



国内稳增长预期导向不变，美国经济落地路径曲折

——鑫元周观点（2025. 10. 13-2025. 10. 19）

一、核心观点

宏观方面，中美经贸牵头人通话并同意尽快重启磋商，边际缓和极端关税预期；央行行长潘功胜在 G20 财长和央行行长会议时重申“适度宽松”，9 月金融与物价数据显示核心 CPI 回到 1%、PPI 降幅收窄，社融与信贷续增，财政前瞻发力、提前下达债务限额，政策组合稳增长、稳预期导向不变。海外方面，美国政府停摆进入第三周、联储内部对降息节奏分歧加大，鲍威尔暗示“缩表或在未来数月停止”，IMF 小幅上调全球增速同时以警示全球公共债务高企，避险与拥挤交易推动黄金创历史新高后回撤。

权益市场方面，鲍威尔结束缩表和美国地区性商业银行发生信贷损失，都是美国目前经济数据下行的合理反馈。美联储暂不会因此对流动性进行新的修正。维持之前对于海外流动性的观点。之前对于美国经济结构性分子过度乐观的情绪需要得到修正：AI 并无法改变美国总量经济着陆的方向。特朗普政策的不确定性，强化了美国经济着陆的曲折性，美股进入 risk-off 区间。

本周权益策略建议维持中性仓位。虽然特朗普“TACO”概率较高，但新一轮贸易争端将导致较高的浮盈筹码短期兑现，带来群体风偏的下行，之前过于乐观的结构性景气分子估值有下修的要求。预计调整至 10 月底 11 月初。在调整期，可以适当向银行、保险、电力等红利资产切换，以降低净值波动。如果 11 月初无法有效地解决或者为解决中美新一轮贸易争端设定可行的解决途径（小概率），A 股的分子端将受到打击，市场风偏下行，调整还将延续。11 月初，中美新一轮贸易争端落地（大概率），A 股市场将结束调整，恢复分子结构性景气上涨。上周提到本轮调整以时间换空间，如有反弹的机会，可考虑减仓。本周如有反弹，高仓位的组合，请继续减仓，降低波动率。

固收市场方面，上周债市在多重因素驱动下演绎“先抑后扬”行情走势，交易主线在避险情绪、政策预期、权益表现间切换。上周内通胀数据、金融数据公布，市场对其反映较为平静。上周四特国发行传闻燃动市场，30 年期特国交易活跃，下行幅度领先各券。上周尾两美国地区银行信用危机触发抛售，美股大跌，避险情绪升温，各国国债收益率大幅下行，叠

加盘中降息传闻，国内债市进一步走强。全周来看，30y、10y、1y 国债收益率分别变化-3bp、0bp、7bp 收于 2.20%、1.82%、1.44%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化-3bp、-7bp 收于 38bp、38bp。上周公布了 9 月份金融数据，信贷冲量如期见顶回落，预计内需的现实压力将进一步加剧，整体利好债市环境。但当前市场主线为关税博弈，债市跟随中美谈判进程在宽松交易以及避险交易间摇摆，难有趋势性方向。上周末中美谈判取得一定进展再次将风险偏好重新上拉，叠加本周四中全会即将召开，债市可能回吐部分涨幅。四中全会预计给出长期政策主线方向，给到的刺激性政策力度有限，后续收益率变动取决于谈判进展，当前市场预期中美双方达成阶段性协议的概率较高，但双方谈判都已进入深水期，节奏层面较难把握，逢调整买入、逢上涨止盈可能是比较好的应对方式。

二、宏观动态

（一）国内宏观

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。

美国财长表示，如果中国停止实施严格的稀土出口管制计划，美国或许将延长对华加征关税的三个月豁免期限，并表示美国总统特朗普准备在不久的将来与中国领导人会晤。外交部发言人林剑对此回应称，我们已多次阐明在稀土出口管制和中美经贸问题上的立场。

央行行长潘功胜在出席二十国集团（G20）财长和央行行长会议时表示，将继续实施适度宽松的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保证流动性充裕，支持提振消费、扩大有效投资，巩固和增强经济向好态势，维护金融市场稳定运行，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

2025 金融街论坛年会开幕式拟 10 月 27 日下午举行，央行行长潘功胜、金融监管总局局长李云泽、证监会主席吴清将出席开幕式并作主题演讲。央行将在金融街论坛期间发布一系列金融标准，证监会将积极配合做好论坛期间政策发布。

商务部召开例行新闻发布会，回应多个热点问题。就中美近期是否举行新一轮经贸会谈，中方对于相互尊重基础上的平等磋商持开放态度。对于中国的稀土出口管制措施，中方将在实施过程中不断优化许可流程，有效促进合规贸易。就荷兰当局干预闻泰科技子公司安世半导体运营，中方将采取必要措施，坚决维护中国企业合法权益。另外，商务部将适时推出新

