

中美领导人举行会晤，央行恢复国债买卖

一、重要信息点评

1、“小非农”数据发布机构 ADP 宣布，将从本周起推出周度就业数据，以更高频率追踪美国劳动力市场动态。首份报告显示，截至 10 月 11 日的四周内，美国私营部门就业岗位平均增加 14,250 个。

2、国家统计局公布数据显示，10 月我国制造业 PMI 为 49%，比上月下降 0.8 个百分点。非制造业 PMI 为 50.1，比上月上升 0.1 个百分点。综合 PMI 产出指数为 50%，比上月下降 0.6 个百分点。

3、2025 金融街论坛年会开幕，央行行长潘功胜、金融监管总局局长李云泽、证监会主席吴清重磅发声。潘功胜表示，央行将继续坚持支持性的货币政策立场；恢复公开市场国债买卖操作；研究优化数字人民币在货币层次中的定位；研究实施支持个人修复信用的政策措施；加快构建覆盖全面的宏观审慎管理体系，探索在特定情景下向非银机构提供流动性的机制安排；继续打击境内虚拟货币的经营和炒作。李云泽表示，将构建投资于物与投资于人并重的金融服务模式，完善长期资本支持政策，坚决纠正无序竞争行为。吴清表示，将启动实施深化创业板改革，择机推出再融资储架发行制度，稳步扩大高水平制度型对外开放，筑牢防风险、强监管的坚固防线。

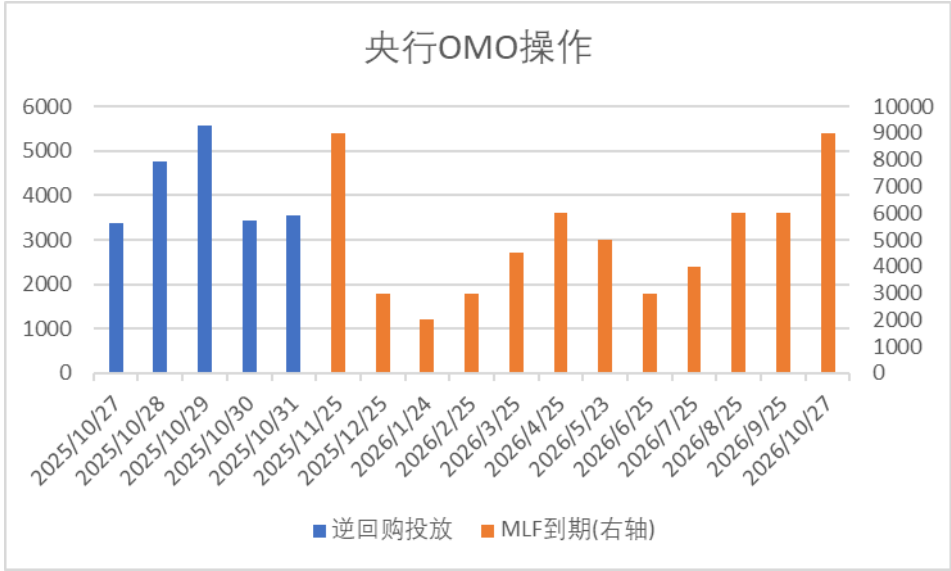
4、国家主席习近平同美国总统特朗普举行会晤。习近平指出，两国经贸团队就重要经贸问题深入交换意见，形成了解决问题的共识。双方团队要尽快细化和敲定后续工作，将共识维护好、落实好，以实实在在的成果，给中美两国和世界经济吃下一颗“定心丸”。双方团队可以继续本着平等、尊重、互惠的原则谈下去，不断压缩问题清单，拉长合作清单。两国元首同意加强双方在经贸、能源等领域合作，促进人文交流。

5、美联储如期降息 25 个基点，将联邦基金利率下调至 3.75%-4.00%，为年内第二次降息；并宣布自 12 月 1 日起结束资产负债表缩减。声明指出通胀仍处高位，就业下行风险上升，货币政策保持适度限制性。美联储理事米兰再次投了反对票，他希望降息 50 个基点。美联储施密德则希望维持利率不变。美联储主席鲍威尔表示，12 月是否进一步降息“远非已成定局”，政府停摆导致数据缺失，可能影响后续决策。美联储内部对后续路径存在显著分歧，部分官员主张至少等待一

