



“十五五” 定向高质量发展，全球政局动荡与政策不确定性抬升

——鑫元周观点（2025. 09. 29-2025. 10. 08）

一、核心观点

宏观方面，中央政治局将于 10 月 20 - 23 日召开四中全会，围绕“十五五”制定强调高质量发展与新质生产力，强化改革开放与安全统筹，为中长期增长与政策连续性定锚。发改委推出 5000 亿元新型政策性金融工具补充项目资本金，撬动基建与制造业有效投资的预期升温；官方 PMI 回升至荣枯附近、综合 PMI 小幅扩张，弱修复延续。外储 9 月小幅上行、黄金储备连增，与国际金价历史性冲破 4000 美元/盎司相互印证“央行买金+避险与宽松预期”逻辑。国内大模型（DeepSeek）迭代降价、海外 AI 资本开支扩张（OpenAI - AMD），全球 AI 产业浪潮叙事持续高歌猛进。海外方面，美国政府停摆导致关键数据缺位并抬升政策不确定性，市场在“宽松押注+避险需求”框架下重估资产定价。

权益市场方面，在海外流动性宽松上，我们维持之前的观点：1）不支持快速大幅的降息。2）自 6 月底以来对于海外分母宽松的抢跑交易基本结束。分母宽松的边际交易趋于钝化，进一步的宽松需要海外分子给出更为显著的加速衰退迹象。高市早苗当选自民党新任总裁，以财政扩张为主的“早苗经济学”，加剧了日本 MMT 的预期。大类资产上的反馈表现为日股涨、日债跌、日元跌、黄金涨。国内流动性继续宽松，内部股债存在切换。年内依然会有一次跟随全球央行宽松的降息（预计 10BP）。权益市场流动性充裕，权益市场中长期向好趋势不变。继续关注四季度财政政策的重点方向：地产收储、养老补贴、消费补贴的落地情况。国内稳增长政策储备充足。本周权益策略建议：1、仓位：仓位维持在中高仓位。海外降息落地，叠加国内股债再平衡下的分母结构性宽松，权益市场流动性充裕，流动性宽松的定价基本完成，但风险偏好不会显著下降。市场会呈现短期脉冲式的多空震荡，需要借助一定的高抛低吸操作；继续围绕现有的结构性分子景气展开，应避免扩散。2、配置策略：哑铃策略。3、行业选择：1）美联储降息带来流动性的确定性宽松，中美贸易谈判以及两国元首通话符合温和改善的预期，外资对于中国市场的配置将继续提升，港股受益，继续看好港股人工智能相关企业。2）结构性分子景气稀缺，关注：海外算力、国产算力、储能、固态电池、机器人、游戏等行业中的景气个股。3）国庆假期，海外黄金价格超过 4000 美元/盎司，LME

铜价接近历史新高，再次验证了我们对于有色金属行业不遗余力的推荐，流动性和基本面的理由不再赘述。每次调整都是买入的机会，包括黄金白银，铜铝锡锌等大宗工业金属，以及钴锂等为主的能源金属，都是值得配置的方向。

固收市场方面，节前债市围绕 PMI 数据以及资金面交易，节前工业企业利润以及 PMI 呈现小幅修复状态，但在资金面整体宽裕的支撑下，债市迎来小幅修复行情。全周来看，30y、10y、1y 国债收益率分别变化 3bp、-2bp、-1bp 收于 2.25%、1.86%、1.37%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 5bp、0bp 收于 39bp、49bp。节前债市成交清淡，或有部分配置盘尝试抄底，但超长端整体依然呈现弱势。展望节后债市，看股做债依然是债市主线，我们认为步入 10 月份基本面整体利好债市，主要原因是去年的高基数效应。节奏上预计短多中空，短多的理由在于央行呵护债市态度明确，预计跨季后资金面回归正均衡，而随着股市步入高位震荡区间以及 9 月底后机构行为压制的减弱，配置盘的入场意愿在增加。中期级别偏空的理由在于，十五五规划以及全球 AI 产业带动长期需求向上的叙事短期难以证伪，美国降息周期下对股市相对友好的宏观环境仍在持续，风险偏好改善下国内债市资金会持续流向股市。短期 10y 国债 1.8%以上赔率明显，抄底博反弹建议控制好仓位，先关注 9 月份金融数据。

二、宏观动态

（一）国内宏观

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。会议强调，“十五五”时期经济社会发展必须坚持高质量发展，以新发展理念引领发展，因地制宜发展新质生产力，推动经济持续健康发展和社会全面进步；坚持全面深化改革，扩大高水平开放，持续增强发展动力和社会活力；坚持有效市场和有为政府相结合，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用；坚持统筹发展和安全，强化底线思维，有效防范化解各类风险，以新安全格局保障新发展格局。

国家发改委举行新闻发布会介绍，新型政策性金融工具规模共 5000 亿元，全部用于补充项目资本金，正在会同有关方面抓紧将资金投放到具体项目。当前经济运行依然面临不少风险挑战，下一步将持续发力、适时加力实施宏观政策。同时，加大力度支持各类企业深度参与“人工智能+”行动。据东方金诚首席宏观分析师王青测算，5000 亿元新型政策性金融工

具可撬动投资 6 万亿左右。

证监会、财政部就《证券期货违法行为吹哨人奖励工作规定（征求意见稿）》公开征求意见。征求意见稿较大幅度提高奖励标准，奖励金额由案件罚没款金额 1%提升为 3%，提供重大违法行为线索的奖金上限从 10 万元提升为 50 万元，案件线索有重大影响等情况的每案奖金上限统一提升至 100 万元，可奖励案件条件从罚没款金额 10 万元提升为 100 万元。

证监会召开“十五五”资本市场规划上市公司和行业机构座谈会。证监会主席吴清强调，以科创板、创业板“两创板”改革为抓手，进一步深化投融资综合改革，全面推进实施新一轮资本市场改革开放，不断提升市场的吸引力、包容性和竞争力。