的稳外贸政策。

中国9月金融数据出炉。据央行初步统计，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。对于所谓的存款“搬家”现象，市场权威人士解读指出，本质上是利率机制作用下居民资产的重新配置。今年以来非银金融机构存款增长较快，主要与非银存款定期化、持有同业存单增多有关。

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。

国务院总理李强主持召开经济形势专家和企业界座谈会，听取对当前经济形势和下一步经济工作的意见建议。李强说，对当前经济形势，要以更宽的视野准确把握，从国际局势的变化来看我国经济的韧性，进一步坚定信心、直面问题，坚定不移办好自己的事。李强强调，要加力提效实施逆周期调节。持续用力扩大内需、做强国内大循环。要多措并举营造一流产业生态，综合治理行业无序、非理性竞争。

交通运输部办公厅印发《对美船舶收取船舶特别港务费实施办法》，其中提到，从事国际海上运输、靠泊中国港口并符合下列条件之一的船舶，船方或其代理人应当缴纳船舶特别港务费：（一）美国的企业、其他组织和个人拥有船舶所有权的船舶；（二）美国的企业、其他组织和个人运营的船舶；（三）美国的企业、其他组织和个人直接或间接持有25%及以上股权（表决权、董事会席位）的企业、其他组织拥有或运营的船舶；（四）悬挂美国旗的船舶；（五）在美国建造的船舶。前款第一项至第四项中由中国建造的船舶免于缴纳。仅进入中国船厂修理的空载船舶，以及其他经认定予以豁免的船舶免于缴纳。

财政部发布数据显示，前三季度，全国财政收入16.39万亿元，同比增长0.5%，其中，第三季度同比增长2.5%，增幅明显提高，反映出当前经济运行总体平稳、稳中有升的态势。前三季度，全国财政支出20.81万亿元，同比增长3.1%。

财政部宣布采取两项措施巩固拓展经济回升向好势头。中央财政从地方政府债务结存限额中安排5000亿元下达地方，规模较上年增加1000亿元，支持范围亦有拓展。同时，财政部明确今年将提前下达2026年新增地方政府债务限额。

（二）海外宏观

参议院第10次否决临时拨款法案，美国政府停摆进入第三周。约70万~75万名联邦雇员

被强制休假，数十万“必要岗位”员工无薪工作，不少人靠兼职糊口、延迟还贷。一位参议员悲观地预测，这可能将是美国历史上持续时间最长的一次政府停摆。国际关系学院美国问题专家指出，两党都抱持着“输不起”的心态，僵局难破，停摆或持续到下个月。

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。

美国商会正式对特朗普政府提起诉讼，指控其近期针对 H-1B 签证项目设定的高额申请费用“违法且不当”。这标志着美国最具影响力的商业组织之一首次在法庭上直接挑战特朗普政府的移民与劳动力市场政策。

美联储官员就降息节奏出现不同声音，理事沃勒主张维持每次 25 个基点的谨慎降息步伐以应对疲软的劳动力市场，而临时担任美联储理事的米兰则呼吁采取更激进的 50 个基点降息。分歧的核心在于政策调整的速度，沃勒强调谨慎行事以避免犯错，而米兰则担心在外部冲击下过度紧缩的政策会放大负面后果。

美联储理事斯蒂芬·米兰最新表示，近期的贸易紧张局势加大了经济增长前景的不确定性，因此决策者更有必要尽快降息。虽然他个人倾向于更大力度的降息，但考虑到 FOMC 成员的中位预测，年内再降息两次是现实的预期。

美国财政部长贝森特表示，他计划在感恩节向特朗普呈交三到四位领导美联储的候选人，供他进行面试。他还表示，涌入美国经济的投资浪潮是可持续的，并且才刚刚开始，但联邦政府停摆正日益成为一个阻碍。

国际货币基金组织（IMF）发布最新一期《财政监测报告》指出，到 2029 年，全球公共债务规模预计将首次突破 GDP 的 100%。IMF 警告，如果当前财政支出与债务增长趋势得不到遏制，全球金融稳定性可能面临严重威胁。

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，但仍有望在本月早些时候再次降息 25 个基点。

国际货币基金组织（IMF）发布最新一期《世界经济展望报告》，预计 2025 年世界经济

将增长 3.2%，较 7 月预测上调 0.2 个百分点；2026 年将增长预测维持在 3.1%。IMF 指出，关税冲击正进一步削弱全球经济增长前景，世界经济仍较为脆弱。IMF 将美国今明两年经济增速预期小幅上调 0.1 个百分点，维持中国今年经济增速 4.8% 不变。

