	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/12	环比变化
土地成交面积	931.3228	881.7992	2445.3649	2445.3649	724.9752	↗
土地成交溢价率	1.64	4.55	1.91	1.91	1.59	↘
商品房成交面积	18.281301	17.83178471	35.65336757	35.65336757	26.83182	↗
一线商品房成交面积	5.043312	5.735083714	10.15224586	10.15224586	7.378560429	↘
二线商品房成交面积	8.822171571	8.253121143	18.84443786	18.84443786	11.93549014	↗
三线商品房成交面积	4.415817429	3.843579857	6.656683857	6.656683857	7.517769429	↗
二手房价格	150.59	150.87	150.87	150.87	160.32	↘
一线二手房价格	189.17	189.66	189.66	189.66	199.04	↘
二线二手房价格	139.22	139.56	139.56	139.56	151.16	↘
三线二手房价格	130.34	130.54	130.54	130.54	139.24	↘
四线二手房价格	113.85	113.92	113.92	113.92	116.63	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 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增加，二手房价格走弱，地产数据表现不佳。

	2025/9/30	2024/9/30	2023/9/30	2022/9/30	2021/9/30	同比
厂家批发: 当月累计值	2768677	2469218	2442376	2248542	699120	12.13%
厂家零售: 当月累计值	2239999	2063174	2027604	1907663	563430	8.57%

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 日.

汽车销量方面，25 年 9 月汽车批发及零售销量同比增速分别为 12.13%及 8.57%，汽车销量维持较高水平。

	2025/10/12	2025/10/5	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/12	环比变化
集装箱吞吐量	620.7	660.9	607.2	607.2	590.2	↘
	2025/10/17	2025/10/10	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/17	
CCFI指数	973.11	1014.78	1087.41	1087.41	1476.98	↘
CICFI指数	633.23	647.22	647.3	647.3	777.6	↘
	2025/10/31	2025/9/30	2025/8/31	2025/7/31	2025/6/30	
韩国前十日出口	-15.2	3.7	-4.4	9.3	4.9	↘
韩国前二十日出口	#N/A	13.5	7.5	-2.3	8.3	----
韩国出口	#N/A	12.7	1.3	5.9	4.3	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 日.

进出口数据方面，上周出口运价走弱，同时韩国 10 月前十日出口数据有所下降。

	2025/10/17	2025/10/10	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/17	环比变化
农产品价格	119.76	118.29	118.76	118.76	130.08	↗
猪肉价格	18.03	18.85	19.31	19.31	24.82	↘
粮油价格	113.32	113.31	113.45	113.45	114.59	↗
蔬菜价格	5.07	4.88	5.01	5.01	5.82	↗
水果价格	7.12	7.06	6.94	6.94	7.18	↗
PTA价格	4355	4490	4585	4585	5135	↘
涤纶长丝价格	6500	6600	6550	6550	7420	↘
聚酯切片价格	5500	5655	5725	5725	6530	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 日.

价格数据方面，农产品价格上周有所回升。其中，蔬菜水果价格上行，同时猪肉价格降至 18.03 元，纤维价格大体走弱。

	2025/10/17	2025/10/10	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/17	环比变化
煤炭价格	748	705	699	699	840	↗
石油价格	61.29	62.73	67.02	67.02	74.45	↘
铜杆价格	85470	87640	84160	84160	77980	↘
铝价	20960	21020	20730	20730	20770	↘
钢材价格	91.39	93.63	93.63	93.63	103.89	↘
沥青价格	3380	3490	3500	3500	3680	↘
水泥价格	102.59	104.46	105.52	105.52	127.5	↘
MDI价格	14300	14600	14700	14700	18400	↘
浮法玻璃价格	1254.6	1254.6	1254.6	1254.6	1274	----
工业品指数	3466.89	3573.12	3573.84	3573.84	3751.49	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 日.