国家统计局公布，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。

金融监管总局发布《关于推动健康保险高质量发展的指导意见》，分别对健康保险四类险种，即商业医疗保险、商业长期护理保险、失能收入损失保险和疾病保险的发展重点进行规划，同时规范各类经办承办服务。下一步，金融监管总局将加快研究出台浮动收益型健康保险等配套业务细则，丰富产品供给。

商务部表示，墨西哥经济部应国内企业申请，近日连续对我浮法玻璃、聚氯乙烯涂塑布等产品发起 4 起反倾销调查。商务部已依据有关规定，就墨西哥拟对华提高进口关税和其他贸易投资限制措施启动贸易投资壁垒调查。中方将根据调查结果和实际情况，采取包括贸易、投资领域在内的一切必要措施，坚决维护企业合法权益。

美国商务部发布出口管制穿透性规则，对被列入美“实体清单”等的企业持股超过 50% 的子公司追加同等出口管制制裁。商务部对此回应称，美方此举性质极其恶劣，中方对此坚决反对，将采取必要措施，坚决维护中国企业的合法权益。

中国驻美国大使谢锋在中国驻美使馆国庆招待会上表示，中美要拉长合作清单，做大合作蛋糕，实现双赢多赢。中美拥有广泛共同利益、巨大合作空间。中美要深化利益融合，做相互成就的同行者。两国经贸会谈取得积极进展表明，平等协商才是解决问题正确之道。中美合，世界安；中美斗，世界忧。双方要恪守不冲突不对抗的底线，为本已动荡的世界增添稳定性。

Deepseek 正式发布 DeepSeek-V3.2-Exp 模型并开源。模型引入一种自研稀疏注意力机制，能够降低计算资源消耗并大幅提升推理效率。Deepseek 同时宣布大幅下调官方 API 价格，降

价幅度超过 50%，新价格已即刻生效。

国家外汇管理局公布，中国 9 月末外汇储备 33386.58 亿美元，较 8 月末上升 165 亿美元；9 月末黄金储备为 7406 万盎司，环比增加 4 万盎司，连续第 11 个月增持黄金。国家外汇管理局表示，9 月，受主要经济体宏观经济数据、货币政策及预期等因素影响，美元指数小幅震荡，全球金融资产价格总体上涨。汇率折算和资产价格变化等因素综合作用，当月外汇储备规模上升。我国经济保持总体平稳、稳中有进，高质量发展取得新成效，有利于外汇储备规模保持基本稳定。

“双节”假期受免签政策、离境退税、支付便利等利好影响，中外旅客跨境游需求旺盛，根据国家移民管理局的预测，国庆假期日均出入境旅客将突破 200 万人次。

（二）海外宏观

当地时间 10 月 4 日下午，日本执政党自民党举行总裁选举投计票。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，当选自民党新任总裁，大概率将成为新一任日本首相。

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”。当地时间 10 月 3 日美国参议院就民主党提出的临时拨款法案进行投票，最终以 46 票赞成、52 票反对的结果，再次未能推动该法案落地。随后，共和党提出的临时拨款法案也未能获得足够票数通过。联邦政府将继续“停摆”。

受美国政府停摆影响，美国 9 月非农就业报告未能如期公布。非农数据的暂停发布在金融市场掀起波澜，投资者正密切关注劳动力市场数据，试图从中寻找美联储降息路径的线索。华尔街担忧，如果关键经济数据长时间缺失或将给美联储货币政策路径增添不确定性。

伯克希尔-哈撒韦和西方石油达成最终协议，伯克希尔将以 97 亿美元的全现金交易收购西方石油的化工业务 OxyChem。西方石油预计将利用交易所得中的 65 亿美元来减少债务，以实现将本金债务控制在 150 亿美元以下的目标。此次交易有望成为伯克希尔自 2022 年以 137 亿美元收购保险公司 Alleghany 以来最大规模的收购案，也是巴菲特在化工领域的第二次重大布局。伯克希尔已是西方石油的最大股东，持有后者约 27% 的流通股。

有消息称，OpenAI 已完成规模约 66 亿美元的股份转让交易，公司估值达到 5000 亿美元（约合人民币 3.56 万亿元）。这也让 OpenAI 超过了马斯克的 SpaceX，成为全球估值最高的初创企业。根据交易安排，OpenAI 的现员工和前员工将部分股份出售给一批投资者，包括

Thrive Capital、软银、Dragoneer Investment Group、阿布扎比 MGX 和 T. Rowe Price。

美联储副主席杰斐逊重申担忧，称美联储正同时面对就业市场走软和通胀高于目标这两大挑战。达拉斯联储主席洛根则表示，通胀问题的严重性高于就业，呼吁谨慎对待进一步降息。

日本央行行长植田和男表示，将仔细观察美国关税和海外经济长期不确定性的影响是否会阻碍企业提高薪资。他重申，如果经济和物价走势符合央行的预测，央行决心继续提高仍然较低的利率。

高盛分析师在最新报告中称，美国经济面临重新加速的风险正在上升，这一预期建立在劳动力市场韧性、财政刺激预期以及宽松金融环境等多重利好因素基础之上。

知情人士透露，欧佩克+很可能在 10 月 5 日的会议上批准新一轮原油产量上调，幅度至少为 13.7 万桶/日。目前原油价格持续上涨，该组织有意借此进一步夺回市场份额。

OpenAI 和 AMD 宣布达成一项价值数百亿美元的合作协议，共同开发基于 AMD 处理器的 AI 数据中心，这是迄今为止对行业领军企业英伟达构成的最直接挑战。根据协议，AMD 将在为期四年的协议中，向 OpenAI 提供数十万块人工智能芯片，后者从明年开始将首先购买 MI450 芯片。此外，OpenAI 获得 AMD 认股权证，允许其以每股 1 美分的价格收购这家晶片制造商最多 10% 的股份。AMD 首席执行官苏姿丰表示，这笔交易将在未来五年内为这家芯片公司带来数百亿美元的新收入。