美国财政部公布的数据显示，2025 财年的赤字为 1.78 万亿美元，较 2024 财年的 1.82 万亿美元下降 2%。这与国会预算办公室上周发布的预估基本一致。由于特朗普大幅提高关税，2025 财年的净关税收入达到 1950 亿美元。

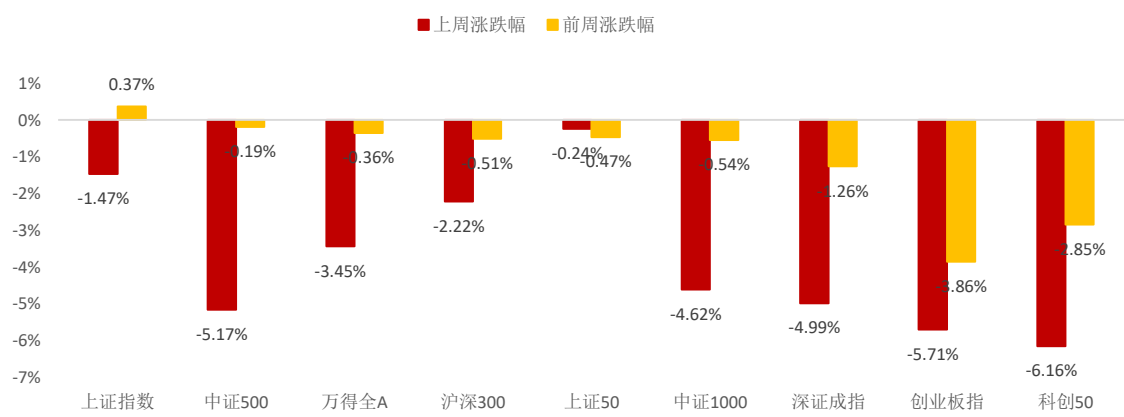
上周一路高歌猛进的黄金尾盘跳水。纽约商品交易所 12 月交割的 COMEX 黄金期货盘中最高逼近 4400 美元，收报 4240.20 美元/盎司，最低一度失守 4200 美元关口。市场分析认为，短期内市场大幅上涨后有消化的需求，整体环境对黄金仍极具支撑力。

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

上周 A 股宽基指数集体下跌。截至 10 月 17 日，科创 50 下跌 6.16%、创业板指下跌 5.71%、中证 500 下跌 5.17%，跌幅居前。从行业板块看，上周**银行、煤炭、食品饮料**领涨，**电子、传媒、汽车**领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

2025/10/17	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	16.5	↓	0.18	55.1	↓	2.48	93.3%	98.0%	97.3%
深证成指	30.0	↓	1.50	72.2	↓	6.98	79.8%	88.7%	84.6%
上证 50	12.0	↑	0.18	61.6	↑	2.47	90.7%	90.5%	87.1%
沪深 300	14.2	↓	0.09	64.7	↓	1.58	85.2%	86.6%	82.0%
中证 500	33.4	↓	1.74	62.8	↓	4.94	75.6%	98.3%	97.7%
中证 1000	45.7	↓	2.09	64.9	↓	4.58	64.9%	88.4%	86.5%
创业板指	41.3	↓	2.49	36.2	↓	6.71	34.1%	46.8%	50.2%
科创 50	174.7	↓	10.67	98.1	↓	1.28	98.1%	98.1%	98.0%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