个会议周期再做决定。受鲍威尔讲话影响，10 年期美债收益率上行超 9 个基点；美股跳水，盘中三大股指转跌。现货黄金下挫，美元指数大涨。

6、中美吉隆坡经贸磋商成果共识公布。美方将取消针对中国商品加征的 10%所谓“芬太尼关税”，对中国商品加征的 24%对等关税将继续暂停一年。美方将暂停实施出口管制 50%穿透性规则以及对华海事、物流和造船业 301 调查措施一年。中方将相应调整或暂停实施相关反制措施。双方还就芬太尼禁毒合作、扩大农产品贸易、相关企业个案处理等问题达成共识。美方在投资等领域作出积极承诺，中方将与美方妥善解决 TikTok 相关问题。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 日.

上周央行 OMO 投放 20680 亿，同时到期 8672 亿，共计净投放 12008 亿。此外，10 月 MLF 到期 7000 亿后续作 9000 亿，净投放 2000 亿。

	2025/10/31	2025/10/24	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/31	环比变化
高炉开工率	81.73	84.73	84.47	84.47	82.16	↘
	2025/10/29	2025/10/22	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/29	环比变化
水泥沥青开工率	31.5	31.1	40.1	40.1	28.7	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 日.

生产数据方面，上周高炉开工率走弱，同时水泥沥青开工率上行。

	2025/10/26	2025/10/19	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/26	环比变化
土地成交面积	1930.7333	1180.7532	2467.9398	2467.9398	1449.0865	↗
土地成交溢价率	3.93	2.07	1.88	1.88	6.69	↗
商品房成交面积	28.56075486	28.69073214	35.65336757	35.65336757	37.18873414	↘
一线商品房成交面积	8.016895429	7.916425429	10.15224586	10.15224586	11.54338086	↗
二线商品房成交面积	13.60431543	13.64658371	18.84443786	18.84443786	16.923652	↘
三线商品房成交面积	6.939544	7.127723	6.656683857	6.656683857	8.721701286	↘
二手房价格	149.97	150.28	150.87	150.87	160.13	↘
一线二手房价格	187.95	188.58	189.66	189.66	198.64	↘
二线二手房价格	138.54	138.93	139.56	139.56	150.9	↘
三线二手房价格	129.93	130.07	130.54	130.54	139.09	↘
四线二手房价格	113.45	113.72	113.92	113.92	116.57	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 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回落, 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 31 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。

	2025/10/26	2025/10/19	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/26	环比变化
集装箱吞吐量	590.3	643.1	607.2	607.2	589.4	↘
	2025/11/1	2025/10/25	2025/9/30	2025/9/30	2024/11/1	
CCFI指数	1021.39	992.74	1087.41	1087.41	1367.54	↗
CICFI指数	650.34	655.46	647.3	647.3	780.94	↘
	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	-7.8	13.3	7.5	-2.3	8.3	↘
韩国出口	3.6	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 31 日.

进出口数据方面, 上周出口运价回升, 同时韩国 10 月出口数据有所下降。

	2025/10/31	2025/10/24	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/31	环比变化
农产品价格	125.02	122.29	118.76	118.76	126.48	↗
猪肉价格	17.8	17.73	19.31	19.31	24.63	↗
粮油价格	113.08	113.3	113.45	113.45	114.57	↘
蔬菜价格	5.69	5.37	5.01	5.01	5.4	↗
水果价格	7.04	7.02	6.94	6.94	7.21	↗
PTA价格	4531	4425	4585	4585	4940	↗
涤纶长丝价格	6450	6430	6550	6550	7135	↗
聚酯切片价格	5565	5525	5725	5725	6235	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 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, 同时猪肉价格回升至 17.8 元, 纤维价格大体走强。