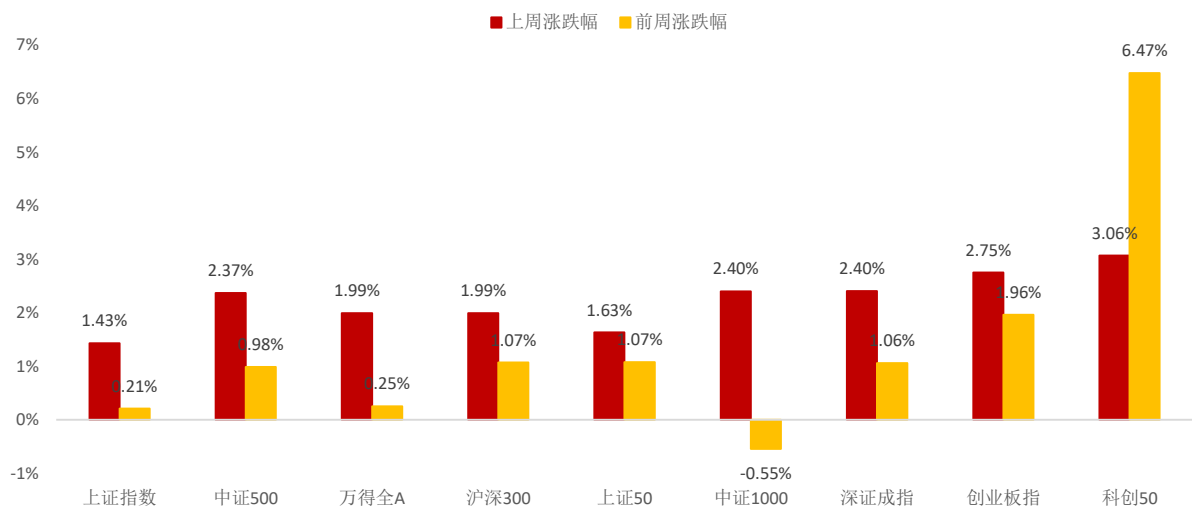
10 月 7 日纽约期金历史首次站上 4000 美元/盎司大关，伦敦现货黄金价格也一度涨破 3990 美元/盎司。美国财政赤字扩大、地缘冲突加剧、央行持续买金，叠加美联储降息预期催化，推动了金价这一轮历史级的上涨。黄金牛市“吹号手”高盛持续唱多，将 2026 年 12 月黄金价格预测上调至每盎司 4900 美元（此前预测为 4300 美元）。

三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

图：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

节前最后一周 A 股宽基指数悉数上涨。截至 9 月 30 日，科创 50 涨 3.06%，创业板指涨 2.75%，涨幅居前。从行业板块看，上周**有色金属、电力设备、国防军工**领涨，**银行、石油石化、煤炭**领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2025/9/30	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
上证指数	16.6	↑ 0.21	56.3	↑ 2.63	95.2%	99.3%	99.1%
深证成指	31.8	↑ 0.73	77.3	↑ 3.35	87.9%	94.0%	91.8%
上证 50	11.8	↑ 0.08	59.5	↑ 1.02	88.1%	87.6%	83.1%
沪深 300	14.2	↑ 0.18	65.6	↑ 3.55	86.4%	87.5%	83.2%
中证 500	35.2	↑ 0.77	67.3	↑ 0.83	80.6%	100.0%	100.0%
中证 1000	48.0	↑ 1.12	69.8	↑ 2.42	69.8%	91.4%	89.9%
创业板指	45.4	↑ 1.28	45.5	↑ 1.38	43.0%	52.9%	54.9%
科创 50	192.7	↑ 5.40	100.0	↑ 0.22	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

	2025/9/30	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
农林牧渔(申万)	18.5	↑ 0.02	8.90%	↑ 0.16	8.9%	14.8%	20.2%
基础化工(申万)	29.3	↑ 0.76	66.93%	↑ 3.15	66.9%	89.6%	85.9%
钢铁(申万)	39.1	↑ 1.38	79.90%	↑ 0.70	79.9%	98.6%	98.1%
有色金属(申万)	26.6	↑ 1.78	32.23%	↑ 1.39	32.2%	53.7%	63.7%
电子(申万)	74.5	↑ 1.99	95.75%	↑ 1.73	95.8%	99.9%	99.9%
家用电器(申万)	14.7	↑ 0.03	39.77%	↑ 0.50	39.8%	45.1%	49.3%
食品饮料(申万)	21.1	↑ 0.16	19.66%	↑ 1.14	19.7%	11.9%	16.2%
纺织服饰(申万)	27.0	↓ 0.02	60.43%	↓ 0.11	60.4%	76.3%	70.7%
轻工制造(申万)	30.7	↑ 0.20	58.77%	↑ 0.63	58.8%	92.7%	90.1%