PPI 影响因素方面，工业品指数上周有所下行，其中煤价回升，油价、铜价、铝价、钢材价格、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	-2.22	-8.57	-17.82
COMEX黄金	6.69	10.71	61.60
LME铝	1.11	3.71	8.90
LME铜	0.85	1.85	20.97
CBOT玉米	2.42	0.36	-7.74
CBOT大豆	1.42	1.04	1.04
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-26.67	73.32	-993.36
美元兑离岸人民币	-209.00	-18.00	-2082.00
美元兑日元	-53.05	270.00	-664.60

	2025/10/17	2025/10/11	2025/9/30	2025/1/1
ICE布油	61.34	62.09	66.15	74.83
COMEX黄金	4267.9	4035.5	3887.6	2639.3
	2025/10/17	2025/10/11	2025/9/30	2025/1/1
美元指数	98.5556	98.8223	97.8224	108.4892
美元兑离岸人民币	7.1269	7.1478	7.1287	7.3351
美元兑日元	150.6285	151.159	147.9285	157.2745

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 日. 期货涨跌幅以结算价作为计算标准。

期货价格方面，上周各类期货价格大体走强，其中石油跌幅最大，黄金跌幅最大。ICE 布油收于 61.34 美元，跌 2.22%，COMEX 黄金收于 4267.9 美元，涨 6.69%。

上周美元指数下行 26.67BP，美国政府持续停摆叠加降息预期上行使得美元有所走弱。在此背景下人民币上周升值 209 个基点，日元升值 53.05 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	0	0	0	4	0	4	0	0	1	9
	发行规模(亿元)	0.00	0.00	0.00	17.08	0.00	40.33	0.00	0.00	28.08	85.48
上上周	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
本月以来	数量	1	1	0	6	0	4	0	0	2	13
	发行规模(亿元)	2.61	2.61	0.00	25.60	0.00	40.33	0.00	0.00	28.24	96.78
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	8	2	4	5	1	0	0	3	2	4	29
上上周	4	0	1	4	2	0	0	0	1	1	13

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 29 支, 其中普通混合型基金 8 支, 债券类基金 (5 支) 少于股票类基金 (12 支), FOF 基金申报 4 支。发行一边, 上周基金共计发行 85.48 亿, 其中股票型基金发行规模有所回升。

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
科创50	-6.16	-8.84	37.84
中小板指	-5.77	-6.74	22.46
创业板指	-5.71	-9.35	37.06
中证500	-5.17	-5.35	22.54
偏股混合型基金指数	-4.35	-5.80	27.51
万得全A	-3.45	-3.79	21.64
沪深300	-2.22	-2.73	14.72
上证50	-0.24	-0.71	10.54

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 日.

A 股表现来看, 上周主要板块有所回落, 其中上证 50 跌 0.24%, 跌幅最小; 科创 50 跌 6.16%, 跌幅最大。中美贸易冲突升级叠加市场成交量下滑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 4.35%。

	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	-5.41	-8.55	25.19
小盘指数	-4.93	-5.44	25.12
高市净率指数	-4.65	-7.51	31.40
茅指数	-3.20	-5.00	23.18
绩优股指数	-3.17	-4.59	24.36
大盘指数	-2.04	-2.79	17.72
低市盈率指数	0.09	1.76	14.99
低市净率指数	0.38	2.60	10.04

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 日.

A 股各风格指数中，低 PB 指数涨 0.88%，表现最好；高 PE 指数跌 5.41%，表现最差。市场风格大盘价值占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
电子	-7.14	传媒	-9.86	食品饮料	-4.40
传媒	-6.27	电子	-9.58	石油石化	-2.81
汽车	-5.99	电力设备	-7.69	煤炭	0.18
通信	-5.92	通信	-7.43	交通运输	0.21
机械设备	-5.84	计算机	-7.34	商贸零售	1.74
纺织服饰	-0.31	交通运输	1.46	综合	30.31
交通运输	0.37	钢铁	2.09	电力设备	32.65
食品饮料	0.86	公用事业	2.73	电子	38.80
煤炭	4.17	银行	5.19	通信	50.53
银行	4.89	煤炭	8.76	有色金属	69.59

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 17 日.