	2025/10/31	2025/10/24	2025/9/30	2025/9/30	2024/10/31	环比变化
煤炭价格	770	770	699	699	849	----
石油价格	65.07	65.94	67.02	67.02	73.16	↘
铜杆价格	88340	86330	84160	84160	77350	↗
铝价	21300	21130	20730	20730	20740	↗
钢材价格	92.34	91.22	93.63	93.63	98.57	↗
沥青价格	3230	3350	3500	3500	3560	↘
水泥价格	102.81	102.57	105.52	105.52	131.3	↗
MDI价格	14300	14300	14700	14700	18100	----
浮法玻璃价格	1290	1290	1254.6	1254.6	1287.4	----
工业品指数	3556.67	3562.25	3573.84	3573.84	3815	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所下行, 其中铜价、铝价、钢材价格及水泥价格回升, 油价及沥青价格则有所回落。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	-0.95	-3.74	-13.48
COMEX黄金	-1.46	5.76	54.38
LME铝	1.01	7.80	13.19
LME铜	-0.65	4.59	24.22
CBOT玉米	1.83	2.25	-6.00
CBOT大豆	7.03	10.34	10.34
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	78.91	190.84	-875.84
美元兑离岸人民币	-38.00	-63.00	-2127.00
美元兑日元	112.45	608.10	-326.50

	2025/10/31	2025/10/26	2025/9/30	2025/1/1
ICE布油	64.58	64.92	66.15	74.83
COMEX黄金	4077.2	4126.9	3887.6	2639.3
	2025/10/31	2025/10/26	2025/9/30	2025/1/1
美元指数	99.7308	98.9417	97.8224	108.4892
美元兑离岸人民币	7.1224	7.1262	7.1287	7.3351
美元兑日元	154.0095	152.885	147.9285	157.2745

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 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震荡, 其中黄金跌幅最大, 大豆涨幅最大。ICE 布油收于 64.58 美元, 跌 0.95%, COMEX 黄金收于 4077.2 美元, 跌 1.46。

上周美元指数上行 78.91BP, 美联储官员对后续降息存在较大分歧使得降息预期回落, 美元走强。在此背景下人民币上周升值 38 个基点, 日元贬值 112.45 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	16	16	0	23	0	15	1	0	6	61
	发行规模(亿元)	123.08	123.08	0.00	137.21	0.00	98.13	0.61	0.00	91.64	450.68
上上周	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
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	16	1	6	9	5	0	0	0	2	5	44
上上周	21	2	3	17	2	0	0	0	3	3	51

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 44 支, 其中普通混合型基金 16 支, 债券类基金 (2 支) 少于股票类基金 (21 支), FOF 基金申报 5 支。发行一边, 上周基金共计发行 450.68 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	-3.19	-5.33	43.14
上证50	-1.12	0.76	12.17
沪深300	-0.43	0.00	17.94
偏股混合型基金指数	0.06	-2.14	32.47
万得全A	0.41	-0.04	26.38
创业板指	0.50	-1.56	48.84
中小板指	0.87	-2.03	28.65
中证500	1.00	-1.10	28.04

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 日.

A 股表现来看, 上周主要板块有所震荡, 其中科创 50 跌 3.19%, 跌幅最大; 中证 500 涨 1.00%, 涨幅最大。一方面, 中美贸易冲突缓和带动风险偏好提升, 但美联储降息预期减弱及 PMI 数据走弱使得股市面临一定的压力, 在此背景下 A 股出现了一定的震荡。偏股基金指数涨 0.06%.

	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	-2.30	-4.49	26.45
高市净率指数	-1.53	-3.97	32.36
绩优股指数	-1.05	0.84	28.19
低市净率指数	-0.93	3.00	9.32
大盘指数	-0.74	-0.06	18.37
茅指数	0.44	-2.14	23.27
低市盈率指数	0.70	4.00	15.69
小盘指数	1.65	-0.72	27.36

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 日.