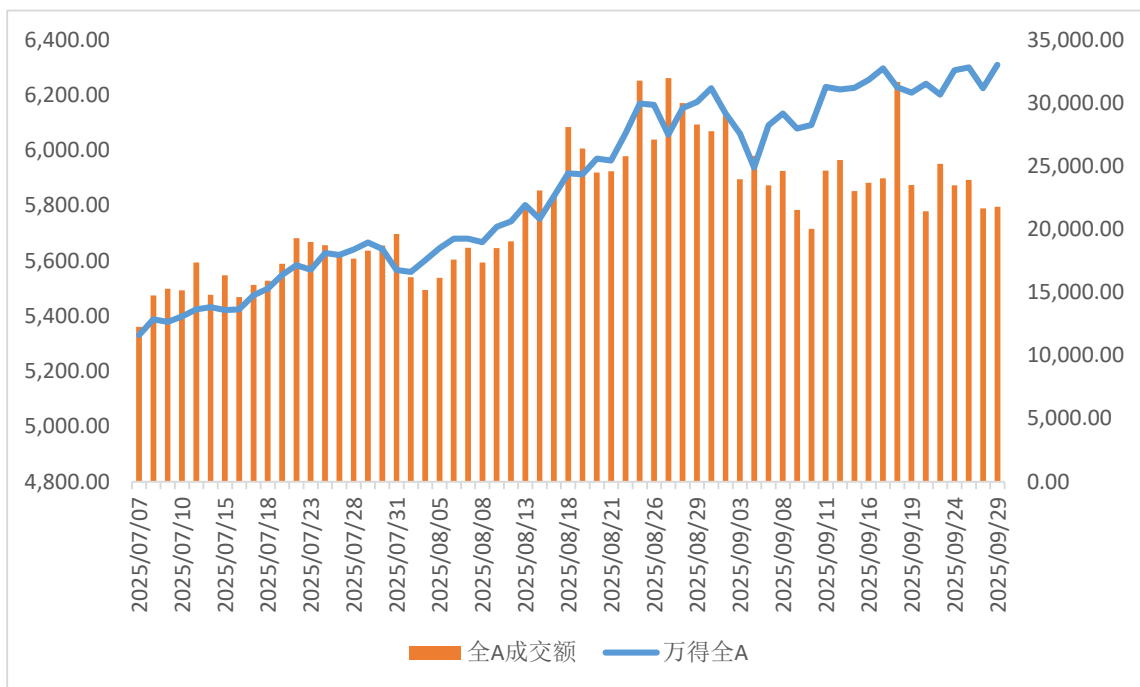
医药生物(申万)	39.5	↑	0.62	68.49%	↑	2.69	68.5%	80.2%	74.9%
公用事业(申万)	19.2	↑	0.06	36.51%	↑	0.58	36.5%	39.2%	45.9%
交通运输(申万)	16.6		0.00	47.08%	↑	0.02	47.1%	59.2%	69.7%
房地产(申万)	70.1	↑	2.05	100.00%	↑	0.23	100.0%	100.0%	100.0%
商贸零售(申万)	41.1	↑	0.45	86.46%	↑	0.55	86.5%	98.7%	98.3%
社会服务(申万)	44.3	↓	0.19	42.38%	↓	0.59	42.4%	46.5%	27.2%
综合(申万)	54.8	↑	0.41	71.44%	↑	0.87	71.4%	83.2%	77.1%
建筑材料(申万)	29.3	↑	0.41	79.57%	↑	1.00	79.6%	98.3%	97.7%
建筑装饰(申万)	12.0	↑	0.18	68.10%	↑	1.09	68.1%	94.5%	99.6%
电力设备(申万)	42.8	↑	1.96	66.98%	↑	7.31	67.0%	80.7%	73.8%
国防军工(申万)	87.4	↑	2.54	73.77%	↑	0.99	73.8%	98.7%	98.3%
计算机(申万)	95.3	↑	2.37	95.15%	↑	0.63	95.1%	99.4%	99.2%
传媒(申万)	49.3	↑	0.05	73.15%	↑	0.03	73.1%	96.0%	94.5%
通信(申万)	46.8	↓	0.29	75.87%	↓	0.64	75.9%	96.7%	96.9%
银行(申万)	6.1	↓	0.08	40.92%	↓	2.64	40.9%	47.0%	62.4%
非银金融(申万)	14.8	↑	0.37	29.48%	↑	5.43	29.5%	37.3%	45.4%
汽车(申万)	31.7	↑	0.58	90.20%	↑	1.86	90.2%	84.8%	79.3%
机械设备(申万)	38.3	↑	0.66	71.13%	↑	0.40	71.1%	98.2%	99.6%
煤炭(申万)	15.4	↓	0.13	75.61%	↓	0.13	75.6%	99.4%	99.2%
石油石化(申万)	18.4	↓	0.07	55.18%	↓	0.71	55.2%	83.0%	86.8%
环保(申万)	26.9	↑	0.03	58.53%	↑	0.13	58.5%	96.5%	99.1%
美容护理(申万)	41.1	↑	0.09	59.62%	↑	0.19	59.6%	57.5%	42.7%

数据来源：Wind、鑫元基金

节前最后一周各宽基指数估值悉数上行，各行业估值多数上行。当前仍存在宽基指数估值水平在历史 50%分位数以下，未来存在一定估值提升空间。从行业板块看，节前最后一周国防军工、计算机、房地产估值上行最多，通信、社会服务、煤炭下行最多。当前房地产、计算机、电子、汽车、商贸零售板块估值处于历史较高水平；农林牧渔、食品饮料、非银金融、有色金属、公用事业板块估值处于历史较低水平。

