

二十届四中全会召开，美国核心通胀走弱

一、重要信息点评

1、国家统计局发布数据，前三季度我国 GDP 同比增长 5.2%，其中，一季度增长 5.4%，二季度增长 5.2%，三季度增长 4.8%。9 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.5%，社会消费品零售总额增长 3%。前三季度，全国固定资产投资同比下降 0.5%，扣除房地产开发投资后增长 3%；居民人均可支配收入 32509 元，扣除价格因素实际增长 5.2%。

2、中国 10 月 LPR 公布，1 年期和 5 年期品种分别报 3%和 3.5%，均连续 5 个月保持不变，符合市场预期。

3、美国 9 月 CPI 同比上涨 3%，创今年 1 月以来最高，但低于市场预期的 3.1%；核心 CPI 环比放缓至 0.2%，也低于市场预期。9 月服务业通胀放缓至 2021 年 11 月以来的最弱水平。数据公布后，市场已经完全消化美联储年内剩余时间两次降息 25 个基点的预期。另外，白宫方面表示，美国政府关门可能导致十月份通胀数据无法公布，这或将是历史上首次。

4、标普全球公布数据显示，美国 10 月制造业 PMI 初值 52.2，服务业 PMI 初值 55.2，综合 PMI 初值 54.8，均较 9 月有所回升，且都好于预期。新订单综合指数升至今年以来最高水平，制造业订单创去年 2 月以来最强劲，服务业新业务也实现 2024 年底以来的最大增幅。

5、国家主席习近平将于 10 月 30 日至 11 月 1 日赴韩国庆州出席亚太经合组织（APEC）第三十二次领导人非正式会议并对韩国进行国事访问。就 APEC 会议期间中美元首是否举行会晤相关问题，外交部发言人郭嘉昆表示，中美双方就两国元首会晤保持着密切沟通，如有进一步消息中方将及时发布。

6、美国总统特朗普宣布终止与加拿大的所有贸易谈判，起因是加拿大安大略省政府播放了一则引用美国已故总统里根批评关税言论的广告。特朗普指责加拿大“欺诈”使用里根的广告，并试图干预美国法院。

7、二十届四中全会公报发布。全会提出了“十五五”时期经济社会发展的主要目标：高质量发展取得显著成效，科技自立自强水平大幅提高，进一步全面深化改革取得新突破，社会文明程度明显提升，人民生活品质不断提高，美丽中国建设取得新的重大进展，国家安全屏障更加巩固。在此基础上再奋斗五年，到二〇

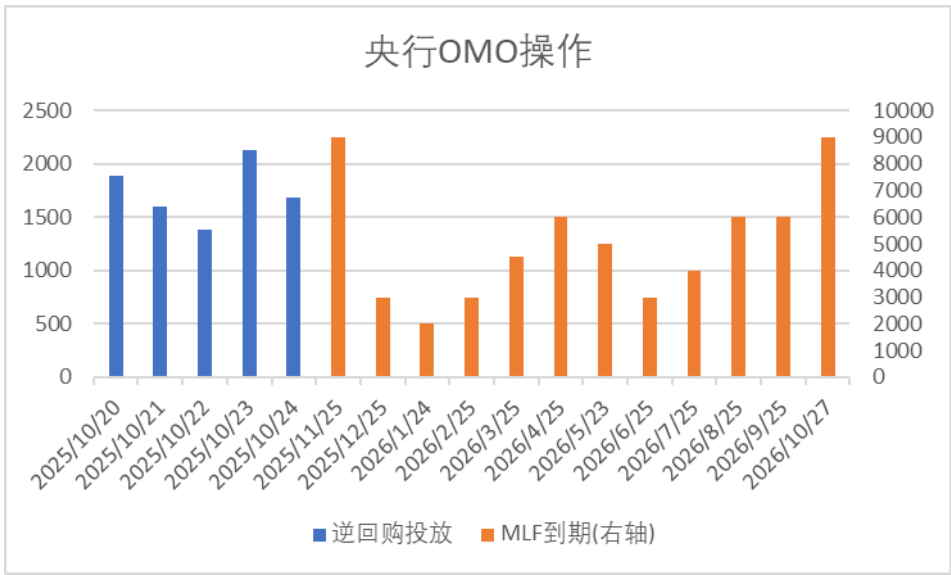
三五年实现我国经济实力、科技实力、国防实力、综合国力和国际影响力大幅跃升，人均国内生产总值达到中等发达国家水平，人民生活更加幸福美好，基本实现社会主义现代化。