行业方面，上周 31 个申万一级行业中 4 个上涨，27 个下跌。其中，中美贸易冲突升级使得市场风险偏好回落背景下成长板块有所调整，其中电子、传媒、汽车及通信分别跌 7.14%至 5.92%不等，跌幅最大。另一方面，红利价值板块则表现较好，其中银行、煤炭及交通运输分别涨 4.89%、4.17%及 0.37%，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	-3.97	-5.99	29.06
恒生科技指数	-7.98	-10.91	34.36

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 日.

港股方面，恒生指数跌 3.97%，恒生科技指数跌 7.98%。全球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	1.56	-0.45	8.57
标普500	1.70	-0.37	13.30
纳斯达克指数	2.14	0.69	17.45

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 日.

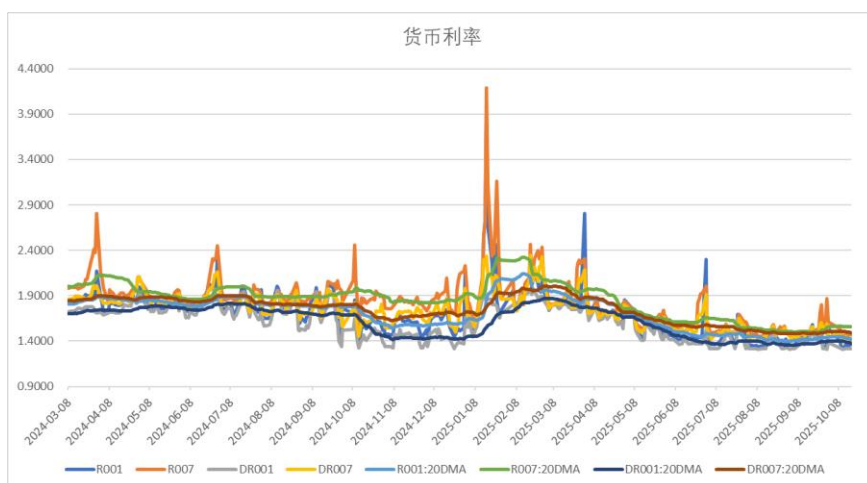
美股方面上周有所上行，三大指数中道琼斯指数涨 1.56%，表现最差；纳斯达克指数涨 2.14%，表现最好。鲍威尔表示 10 月有望降息 25BP 带动降息预期增加，在此背景下美股有所回升。需要注意的是，随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战，全球经济均会面临一定影响，关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
德国DAX	-1.69	-0.21	19.70
日经225	-1.05	5.90	19.27
胡志明指数	-0.94	4.18	36.66
英国富时100	-0.77	0.04	14.46
台湾加权指数	0.00	5.74	18.53
印度SENSEX30	1.76	4.59	7.44
法国CAC40	3.24	3.52	10.75
韩国综合指数	3.83	9.47	56.24

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 日.

其他海外市场方面, 德国市场跌 1.69%, 表现最差; 韩国市场涨 3.83%, 表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

a) 债券市场



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 日.

上周货币市场利率有所下行, DR001 二十日均值升至 1.38%, 资金面较上上周更加宽松。



债券融资方面，上周利率债净融资额 1945.99 亿，恢复大额净发行；信用债净融资额 1557.93 亿，较此前有所增加。上周债券净发行量有所上行。

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	1.44	1.51	1.59	1.82	国债	7.06	7.59	23.47	国债	-	-	-
国开债	1.63	1.79	1.78	1.99	国开债	16.02	-0.45	20.97	国开债	-	-	-
AAA信用债	1.71	1.88	2.09	-	AAA信用债	16.54	21.46	-	AAA信用债	8.49	9.01	30.92
AA+信用债	1.78	2.01	2.22	-	AA+信用债	22.54	21.46	-	AA+信用债	15.49	22.01	43.92
AA信用债	1.83	2.11	2.47	-	AA信用债	28	36.18	-	AA信用债	20.49	32.47	69.1
AA-信用债	2.26	2.88	3.36	-	AA-信用债	62	48.18	-	AA-信用债	63.49	109.47	158.1