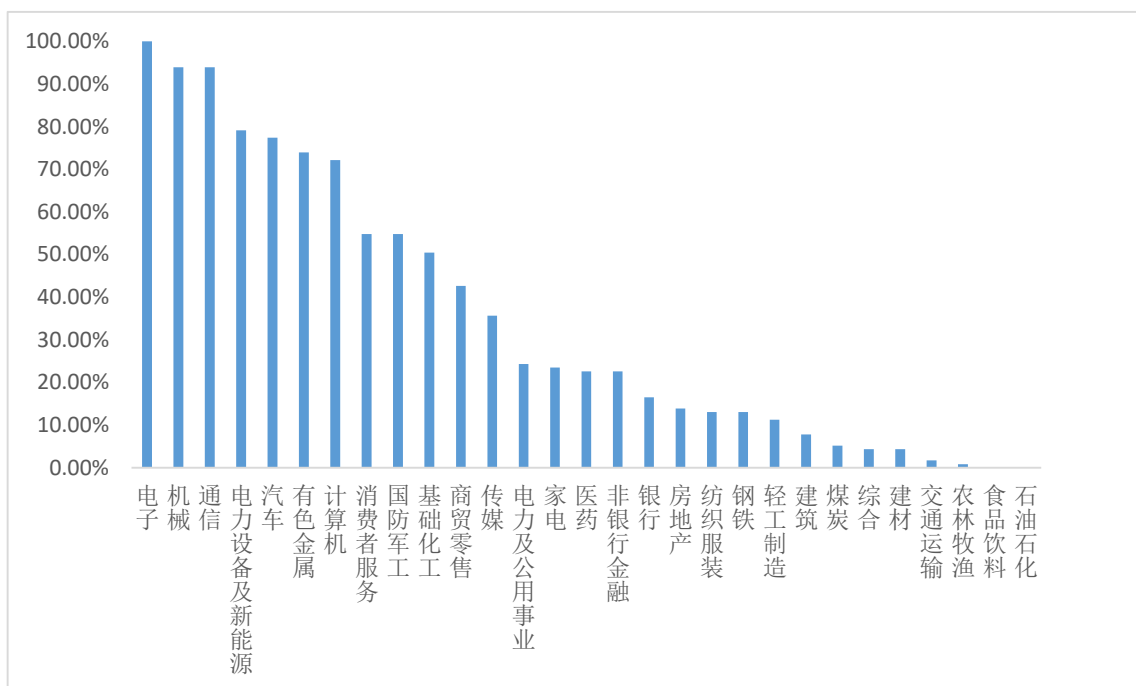
3、权益市场情绪

图：全市场成交金额



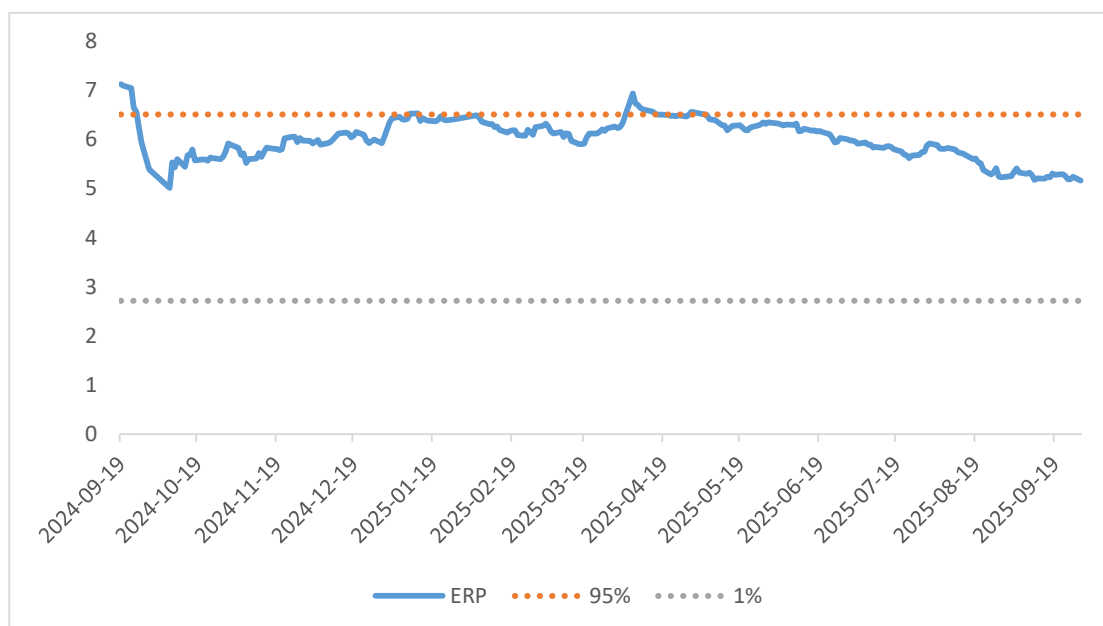
数据来源：Wind

图：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind

图：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



数据来源：Wind

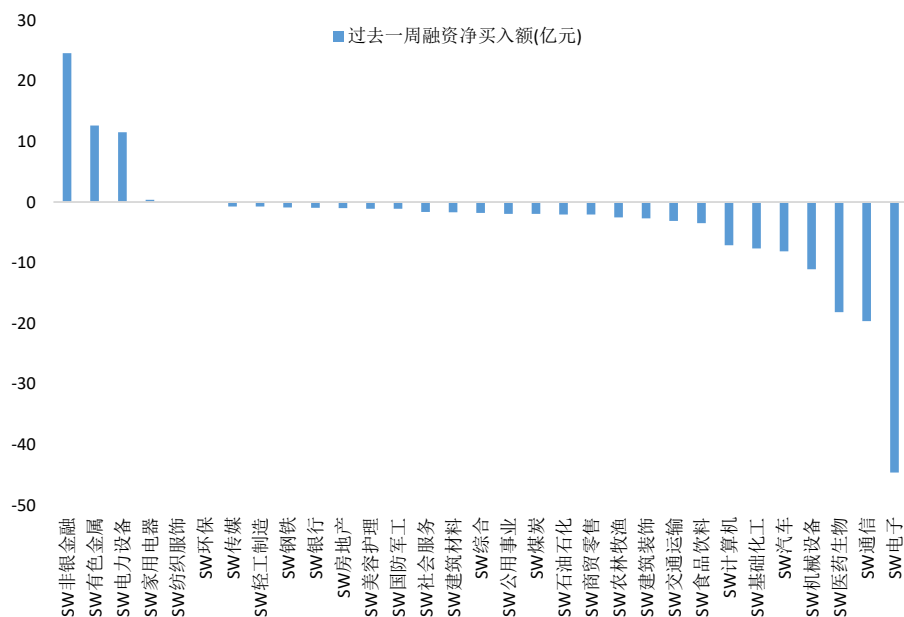
节前最后一周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，节前最后一周市场震荡上行。从行业拥挤度的角度，电子，机械，通信的拥挤度较高。

从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 5.16%，处于历史 45.71% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

4、权益市场资金

9 月 29 日，两融资金占比为 12.19%，9 月 26 日为 11.32%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至 9 月 30 日，节前最后一周融资净买入的前三行业为非银金融、有色金属、电力设备。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