A 股各风格指数中，小盘指数涨 1.65%，表现最好；高 PE 指数跌 2.30%，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
通信	-3.59	传媒	-6.04	食品饮料	-5.52
美容护理	-2.21	美容护理	-3.84	煤炭	1.33
银行	-2.16	汽车	-3.58	石油石化	1.46
电子	-1.65	电子	-3.53	交通运输	1.55
建筑装饰	-1.49	房地产	-2.37	商贸零售	3.88
综合	2.26	公用事业	4.47	综合	37.66
基础化工	2.50	石油石化	4.73	电力设备	45.12
钢铁	2.55	有色金属	5.00	电子	48.10
有色金属	2.56	钢铁	5.16	通信	61.88
电力设备	4.29	煤炭	10.02	有色金属	75.90

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 31 日.

行业方面，上周 31 个申万一级行业中 20 个上涨，11 个下跌。其中，中美贸易冲突缓和带动出口产业链情绪回暖，其中电力设备、有色金属及基础化工涨 4.29%、2.56%及 2.50%，涨幅居前。另一方面，美联储降息预期减弱背景下成长板块面临一定压力，其中通信及电子别 3.59%及 1.65%，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	-0.97	-3.53	29.15
恒生科技指数	-2.51	-8.62	32.23

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 日.

港股方面，恒生指数跌 0.97%，恒生科技指数跌 2.51%。美元走强叠加国内基本面走弱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
标普500	0.71	2.27	16.30
道琼斯工业指数	0.75	2.51	11.80
纳斯达克指数	2.24	4.70	22.86

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 日.

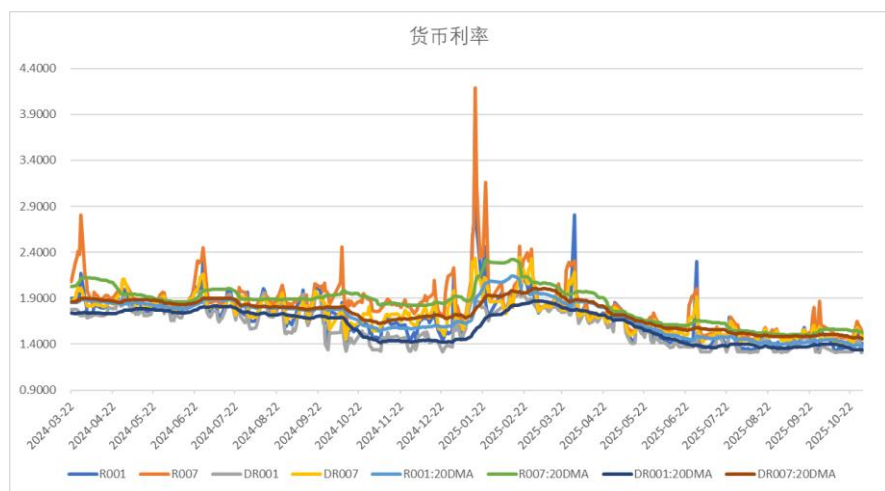
美股方面上周有所上行，三大指数中标普 500 指数涨 0.71%，表现最差；纳斯达克指数涨 2.24%，表现最好。中美贸易冲突缓和背景下美股有所回升。需要注意的是，随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战，全球经济均会面临一定影响，关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

	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	-2.59	-1.33	29.43
法国CAC40	-1.27	2.85	10.03
德国DAX	-1.16	0.32	20.34
印度SENSEX30	-0.32	4.57	7.42
英国富时100	0.74	3.92	18.89
台湾加权指数	2.55	9.34	22.57
韩国综合指数	4.21	19.94	71.18
日经225	6.31	16.64	31.37

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 日.