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	7	-1	-2	-2	国债	8	-1	-1	-4	国债	36	33	17	15
国开债	1	0	-2	-5	国开债	2	1	-2	-5	国开债	42	36	32	26
AAA信用债	1	-4	0	-	AAA信用债	-1	-6	-2	-	AAA信用债	3	13	22	-
AA+信用债	-1	-6	-2	-	AA+信用债	-3	-4	-4	-	AA+信用债	-1	10	18	-
AA信用债	-1	-8	-1	-	AA信用债	-3	-9	-2	-	AA信用债	-4	5	19	-
AA-信用债	-1	-8	0	-	AA-信用债	-4	-10	-2	-	AA-信用债	-45	-22	-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	0.18	0.16	0.12	0.14	国债	0.11	0.07	0.82	国债	-	-	-
国开债	0.15	0.18	0.15	0.15	国开债	0.25	0.06	0.47	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.07	0.10	0.14	-	AAA信用债	0.30	0.52	-	AAA信用债	0.01	0.00	0.17
AA+信用债	0.06	0.12	0.15	-	AA+信用债	0.35	0.37	-	AA+信用债	0.01	0.03	0.15
AA信用债	0.07	0.09	0.21	-	AA信用债	0.32	0.54	-	AA信用债	0.01	0.04	0.18
AA-信用债	0.04	0.05	0.10	-	AA-信用债	0.56	0.80	-	AA-信用债	0.00	0.02	0.10

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 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 3YAA 及 AA-下行 8BP，下行幅度最大。同时利率债出现了一定的短端上行长端下行，其中 1Y 国债上行 7BP，上行幅度最大。虽然 9 月出口及核心通胀数据表现较好，但股市赚钱效应走弱叠加中美贸易冲突升级仍使得上周利率震荡下行。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	-8	-1	-1	国债	-8	-1	-2	国债	-3	-15	-3
国开债	-1	-2	-3	国开债	-2	-3	-3	国开债	-7	-4	-5
AAA信用债	-4	4	-	AAA信用债	-5	5	-	AAA信用债	10	9	-
AA+信用债	-4	4	-	AA+信用债	-1	1	-	AA+信用债	11	8	-
AA信用债	-7	7	-	AA信用债	-6	6	-	AA信用债	9	14	-
AA-信用债	-7	8	-	AA-信用债	-6	7	-	AA-信用债	23	17	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面，上周利差大体收窄，30 年国债利率降至 2.20，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	0	-4	2	AAA信用债	-3	-7	0	AAA信用债	-40	-23	-10
AA+信用债	-2	-6	0	AA+信用债	-5	-5	-2	AA+信用债	-43	-25	-14
AA信用债	-1	-8	1	AA信用债	-5	-9	0	AA信用债	-47	-31	-13
AA-信用债	-1	-8	2	AA-信用债	-6	-10	0	AA-信用债	-87	-58	-37

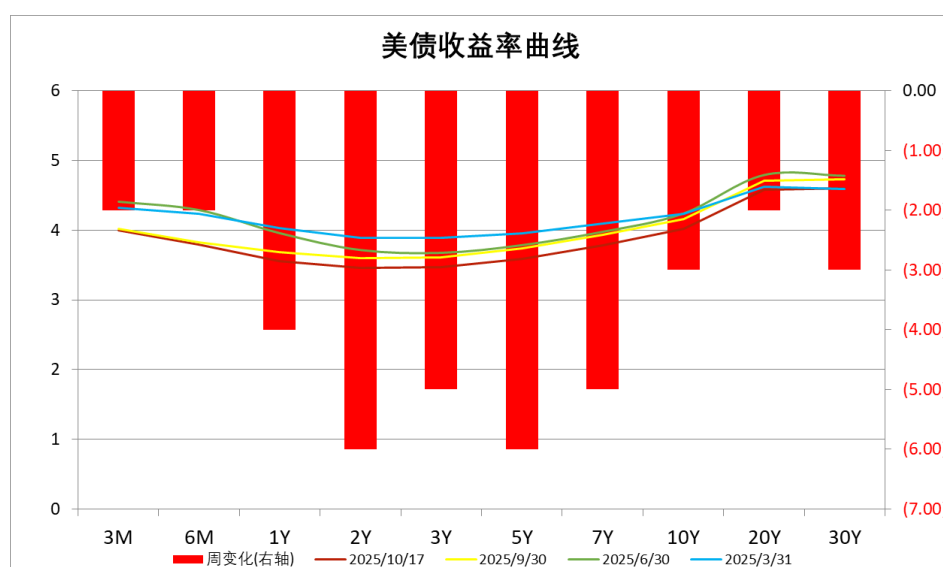
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去 5 年分位数。