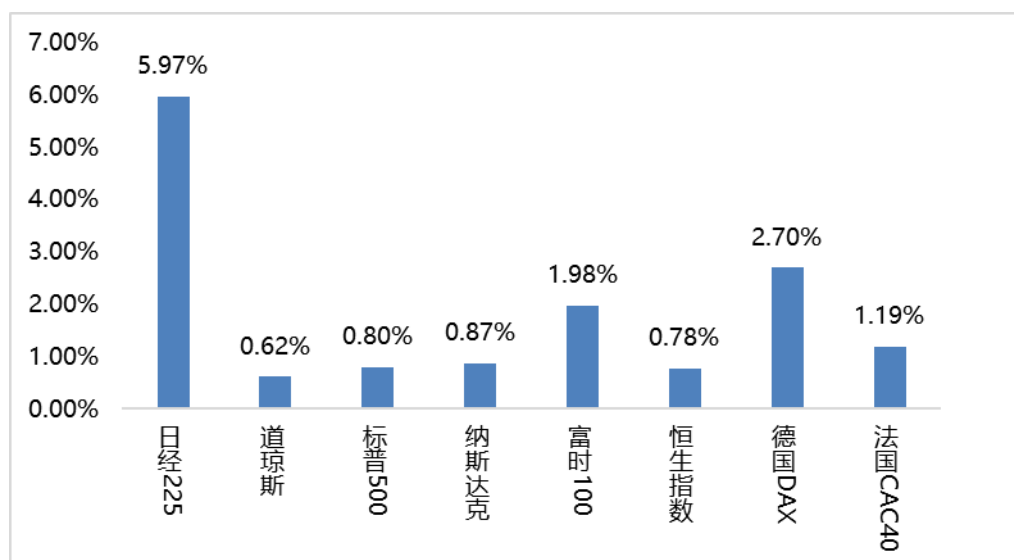


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

9月30日到10月8日，海外股市集体上涨。美国股市方面，道指上涨0.62%，标普500上涨0.80%，纳指上涨0.87%；欧洲股市方面，英国富时100上涨1.98%，德国上涨2.70%，法国上涨1.19%；亚太股市方面，日经指数上涨5.97%，恒生指数上涨0.78%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

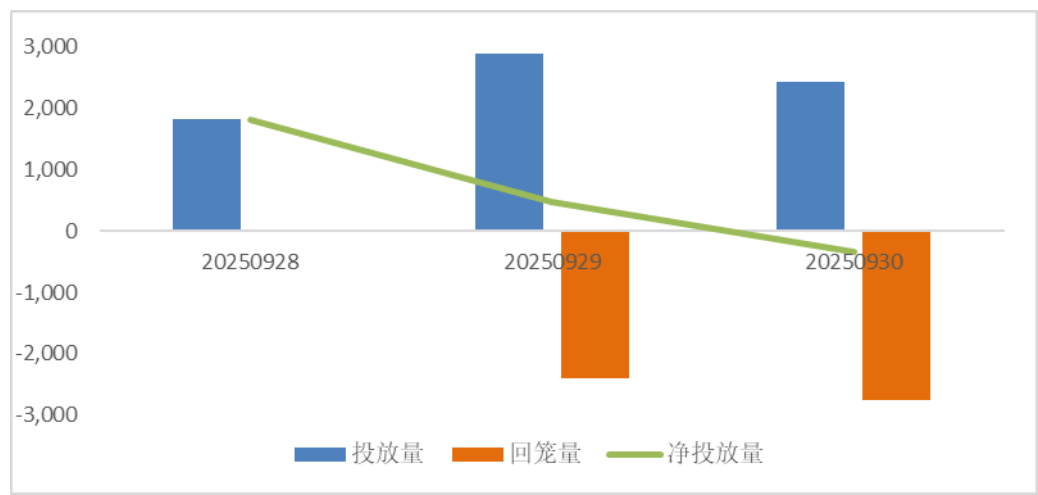


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：9月28-9月30日，央行共开展7125亿元逆回购操作，因有5166亿元逆回购到期，整体上实现净投放1959亿元。

图：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

政府债发行：10月9-10月10日，国债计划发行2045元，地方政府债计划发行103亿元，整体净缴款7亿元。

图：10月9日-10月10日政府债发行缴款

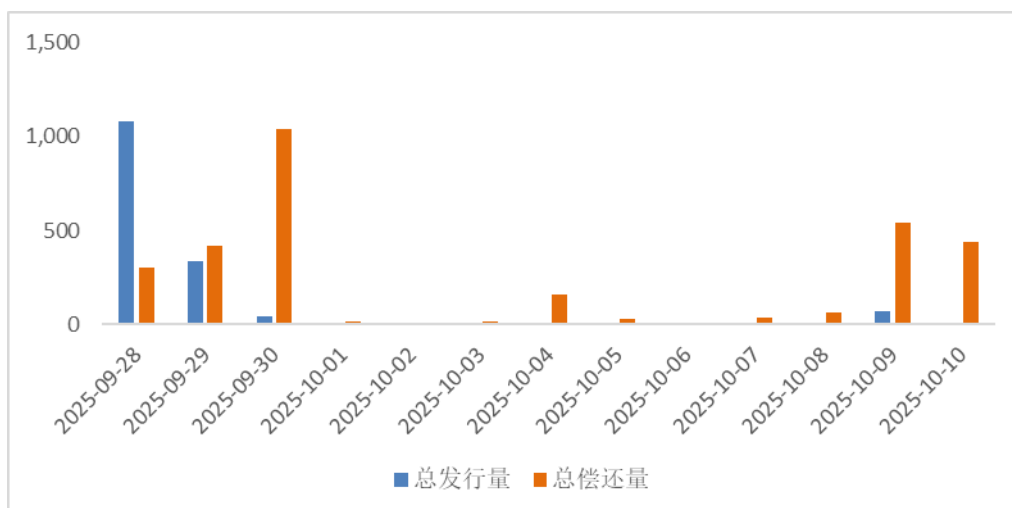
单位：亿元

	10月9日		10月10日	
	国债	地方债	国债	地方债
发行	400	0	1645	103
到期	0	40.49	461.38	86.8
缴款	0	195.76	400	0
净缴款	155.27		-148.18	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：本周（10月9-10日）存单到期1320亿元，到期压力相对较低。