8、当地时间 10 月 25 日至 26 日，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在马来西亚吉隆坡举行中美经贸磋商。双方以今年以来两国元首历次通话重要共识为引领，围绕美对华海事物流和造船业 301 措施、延长对等关税暂停期、芬太尼关税和执法合作、农产品贸易、出口管制等双方共同关心的重要经贸问题，进行了坦诚、深入、富有建设性的交流磋商，就解决各自关切的安排达成基本共识。双方同意进一步确定具体细节，并履行各自国内批准程序。

9、欧洲领导人发表联合声明，支持通过谈判推动俄乌停火。声明表示，各方一致支持争取公正而持久的和平，并赞同美国总统特朗普提出的立即停火、以当前接触线作为谈判起点的主张。声明重申，国际边界不应以武力方式改变。

10、美国总统特朗普表示，他认为与俄罗斯总统普京会面“不合适”，所以取消了和普京在布达佩斯的会面。此前，美国宣布对俄罗斯最大的石油生产商实施制裁，祭出了特朗普政府为施压俄罗斯总统普京结束俄乌冲突迄今为止力度最大的举措。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 日.

上周央行 OMO 投放 8672 亿，同时到期 7891 亿，共计净投放 781 亿。此外，10 月 MLF 到期 7000 亿后续作 9000 亿，净投放 2000 亿。

	2025/10/24	2025/10/17	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/24	环比变化
高炉开工率	84.73	84.25	84.47	84.47	81.7	↗
	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 24 日.

生产数据方面，上周高炉开工率走强，同时水泥沥青开工率上行。

	2025/10/19	2025/10/12	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/19	环比变化
土地成交面积	1148.016	972.7065	2465.7999	2465.7999	2215.3708	↗
土地成交溢价率	2	1.98	1.88	1.88	4.33	↗
商品房成交面积	28.69073214	18.281301	35.65336757	35.65336757	37.71293729	↗
一线商品房成交面积	7.916425429	5.043312	10.15224586	10.15224586	12.47688614	↗
二线商品房成交面积	13.64658371	8.822171571	18.84443786	18.84443786	13.47090314	↗
三线商品房成交面积	7.127723	4.415817429	6.656683857	6.656683857	11.765148	↗
二手房价格	150.28	150.59	150.87	150.87	160.18	↘
一线二手房价格	188.58	189.17	189.66	189.66	198.38	↘
二线二手房价格	138.93	139.22	139.56	139.56	151.03	↘
三线二手房价格	130.07	130.34	130.54	130.54	139.22	↘
四线二手房价格	113.72	113.85	113.92	113.92	116.59	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 日.

地产数据方面，土拍面积回升背景下溢价率上行，同时商品房成交面积增加，二手房价格走弱，地产数据表现一般。

	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 24 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。

	2025/10/19	2025/10/12	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/19	环比变化
集装箱吞吐量	643.1	620.7	607.2	607.2	600.4	↗
	2025/10/24	2025/10/17	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/24	环比变化
CCFI指数	992.74	973.11	1087.41	1087.41	1405.22	↗
CICFI指数	655.46	633.23	647.3	647.3	783	↗
	2025/10/31	2025/9/30	2025/8/31	2025/7/31	2025/6/30	环比变化
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	-7.8	13.3	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 24 日.

进出口数据方面，上周出口运价回升，同时韩国 10 月前二十日出口数据有所下降。

	2025/10/24	2025/10/17	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/24	环比变化
农产品价格	122.29	119.76	118.76	118.76	127.57	↗
猪肉价格	17.73	18.03	19.31	19.31	24.83	↘
粮油价格	113.3	113.32	113.45	113.45	114.45	↘
蔬菜价格	5.37	5.07	5.01	5.01	5.5	↗
水果价格	7.02	7.12	6.94	6.94	7.28	↘
PTA价格	4425	4355	4585	4585	4895	↗
涤纶长丝价格	6430	6500	6550	6550	7240	↘
聚酯切片价格	5525	5500	5725	5725	6310	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 日.