其他海外市场方面, 越南市场跌 2.59%, 表现最差; 日本市场涨 6.31%, 表现最好。新兴市场较发达市场表现占优。

a) 债券市场



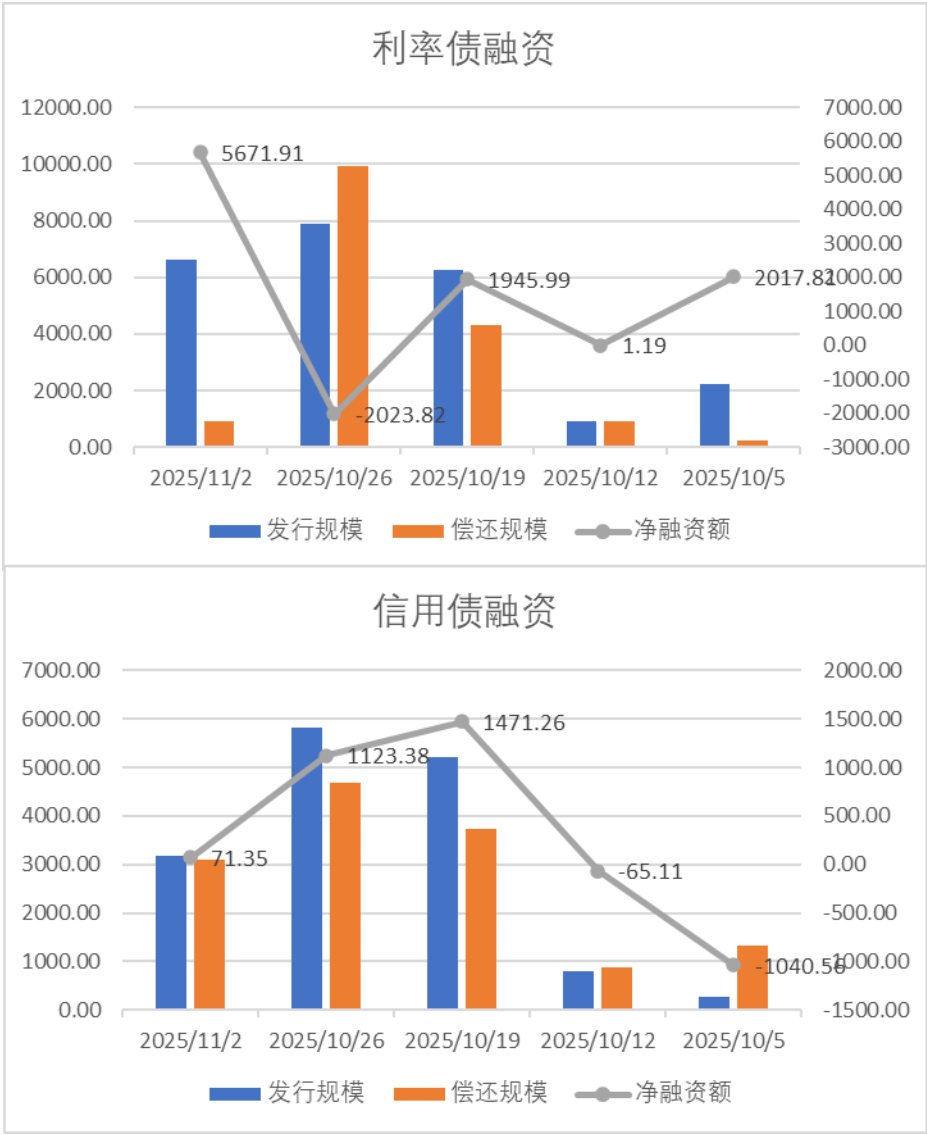
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 日.

上周货币市场利率有所下行, DR007 二十日均值降至 1.46%, 资金面较上上周更加宽松。

	2025/9/30	2025/10/24	2025/10/31
6M	0.87	0.66	0.2
3M	1.65	0.23	0.01
	2024/9/30	2024/10/24	2024/10/30
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2023/9/30	2023/10/25	2023/10/31
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2022/9/30	2022/10/25	2022/10/31
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 31 日.

国股银票方面，10月末3M、6M转贴现利率为0.01%、0.2%，预计10月社融中贷款分项面临较大压力。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 日.

债券融资方面，上周利率债净融资额 5671.91 亿，恢复大额净发行；信用债净融资额 71.35 亿，较此前有所减少。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	1.38	1.41	1.57	1.80	国债	3.2	15.16	22.92	国债	-	-	-
国开债	1.59	1.72	1.75	1.93	国开债	13.36	2.5	17.98	国开债	-	-	-
AAA信用债	1.67	1.82	1.96	-	AAA信用债	15.14	13.48	-	AAA信用债	8.3	10.08	21.06
AA+信用债	1.74	1.91	2.10	-	AA+信用债	17.14	18.48	-	AA+信用债	15.3	19.08	35.06
AA信用债	1.78	2.03	2.36	-	AA信用债	25.14	32.48	-	AA信用债	19.3	31.08	61.06
AA-信用债	2.20	2.78	3.15	-	AA-信用债	58.14	36.48	-	AA-信用债	61.3	106.08	140.06