信用利差方面，上周短端收窄长端走阔。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	1.53	1.65	1.70	--	--
国有银行	1.47	1.60	1.64	1.68	1.67
股份银行	1.47	1.58	1.66	1.67	1.67
城商行	1.54	1.63	1.70	1.76	1.75
农商行	1.51	1.62	1.67	1.71	1.76
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-5	8	-6	--	--
国有银行	-14	2	0	5	-3
股份银行	0	2	3	2	4
城商行	-6	-2	0	5	-4
农商行	-9	-10	-1	-6	3
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	873.2	1446.9	3177.1	348.1	1367.9
国有银行	333	100	258	85	243
股份银行	244	773	861	92	680
城商行	242	507	1616	150	415
农商行	55	66	442	22	30

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 日.

同业存单方面, 上周发行利率有所上行, 其中发行规模最多的 6M 城商行维持不变, 为 1.70%; 6M 股份银行上行 3BP, 为 1.66%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 日.

美债方面，上周利率有所下行，其中 2Y 及 5Y 下行 6BP，下行幅度最大。美联储主席表示虽然经济数据暂停发布但 10 月仍有望降息带动降息预期增加，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 国内出口维持韧性，美国政府继续停摆

上周，国内发布 9 月进出口、通胀及金融数据，其中进出口数据方面，9 月出口同比由 8 月的 4.3%回升至 8.3%，在贸易冲突持续波动的背景下我国出口维持较强的韧性。金融数据方面，社融增速由 8 月 8.8%回落至 8.7%，显示我国内需仍处于底部区间。通胀数据方面，虽然 9 月 CPI 同比-0.3%低于市场预期，但核心通胀延续此前的回升趋势，由 8 月的 0.9%继续增加至 1%，反内卷政策效果有所显现。往后看，近期中美贸易摩擦持续升级，虽然目前市场对后续特朗普松口的预期较为一致，但实际进程未必一帆风顺，最终关税落地结果仍需观察。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，官方经济数据继续暂停发布。降息预期方面，美联储主席鲍威尔表示虽然近期经济数据暂停发布，但 10 月仍有望降息 25BP，带动降息预期回升，目前市场预期 10 月降息的概率由 98%增加至 100%。

指标(2025/09/30)	预测值	实际值		2025/8/31
PMI	49.6	49.8	↗	49.40
工业增加值:当月同比	5.23	----	----	5.20
GDP:当季同比	4.76	----	----	----
固定资产投资:累计同比	0.03	----	----	0.50
制造业投资:累计同比	4.65	----	----	5.10
基建投资:累计同比	3.27	----	----	5.42
地产投资:累计同比	-13.38	----	----	-12.90
社会消费品零售总额:当月同比	3.11	----	----	3.40
出口金额:当月同比	5.94	8.3	↗	4.30
进口金额:当月同比	1.46	7.4	↗	1.20
社会融资规模:当月值	32686	35296	↗	25,660.00
社融规模:同比	8.63	8.7	↗	8.80
人民币贷款:当月值	13900	12900	↘	5,900.00
人民币贷款:同比	6.68	6.4	↘	6.60
M1:同比	6	7.2	↗	6.00
M2:同比	8.51	8.4	↘	8.80
CPI:当月同比	-0.15	-0.3	↘	-0.40
PPI:当月同比	-2.4	-2.3	↗	-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 17 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	37.00	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 17 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。