价格数据方面, 农产品价格上周有所回升。其中, 蔬菜价格上行, 同时猪肉价格降至 17.73 元, 纤维价格大体走强。

	2025/10/24	2025/10/17	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/24	环比变化
煤炭价格	770	748	699	699	855	↗
石油价格	65.94	61.29	67.02	67.02	74.38	↗
铜杆价格	86330	85470	84160	84160	77160	↗
铝价	21130	20960	20730	20730	21090	↗
钢材价格	91.22	91.39	93.63	93.63	102.1	↘
沥青价格	3340	3380	3500	3500	3635	↘
水泥价格	102.57	102.59	105.52	105.52	129.13	↘
MDI价格	14300	14300	14700	14700	18300	----
浮法玻璃价格	1290	1254.6	1254.6	1254.6	1255.7	↗
工业品指数	3562.25	3466.89	3573.84	3573.84	3826.71	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所上行, 其中煤价、油价、铜价、铝价及玻璃价格回升, 钢材价格、沥青价格及水泥价格则有所回落。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	5.92	-3.23	-13.02
COMEX黄金	-2.05	7.05	56.26
LME铝	2.84	6.63	11.95
LME铜	3.23	5.12	24.85
CBOT玉米	0.36	0.59	-7.52
CBOT大豆	2.18	3.09	3.09
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	38.61	111.93	-954.75
美元兑离岸人民币	-7.00	-25.00	-2089.00
美元兑日元	225.65	495.65	-438.95

	2025/10/24	2025/10/18	2025/9/30	2025/1/1
ICE布油	64.92	61.34	66.15	74.83
COMEX黄金	4126.9	4267.9	3887.6	2639.3
	2025/10/24	2025/10/18	2025/9/30	2025/1/1
美元指数	98.9417	98.5556	97.8224	108.4892
美元兑离岸人民币	7.1262	7.1269	7.1287	7.3351
美元兑日元	152.885	150.6285	147.9285	157.2745

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 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, 其中黄金跌幅最大, 石油跌幅最大。ICE 布油收于 64.92 美元, 涨 5.92%, COMEX 黄金收于 4126.9 美元, 跌 2.05%。

上周美元指数上行 38.61BP, 俄乌冲突再度出现一定的反复使得美元有所走强。在此背景下人民币上周升值 7 个基点, 日元贬值 225.62 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	3	3	1	15	0	2	0	0	4	25
	发行规模(亿元)	19.52	19.52	0.00	62.57	0.00	19.81	0.00	0.00	53.06	154.96
上上周	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
本月以来	数量	4	4	1	21	0	6	0	0	6	38
	发行规模(亿元)	22.13	22.13	0.00	88.17	0.00	60.14	0.00	0.00	81.29	251.74
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	21	2	3	17	2	0	0	0	3	3	51
上上周	8	2	4	5	1	0	0	3	2	4	29

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 日。

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 51 支, 其中普通混合型基金 21 支, 债券类基金 (3 支) 少于股票类基金 (24 支), FOF 基金申报 3 支。发行一边, 上周基金共计发行 154.96 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
上证50	2.63	1.90	13.45
沪深300	3.24	0.43	18.44
中证500	3.46	-2.08	26.77
万得全A	3.47	-0.45	25.86
偏股混合型基金指数	3.82	-2.20	32.39
中小板指	4.15	-2.87	27.54
科创50	7.27	-2.21	47.86
创业板指	8.05	-2.06	48.09

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 日。

A 股表现来看, 上周主要板块有所回升, 其中上证 50 涨 2.63%, 涨幅最小; 创业板涨 8.05%, 涨幅最大。市场预期中美即将进行的经贸磋商将带动贸易冲突缓和, 风险偏好因此回升, 在此背景下 A 股出现了一定的上行。偏股基金指数涨 3.82%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
低市净率指数	1.33	3.97	10.34
低市盈率指数	1.49	3.28	14.88
茅指数	2.56	-2.57	22.73
小盘指数	3.28	-2.33	25.29
大盘指数	3.57	0.68	19.25
高市净率指数	5.44	-2.48	34.41
绩优股指数	6.81	1.91	29.55
高市盈率指数	6.90	-2.24	29.43

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 日.