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	-9	-11	-5	-5	国债	2	-11	-4	-7	国债	30	23	15	12
国开债	-5	-6	-4	-8	国开债	-1	-6	-6	-11	国开债	39	29	28	20
AAA信用债	-3	0	-10	-	AAA信用债	-5	-12	-15	-	AAA信用债	-1	7	8	-
AA+信用债	-5	-8	-9	-	AA+信用债	-7	-14	-16	-	AA+信用债	-4	1	6	-
AA信用债	-6	-6	-8	-	AA信用债	-8	-17	-14	-	AA信用债	-9	-3	7	-
AA-信用债	-7	-7	-12	-	AA-信用债	-10	-20	-24	-	AA-信用债	-51	-32	-27	-

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	0.10	0.06	0.10	0.13	国债	0.03	0.47	0.79	国债	-	-	-
国开债	0.13	0.14	0.14	0.15	国开债	0.19	0.14	0.33	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.03	0.06	0.08	-	AAA信用债	0.26	0.26	-	AAA信用债	0.01	0.01	0.03
AA+信用债	0.03	0.05	0.09	-	AA+信用债	0.26	0.33	-	AA+信用债	0.01	0.01	0.08
AA信用债	0.03	0.04	0.10	-	AA信用债	0.25	0.46	-	AA信用债	0.00	0.03	0.11
AA-信用债	0.01	0.02	0.01	-	AA-信用债	0.45	0.33	-	AA-信用债	0.00	0.01	0.02

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 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 12BP，下行幅度最大。同时利率债短端下行大于长端，其中 3Y 国债下行 11BP，下行幅度最大。央行恢复公开市场债券买卖操作带动债市情绪回暖，在此背景下上周债市有所下行。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	-3	6	0	国债	-12	7	-3	国债	-7	-8	-3
国开债	-1	2	-4	国开债	-5	0	-6	国开债	-9	-1	-8
AAA信用债	3	-10	-	AAA信用债	-7	-3	-	AAA信用债	8	1	-
AA+信用债	-3	-1	-	AA+信用债	-7	-2	-	AA+信用债	6	5	-
AA信用债	0	-2	-	AA信用债	-9	3	-	AA信用债	6	10	-
AA-信用债	0	-5	-	AA-信用债	-10	-4	-	AA-信用债	19	5	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 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 2.14，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	6	-6	AAA信用债	-4	-6	-9	AAA信用债	-40	-22	-20
AA+信用债	1	-2	-5	AA+信用债	-6	-8	-10	AA+信用债	-43	-28	-23
AA信用债	0	0	-4	AA信用债	-7	-11	-8	AA信用债	-48	-32	-21
AA-信用债	-1	-1	-8	AA-信用债	-9	-14	-18	AA-信用债	-89	-61	-55

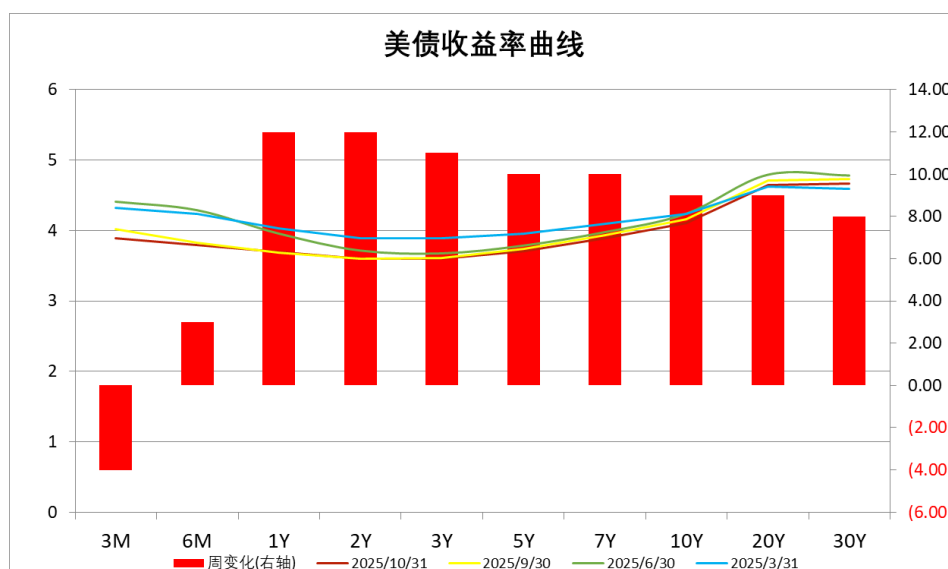
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去 5 年分位数。