图：同业存单到期与发行



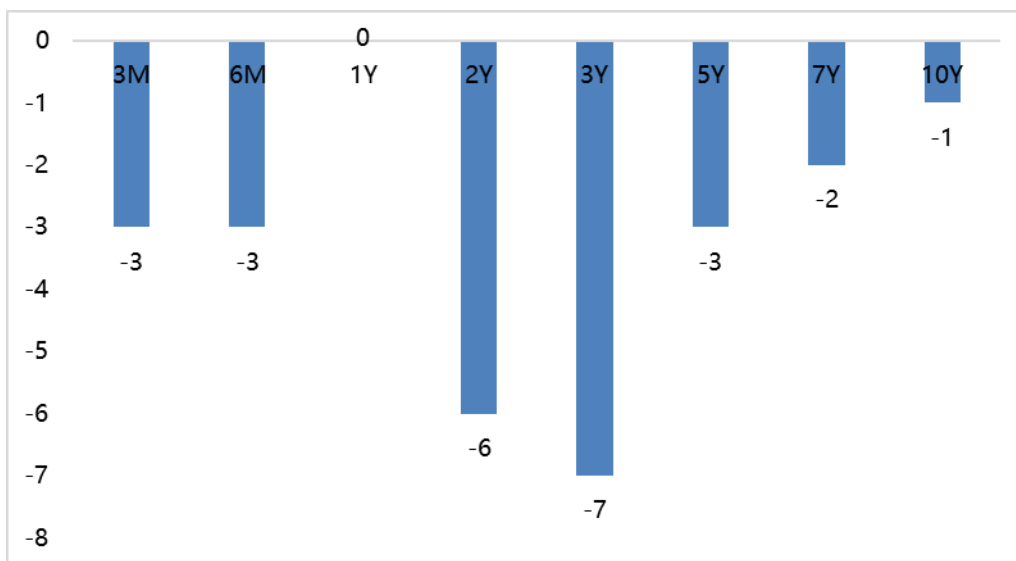
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：节前最后两个交易日，资金面整体均衡宽松。9月28日由于调休，大部分非银机构缺席，资金全天宽松；9月29日央行净投放481亿，大行国股行融出情况较好，资金由均衡转向宽松，隔夜资金利率稳步下行，跨季资金小幅下跌；9月30日为国庆前最后一个交易日，虽然央行小幅净回笼，但融出堆积价格松动，隔夜由早盘的1.9%一路下行1.5%附近。9月30日，R001收于1.53%，较前一周五上行20BP，R007收于1.61%，较前一周五上行约6BP。

票据利率：9月28-9月30日，票价先涨后跌。9月28日，一级市场票源供给补充，刺激卖盘出票情绪升温，供需情绪高开，票价整体上行；9月29日，大行继续进场，报价贴合市场行情，非银亦进场建仓，中小行剩余规模需求释放，买方跨季需求增加，卖盘短期出口延续，供需博弈下，票价长跌短涨，午后，市场情绪再次走高，卖盘出票热情释放，票价开始稳步上涨，足月票报价突破0.9%。9月30日，市场情绪高位，票价继续上涨，随着票价上涨下买方收口升温，部分非银亦进场配置，跨年收口有所增加，卖盘短期出口延续，供需博弈下，票价涨后略有回落。

（三）债券市场

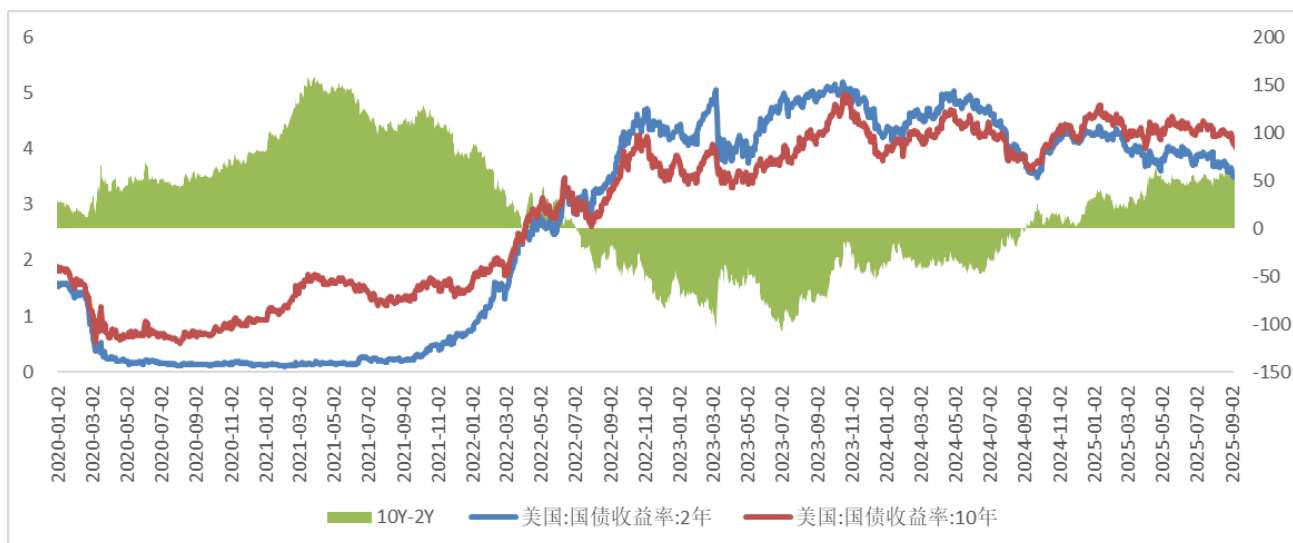
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

节前最后一周美债各期限收益率集体下行。节前最后一周1年期美债收益率不变，3年期美债收益率下行7BP，10年期美债收益率下行1BP。

图 16：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

四、市场展望及投资策略

(一) 宏观展望

宏观方面，中央政治局将于 10 月 20 - 23 日召开四中全会，围绕“十五五”制定强调高质量发展与新质生产力，强化改革开放与安全统筹，为中长期增长与政策连续性定锚。发改委推出 5000 亿元新型政策性金融工具补充项目资本金，撬动基建与制造业有效投资的预期升

温；官方 PMI 回升至荣枯附近、综合 PMI 小幅扩张，弱修复延续。外储 9 月小幅上行、黄金储备连增，与国际金价历史性冲破 4000 美元/盎司相互印证“央行买金+避险与宽松预期”逻辑。国内大模型（DeepSeek）迭代降价、海外 AI 资本开支扩张（OpenAI - AMD），全球 AI 产业浪潮叙事持续高歌猛进。海外方面，美国政府停摆导致关键数据缺位并抬升政策不确定性，市场在“宽松押注+避险需求”框架下重估资产定价。