A 股各风格指数中, 高 PE 指数涨 6.90%, 表现最好; 低 PB 指数涨 1.33%, 表现最差。市场风格成长占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
农林牧渔	-1.36	传媒	-5.98	食品饮料	-5.30
食品饮料	-0.95	汽车	-4.46	交通运输	0.94
美容护理	-0.09	计算机	-4.02	石油石化	1.40
纺织服饰	0.17	电力设备	-3.17	煤炭	1.56
钢铁	0.44	医药生物	-3.09	商贸零售	2.21
石油石化	4.83	公用事业	3.84	机械设备	35.02
机械设备	4.71	建筑装饰	4.07	电力设备	39.15
电力设备	4.90	石油石化	4.67	电子	50.59
电子	8.49	银行	6.67	通信	67.91
通信	11.55	煤炭	10.27	有色金属	71.51

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 24 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 28 个上涨, 3 个下跌。其中, 国内风险偏好回升背景下成长及出口板块表现较好, 其中通信、电子、电力设备及机械设备行业分别涨 11.55%至 4.71%不等, 涨幅最大。另一方面, 9 月经济数据中地产及社零低于预期背景下消费行业表现较差, 其中农林牧渔、食品饮料及美容护理分别跌 1.36%、0.95%及 0.09%, 跌幅居前。

	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	3.62	-2.59	30.41
恒生科技指数	5.20	-6.28	35.63

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 日.

港股方面, 恒生指数涨 3.62%, 恒生科技指数涨 5.20%。全球风险偏好回升背景下港股有所上行。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
标普500	1.92	1.54	15.47
道琼斯工业指数	2.20	1.74	10.96
纳斯达克指数	2.31	2.40	20.17

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 日.

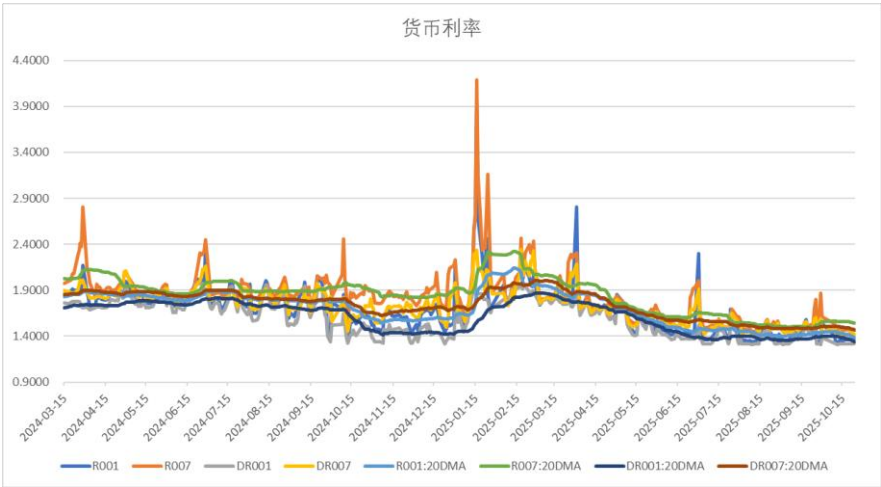
美股方面上周有所上行，三大指数中标普 500 指数涨 1.92%，表现最差；纳斯达克指数涨 2.31%，表现最好。中美贸易冲突缓和预期叠加通胀数据走弱背景下美股有所回升。需要注意的是，随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战，全球经济均会面临一定影响，关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
胡志明指数	-2.77	1.29	32.87
印度SENSEX30	0.31	4.91	7.77
法国CAC40	0.63	4.18	11.45
台湾加权指数	0.84	6.63	19.52
德国DAX	1.72	1.50	21.75
英国富时100	3.11	3.16	18.02
日经225	3.61	9.72	23.57
韩国综合指数	5.14	15.10	64.27

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 日.