信用利差方面，上周信用债下行幅度更大使得利差收窄。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	1.61	1.67	--	--
国有银行	1.50	1.56	1.63	1.63	1.63
股份银行	1.43	1.56	1.61	1.63	1.64
城商行	1.53	1.63	1.72	1.71	1.75
农商行	1.57	1.64	1.63	1.68	1.68
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	0	-3	-5	--	--
国有银行	2	-3	-2	-3	-4
股份银行	-3	-4	-4	-3	-4
城商行	2	-1	-2	-2	-3
农商行	-8	-3	-8	-4	-7
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	720.1	1380.8	2314.1	991.2	1915
国有银行	246	71	894	134	320
股份银行	81	894	674	563	1334
城商行	361	378	614	240	227
农商行	32	38	133	55	34

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 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 1Y 股份银行下行 4BP，为 1.64%；3M 股份银行下行 4BP，为 1.56%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 日.

美债方面，上周利率有所上行，1Y 及 2Y 上行 12BP，上行幅度最大。美联储官员在 10 月 FOMC 会议上对后续降息的分歧加大，使得市场较为一致的 12 月降息预期出现大幅回调，在此背景下美债利率有所上行。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 维持偏弱，美国降息 25BP

上周，国内发布 10 月 PMI 数据，其中制造业 PMI 由 9 月的 49.8 回落至 49，显示内需仍面临较大的下行压力。往后看，近期中美贸易摩擦有所缓和，目前市场对后续关税预期较为乐观，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，海外不确定性较大背景下经济基本面仍将持续波动。海外方面，10 月 FOMC 会议召开并如期降息 25BP，但美联储官员对后续降息存在较大分歧，使得此前较为一致的 12 月降息预期出现了较大波动，目前市场预期 12 月降息的概率由 100%下降至 63%。

指标(2025/10/31)	预测值	实际值		2025/9/30
PMI	50	49	↘	49.80
工业增加值:当月同比	5.7	-----	-----	6.50
GDP:当季同比	-----	-----	-----	4.80
固定资产投资:累计同比	-0.4	-----	-----	-0.50
制造业投资:累计同比	-----	-----	-----	4.00
基建投资:累计同比	-----	-----	-----	3.34
地产投资:累计同比	-----	-----	-----	-13.90
社会消费品零售总额:当月同比	3	-----	-----	3.00
出口金额:当月同比	1.5	-----	-----	8.30
进口金额:当月同比	6	-----	-----	7.40
社会融资规模:当月值	13800	-----	-----	35,296.00
社融规模:同比	8.6	-----	-----	8.70
人民币贷款:当月值	5500	-----	-----	12,900.00
人民币贷款:同比	6.6	-----	-----	6.40
M1:同比	-----	-----	-----	7.20
M2:同比	7.5	-----	-----	8.40
CPI:当月同比	-0.02	-----	-----	-0.30
PPI:当月同比	-2.2	-----	-----	-2.30
1年存款利率(央行)	-----	-----	-----	-----
1年贷款利率(央行)	-----	-----	-----	-----
美元兑人民币汇率	7.08	7.1200941	↗	7.12

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 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 31 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。