国内方面，中央政治局研究“十五五”重大问题并决定四中全会于 10 月 20 - 23 日召开，明确以新发展理念引领、因地制宜发展新质生产力，强调“有效市场+有为政府”与“发展—安全”统筹，释放中长期政策连续性与结构升级信号。9 月制造业 PMI 回升至 49.8、综合 PMI 至 50.6，显示供需两端边际修复仍在，但动力偏温和。跨境出入境量在“双节”期间走强，文旅和离境退税等政策优化对服务消费与外需渠道均有正向拉动。

国际方面，美国政府停摆持续，非农等关键数据延迟发布，政策路径的不确定性与风险偏好扰动上行；贵金属在“政治动荡+数据缺位+降息押注”的共振下突破历史新高。OpenAI 完成约 66 亿美元员工股权转让、估值升至约 5000 亿美元，并与 AMD 达成多年期战略合作（自 2026 年起分批部署新一代 Instinct GPU），对英伟达生态形成更直接竞争，亦验证 AI 资本开支周期的韧性与广度。

（二）权益市场展望和策略

在海外流动性宽松上，我们维持之前的观点：1）不支持快速大幅的降息。2）自 6 月底以来对于海外分母宽松的抢跑交易基本结束。分母宽松的边际交易趋于钝化，进一步的宽松需要海外分子给出更为显著的加速衰退迹象。高市早苗当选自民党新任总裁，以财政扩张为主的“早苗经济学”，加剧了日本 MMT 的预期。大类资产上的反馈表现为日股涨、日债跌、日元跌、黄金涨。国内流动性继续宽松，内部股债存在切换。年内依然会有一次跟随全球央行宽松的降息（预计 10BP）。权益市场流动性充裕，权益市场中长期向好趋势不变。继续关注四季度财政政策的重点方向：地产收储、养老补贴、消费补贴的落地情况。国内稳增长政策储备充足。

本周权益策略建议：1、仓位：仓位维持在中高仓位。海外降息落地，叠加国内股债再平衡下的分母结构性宽松，权益市场流动性充裕，流动性宽松的定价基本完成，但风险偏好不会显著下降。市场会呈现短期脉冲式的多空震荡，需要借助一定的高抛低吸操作；继续围绕现有的结构性分子景气展开，应避免扩散。2、配置策略：哑铃策略。3、行业选择：1）美联储降息带来流动性的确定性宽松，中美贸易谈判以及两国元首通话符合温和改善的预期，外

资对于中国市场的配置将继续提升，港股受益，继续看好港股人工智能相关企业。2) 结构性分子景气稀缺，关注：海外算力、国产算力、储能、固态电池、机器人、游戏等行业中的景气个股。3) 国庆假期，海外黄金价格超过 4000 美元/盎司，LME 铜价接近历史新高，再次验证了我们对于有色金属行业不遗余力的推荐，流动性和基本面的理由不再赘述。每次调整都是买入的机会，包括黄金白银，铜铝锡锌等大宗工业金属，以及钴锂等为主的能源金属，都是值得配置的方向。

(三) 债券市场展望和策略

看股做债是当前国内债市的主线，背后反映的是居民资产配置再平衡的过程，只要股市不言顶，就会不断驱动居民财富从债市流向股市，那么债市整体还是承压。近期下跌有债基赎回费率调整带来的影响，但本质上由于权益市场调整不深的情况下债市的情绪偏脆弱，对利空因素更为敏感。后续央行可能配合财政重启国债买卖，但预计对市场信号意义大于实际意义，核心还是看股市。权益市场 8 月以来的上涨行情反映的是市场预期的变化，政策层托底股市的表态、中美双宽松下宏观流动性的改善以及以新消费、创新药、AI 为代表的产业线索的涌现，共同塑造了这轮政策+流动性+产业趋势共振的牛市。

展望来看，通过抬升股市实现居民部门财产性收入是弥补工资性收入不足的重要途径，“924”活跃资本市场的大方向并没有发生根本性变化，政策的支持是确定性的。近期的金融数据表明居民部门资金流入股市才刚刚开始，在降息周期的推动下国内企业海外利润的回流也在进行的过程中，国内流动性也是相对宽松的。后续美联储降息以及即将落地的大美丽法案推动全球需求向上脉冲，唯一需要担心的可能是关税下通胀带来的降息预期摇摆。9 月份政治局会议、12 月的中央经济工作会议可能提及反内卷都会接力市场情绪，而十五五规划又会对市场提供新的产业线索，股市向上催化的利好因素偏多。

居民部门预期向好推动股市回暖进而作用于基本面，基本面再反馈到居民部门预期好转的螺旋式自我强化过程易拉长趋势行情，那么如同过去几年长债的表现一样，权益市场现阶段可能难言见顶。至于何时见顶，我们认为这取决于政策态度。当股债同时处在政策市的环境中时，重点关注央行的表态及动作、政策层对于股市的定调等。重回国内基本面方面，8 月经济数据整体符合市场预期，即弱内需的现状并没有改变，经济的内生性动能依然低迷。9 月份预计会看到信贷冲量见顶回落以及抢出口效应的减弱，但当前市场主线在外而不在内，这是当下股市讲预期的故事能否延续的关键。

策略方面，首先要明确的是在弱现实的环境中债市并没有反转基础，从股市到房价再到

信贷的传导本身需要 1-2 年时间，如果股市走快牛+慢熊的逻辑，债市在风险偏好下行阶段依然有不错的资本利得收益，资金再平衡本身也是一个动态的过程，缺乏业绩支撑的股市在牛市后期会不断驱动股市资金重新流回债市。但如果股市走慢牛的逻辑，债市的利率中枢可能会不断往上至一个新的股债平衡点位。从机构行为角度来看，规模增长最快的固收+产品也离不开资产配置的大部分需要投向债市。保险长端 2%利率上方可能是当前机构投资者心中配置盘的锚点，在市场巨幅波动时存在抄底机会。历史上看短期股市预计有 1-2 个月的缩量调整周期，当市场换手率达到极值分位后波动会明显增加，市场从分歧到形成新的共识需要时间，本轮换手率见顶回落预计在 10 月中下旬，底量在 1.5-2w 亿之间，在此期间债市预计有超跌反弹的机会，短期思路可以偏多，结构方面偏利率品种优先信用。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。