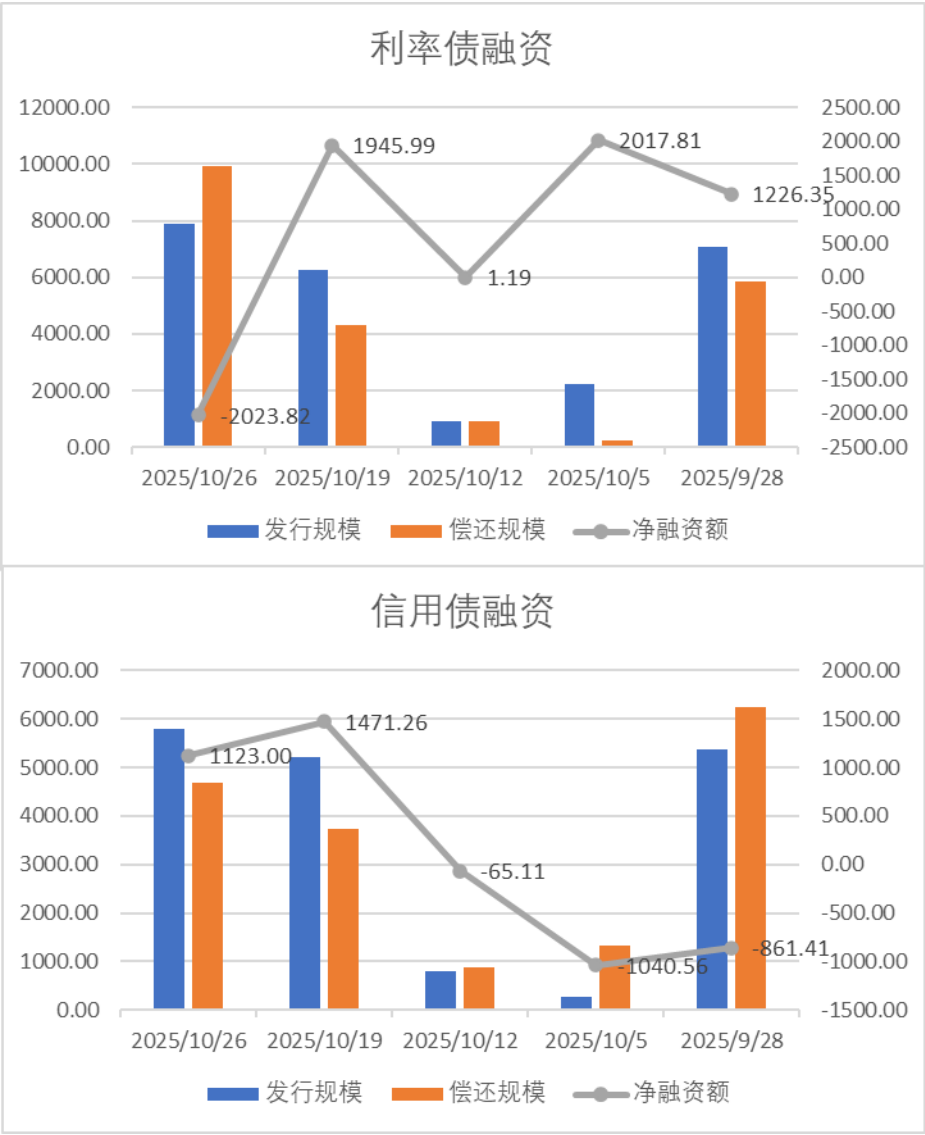
其他海外市场方面，越南市场跌 2.77%，表现最差；韩国市场涨 5.14%，表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

a) 债券市场



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 日.

上周货币市场利率有所下行，DR001 二十日均值降至 1.34%，资金面较上上周更加宽松。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 日.