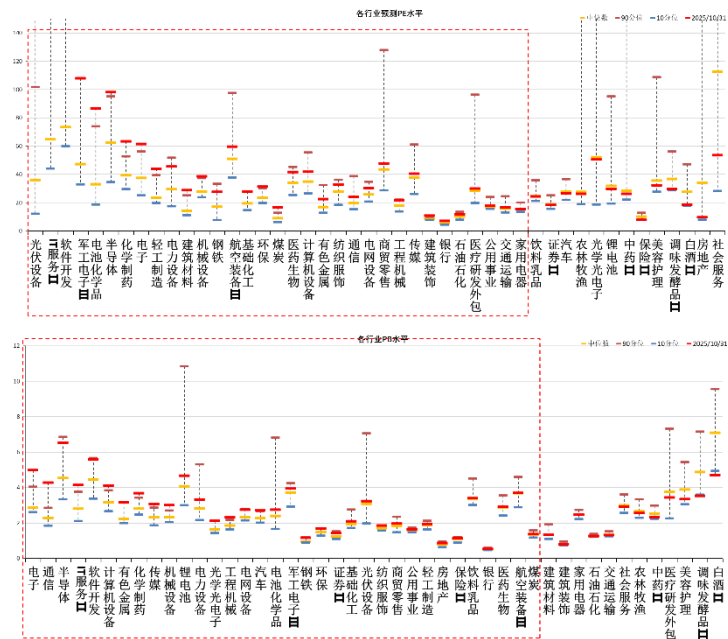
近期万得全 A 预测 PE17.21 倍，处于 85%分位水平，股权溢价率 2.62%，处于 37%分位水平。市场估值分位数位于偏高区间。

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	11.77	11.18	1.29	6.57	0.83	0.85	0.64	0.32
沪深300	14.11	12.45	1.47	5.16	0.83	0.83	0.66	0.35
中小板指	28.52	19.49	2.97	1.58	0.61	0.58	0.42	0.53
创业板指	41.11	28.18	5.30	0.51	0.56	0.61	0.59	0.59
中证500	33.40	23.52	2.28	1.07	0.97	0.97	0.98	0.18
万得全A	22.01	17.21	1.81	2.62	0.89	0.85	0.71	0.37

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	11.66	1.20	4.47	0.81	0.82	0.04
标普500	29.12	5.55	-0.68	0.81	1.00	0.15
纳斯达克指	42.30	7.50	-1.75	0.62	1.00	0.33
德国DAX	19.19	2.05	----	0.82	0.97	----
法国CAC40	18.72	2.11	----	0.73	0.99	----
英国富时100	20.48	2.13	----	0.84	1.00	----
韩国综合指数	18.97	1.38	----	0.79	1.00	----
台湾加权指数	21.83	1.84	----	0.80	0.05	----
日经225	23.47	2.54	----	0.84	1.00	----
胡志明指数	14.50	2.40	----	0.65	0.75	----
印度SENSEX	23.05	3.80	----	0.29	0.84	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 日.

分行业看，预测 PE 约 72%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



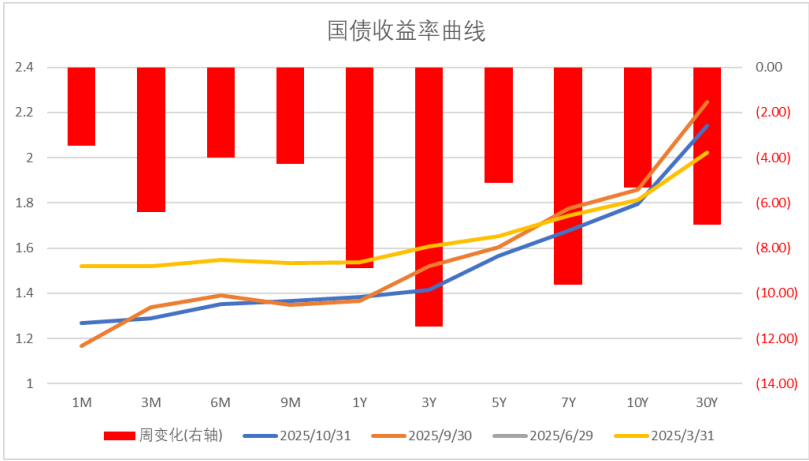
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 10 月 31 日. 分位数为过去 5 年。

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 31 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。