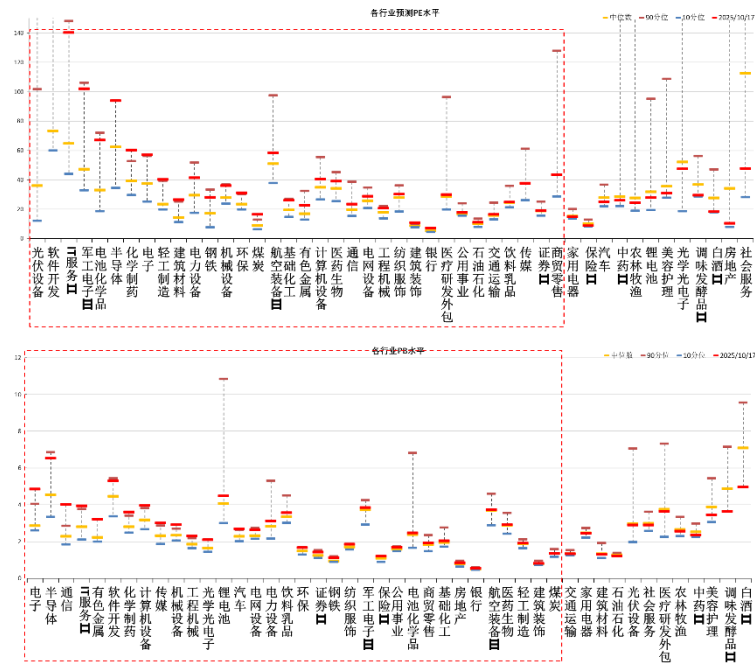
近期万得全 A 预测 PE16.77 倍，处于 77%分位水平，股权溢价率 2.56%，处于 35%分位水平。市场估值分位数位于偏高区间。

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	11.95	11.15	1.30	6.37	0.87	0.85	0.68	0.29
沪深300	14.15	12.31	1.47	5.07	0.84	0.81	0.67	0.33
中小板指	27.48	18.54	2.94	1.65	0.57	0.55	0.40	0.54
创业板指	41.35	26.75	5.15	0.43	0.56	0.58	0.56	0.58
中证500	33.44	22.43	2.23	1.00	0.98	0.95	0.98	0.16
万得全A	21.96	16.77	1.79	2.56	0.89	0.77	0.69	0.35

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	11.59	1.19	4.61	0.81	0.81	0.05
标普500	29.34	5.47	-0.61	0.82	0.99	0.20
纳斯达克指	43.08	7.33	-1.70	0.69	1.00	0.34
德国DAX	19.52	2.04	----	0.83	0.98	----
法国CAC4	18.91	2.12	----	0.73	1.00	----
英国富时1	19.96	2.04	----	0.81	0.99	----
韩国综合指	17.31	1.26	----	0.63	0.90	----
台湾加权指	21.40	1.84	----	0.76	0.05	----
日经225	21.72	2.32	----	0.74	1.00	----
胡志明指数	15.92	2.00	----	0.70	0.62	----
印度SENSE	23.22	3.84	----	0.35	0.89	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 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 74%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



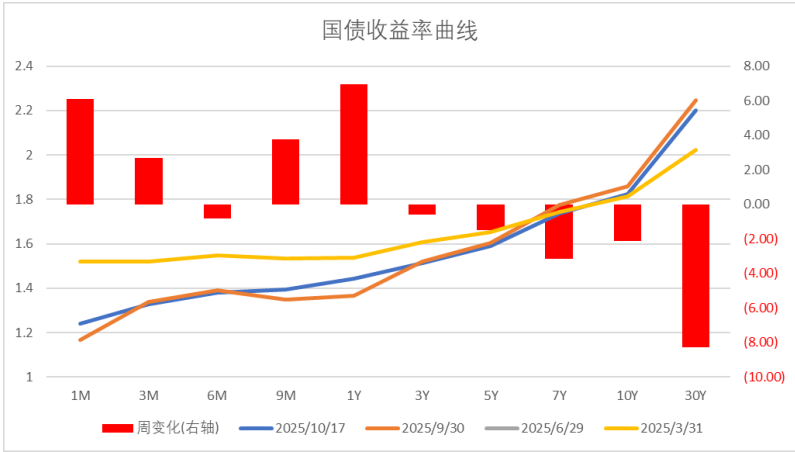
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 17 日. 分位数为过去 5 年。

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 17 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。