债券融资方面，上周利率债净融资额-2023.82 亿，暂停大额净发行；信用债净融资额 1123 亿，较此前有所减少。上周债券净发行量有所下行。

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	1.47	1.53	1.62	1.85	国债	5.78	8.8	23.12	国债	-	-	-
国开债	1.64	1.78	1.78	2.00	国开债	13.93	0.34	21.66	国开债	-	-	-
AAA信用债	1.70	1.82	2.05	-	AAA信用债	12.33	23.18	-	AAA信用债	5.46	3.86	26.7
AA+信用债	1.79	1.99	2.18	-	AA+信用债	20.33	19.18	-	AA+信用债	14.46	20.86	39.7
AA信用债	1.84	2.09	2.43	-	AA信用债	25.33	34.18	-	AA信用债	19.46	30.86	64.7
AA-信用债	2.27	2.85	3.26	-	AA-信用债	58.33	41.18	-	AA-信用债	62.46	106.86	147.7

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	3	2	3	2	国债	11	1	1	-1	国债	39	34	20	17
国开债	2	0	0	1	国开债	4	0	-2	-4	国开债	44	35	32	28
AAA信用债	-1	-6	-4	-	AAA信用债	-2	-12	-5	-	AAA信用债	1	7	18	-
AA+信用债	1	-2	-4	-	AA+信用债	-2	-6	-7	-	AA+信用债	0	9	14	-
AA信用债	1	-2	-4	-	AA信用债	-2	-11	-6	-	AA信用债	-4	3	15	-
AA-信用债	1	-3	-10	-	AA-信用债	-3	-13	-12	-	AA-信用债	-44	-25	-15	-

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	0.21	0.18	0.14	0.15	国债	0.09	0.11	0.81	国债	-	-	-
国开债	0.16	0.17	0.16	0.16	国开债	0.20	0.08	0.51	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.06	0.05	0.13	-	AAA信用债	0.17	0.56	-	AAA信用债	0.00	0.00	0.10
AA+信用债	0.07	0.12	0.14	-	AA+信用债	0.33	0.33	-	AA+信用债	0.00	0.02	0.11
AA信用债	0.08	0.07	0.18	-	AA信用债	0.26	0.50	-	AA信用债	0.00	0.03	0.15
AA-信用债	0.05	0.04	0.04	-	AA-信用债	0.46	0.52	-	AA-信用债	0.00	0.01	0.03

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 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，信用债大体下行，其中 5YAA-下行 10BP，下行幅度最大。同时利率债出现了一定的上行，其中 1Y 及 5Y 国债上行 3BP，上行幅度最大。一方面 9 月经济数据中社零和地产有所走弱推动利率下行，另一方面市场风险偏好回升带动利率回升，在此背景下上周债市有所震荡。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	1	0	国债	-10	0	-3	国债	-5	-14	-3
国开债	-2	1	1	国开债	-4	-2	-2	国开债	-9	-3	-5
AAA信用债	-4	2	-	AAA信用债	-9	6	-	AAA信用债	5	11	-
AA+信用债	-2	-2	-	AA+信用债	-3	-2	-	AA+信用债	9	5	-
AA信用债	-3	-2	-	AA信用债	-8	4	-	AA信用债	7	12	-
AA-信用债	-4	-7	-	AA-信用债	-9	0	-	AA-信用债	19	10	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 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 年国债利率升至 2.21，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	-5	-4	AAA信用债	-6	-12	-4	AAA信用债	-43	-28	-14
AA+信用债	-1	-1	-4	AA+信用债	-6	-6	-6	AA+信用债	-44	-27	-18
AA信用债	-1	-2	-4	AA信用债	-6	-11	-5	AA信用债	-48	-32	-18
AA-信用债	-1	-3	-10	AA-信用债	-7	-13	-11	AA-信用债	-88	-60	-47

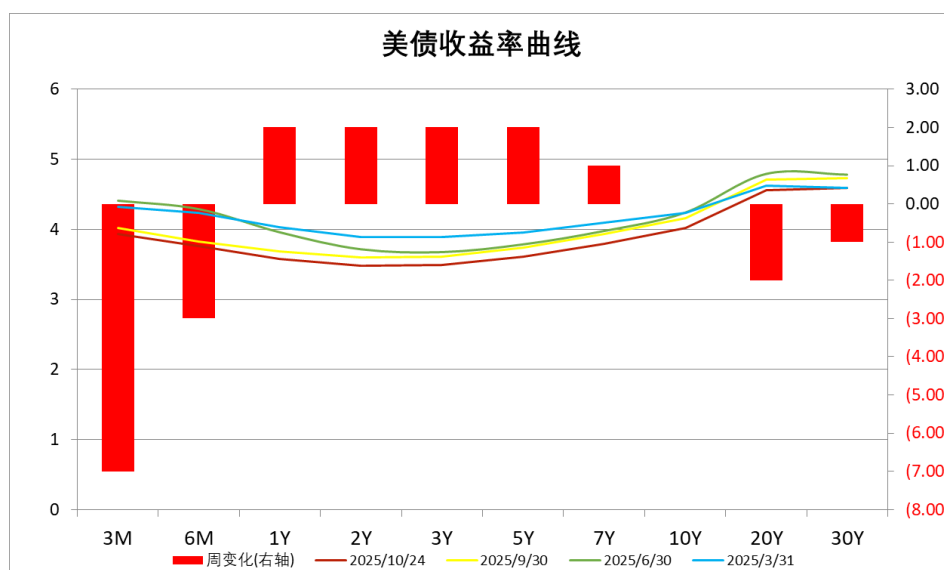
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去 5 年分位数。

信用利差方面，上周信用债下行利率债上行使得利差收窄。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	1.55	1.65	1.72	--	--
国有银行	1.48	1.59	1.65	1.66	1.67
股份银行	1.46	1.61	1.65	1.66	1.68
城商行	1.51	1.64	1.74	1.74	1.79
农商行	1.64	1.67	1.71	1.72	1.75
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	3	2	4	--	--
国有银行	1	-1	1	-2	0
股份银行	-1	2	0	0	1
城商行	-1	1	5	0	4
农商行	13	6	3	1	-1
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	794.4	1586.6	3448.2	1094.3	2646.7
国有银行	328	319	596	101	503
股份银行	55	690	1521	128	1747
城商行	356	514	1170	703	363
农商行	55	64	161	163	33

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 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 1Y 股份银行上行 1BP, 为 1.68%; 6M 股份银行维持不变, 为 1.65%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 日.

美债方面，上周利率有所震荡，其中大部分期限的美国国债波动幅度在 3BP 以内。一方面，CPI 数据转弱推动美债利率下行，另一方面，中美贸易冲突缓和则推动美债利率上行，在此背景下美债上周窄幅震荡。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 国内经济维持偏弱，美国核心通胀拐头

上周，国内发布 3 季度经济数据，其中单季度 GDP 同比增长 4.8%，符合市场预期，但月度数据来看国内地产及消费均较 8 月继续走弱，显示内需仍面临较大的下行压力。往后看，此前中美贸易摩擦有所升级，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，美国发布 9 月通胀数据，其中核心 CPI 由 8 月的 3.1% 下降至 3.0%，结束了 25 年 6 月以来的上行趋势，显示美国通胀问题有所缓解。降息预期方面，虽然核心 CPI 转弱，但由于俄乌冲突有所反复，油价出现了一定程度的上行使得市场担忧后续通胀抬头，降息预期有所回落，目前市场预期 10 月降息的概率由 100% 下降至 96%。

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	6.5	↗	5.20
GDP:当季同比	4.76	4.8	↗	----
固定资产投资:累计同比	0.03	-0.5	↘	0.50
制造业投资:累计同比	4.65	4	↘	5.10
基建投资:累计同比	3.27	3.34	↗	5.42
地产投资:累计同比	-13.38	-13.9	↘	-12.90
社会消费品零售总额:当月同比	3.11	3	↘	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年贷款利率(央行)	----	----	----	----
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 24 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	53.60	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	----	3.00	2.90	2.70	2.70	2.40	2.30	2.40	2.80	3.00	2.90	↗
核心CPI	----	3.00	3.10	3.10	2.90	2.80	2.80	2.80	3.10	3.30	3.20	拐头向下
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 24 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。

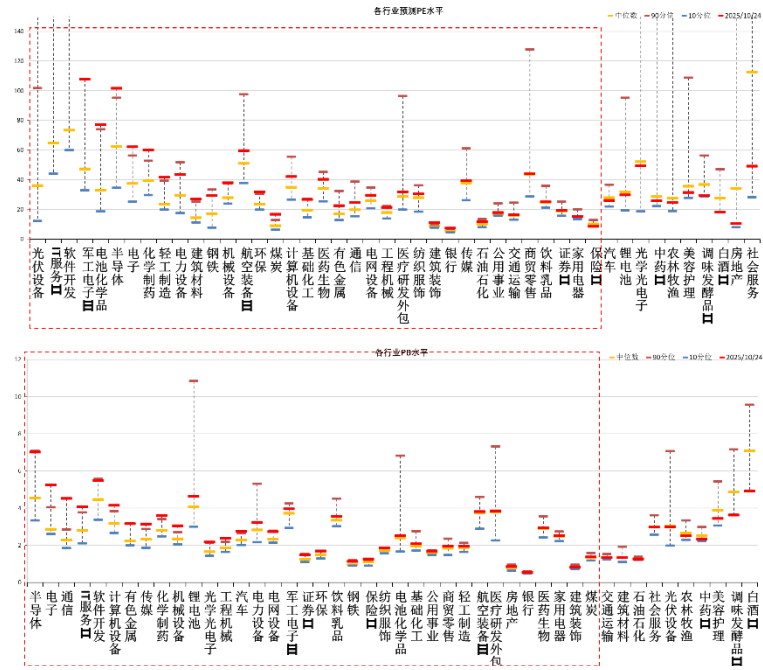
近期万得全 A 预测 PE17.30 倍，处于 87%分位水平，股权溢价率 2.42%，处于 28%分位水平。市场估值分位数位于偏高区间。

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	12.31	11.41	1.34	6.12	0.90	0.90	0.76	0.25
沪深300	14.56	12.64	1.51	4.87	0.88	0.87	0.72	0.28
中小板指	28.30	19.22	3.03	1.53	0.60	0.57	0.45	0.52
创业板指	43.51	28.53	5.39	0.30	0.60	0.61	0.61	0.54
中证500	34.39	23.25	2.29	0.91	0.99	0.97	0.99	0.15
万得全A	22.59	17.30	1.85	2.42	0.94	0.87	0.72	0.28

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	12.04	1.23	4.29	0.84	0.87	0.01
标普500	29.36	5.56	-0.61	0.83	1.00	0.20
纳斯达克指	43.02	7.48	-1.70	0.68	1.00	0.35
德国DAX	19.17	2.07	----	0.82	0.99	----
法国CAC4	18.98	2.13	----	0.74	0.99	----
英国富时1	20.42	2.10	----	0.84	1.00	----
韩国综合指	18.20	1.32	----	0.70	1.00	----
台湾加权指	21.04	1.84	----	0.73	0.05	----
日经225	22.53	2.40	----	0.80	1.00	----
胡志明指数	15.19	1.94	----	0.68	0.60	----
印度SENSE	23.14	3.82	----	0.31	0.88	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 日.

分行业看，预测 PE 约 76%行业高于过去 5 年估值中位数，PB 方面约 80%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



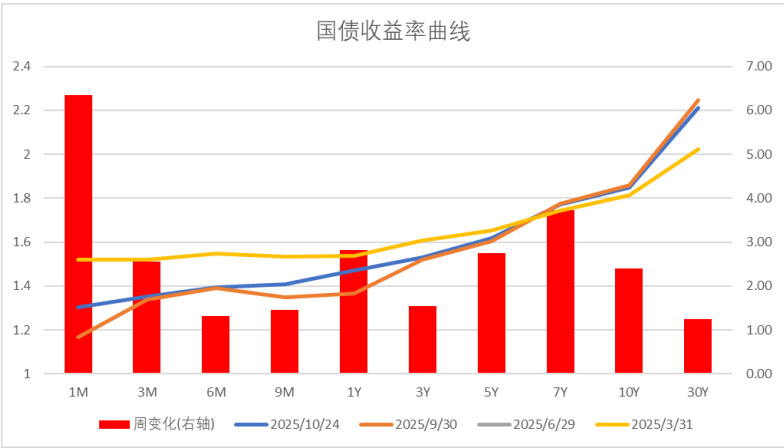
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 24 日. 分位数为过去 5 年。

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 24 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。