	2025/10/17		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)	18.3	↓	0.41	8.41%	↓	1.39	8.4%	14.0%	19.0%
基础化工(申万)	28.1	↓	1.76	61.55%	↓	7.21	61.5%	86.8%	82.1%
钢铁(申万)	40.0	↓	0.75	80.50%	↓	0.30	80.5%	99.4%	99.2%
有色金属(申万)	27.0	↓	0.85	32.53%	↓	0.82	32.5%	54.1%	64.0%
电子(申万)	67.5	↓	5.05	89.73%	↓	4.21	89.7%	98.6%	98.2%
家用电器(申万)	14.3	↓	0.40	30.52%	↓	7.96	30.5%	33.4%	33.8%
食品饮料(申万)	21.3	↑	0.19	20.84%	↑	1.37	20.8%	13.5%	18.3%
纺织服饰(申万)	27.3	↓	0.08	61.27%	↓	0.07	61.3%	77.5%	72.2%
轻工制造(申万)	30.2	↓	0.69	56.80%	↓	2.81	56.8%	89.4%	85.6%
医药生物(申万)	38.1	↓	0.97	59.45%	↓	7.04	59.5%	76.3%	71.9%
公用事业(申万)	19.8	↓	0.12	40.86%	↓	1.31	40.9%	45.4%	49.0%
交通运输(申万)	16.9	↑	0.07	49.46%	↑	0.54	49.5%	62.8%	71.8%
房地产(申万)	67.9	↓	1.63	99.44%	↓	0.49	99.4%	99.1%	98.7%
商贸零售(申万)	40.8	↓	0.17	85.77%	↓	0.32	85.8%	98.1%	97.4%
社会服务(申万)	43.2	↓	0.71	39.30%	↓	1.95	39.3%	45.1%	25.4%
综合(申万)	52.0	↓	2.48	66.27%	↓	4.38	66.3%	79.2%	71.8%
建筑材料(申万)	28.9	↓	1.24	78.28%	↓	2.52	78.3%	97.1%	96.0%
建筑装饰(申万)	12.2	↓	0.20	68.79%	↓	0.60	68.8%	95.4%	99.5%
电力设备(申万)	39.5	↓	2.17	56.13%	↓	5.69	56.1%	74.7%	65.6%
国防军工(申万)	83.3	↓	4.10	71.77%	↓	1.99	71.8%	96.6%	95.4%

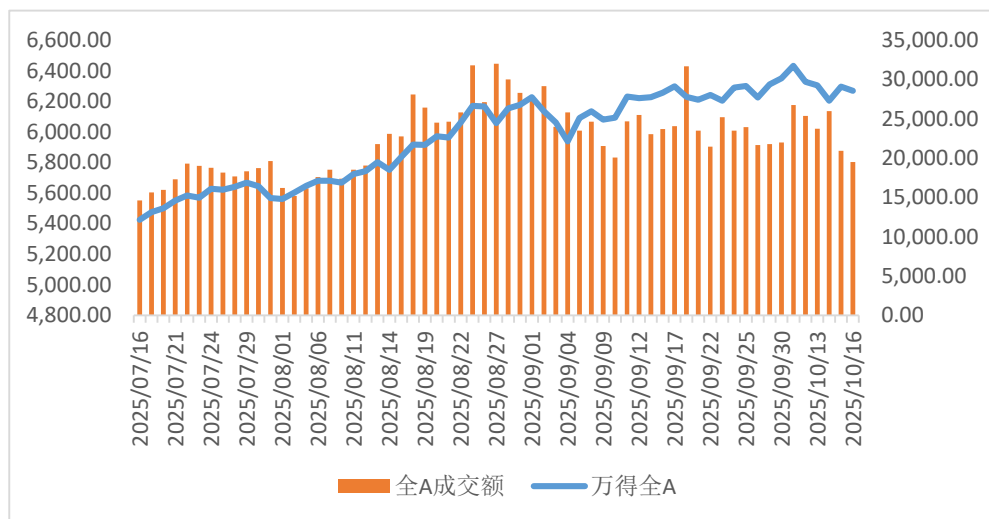
计算机(申万)	88.2	↓	5.33	93.00%	↓	1.69	93.0%	97.2%	96.2%
传媒(申万)	44.6	↓	2.95	62.01%	↓	7.51	62.0%	87.7%	84.9%
通信(申万)	43.3	↓	2.72	67.12%	↓	6.42	67.1%	88.5%	91.4%
银行(申万)	6.4	↑	0.30	53.19%	↑	11.30	53.2%	60.8%	73.9%
非银金融(申万)	14.7	↓	0.20	27.67%	↓	3.55	27.7%	34.4%	42.0%
汽车(申万)	29.6	↓	1.75	81.40%	↓	7.44	81.4%	70.4%	59.9%
机械设备(申万)	36.0	↓	2.19	68.83%	↓	2.21	68.8%	94.9%	96.5%
煤炭(申万)	16.8	↑	0.67	76.26%	↑	0.28	76.3%	99.9%	99.9%
石油石化(申万)	18.4	↓	0.51	55.35%	↓	3.53	55.4%	83.0%	86.6%
环保(申万)	27.1	↓	0.28	58.80%	↓	0.23	58.8%	96.8%	99.3%
美容护理(申万)	40.4	↓	1.07	58.00%	↓	2.52	58.0%	55.0%	39.8%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数和各行业估值整体下跌。当前各宽基指数多数估值水平超过 50%。从行业板块看，上周煤炭、银行、食品饮料估值上行最多，计算机、电子、国防军工下行最多。当前房地产、计算机、电子、商贸零售、汽车板块估值处于历史较高水平；农林牧渔、食品饮料、非银金融、家用电器、有色金属板块估值处于历史较低水平。

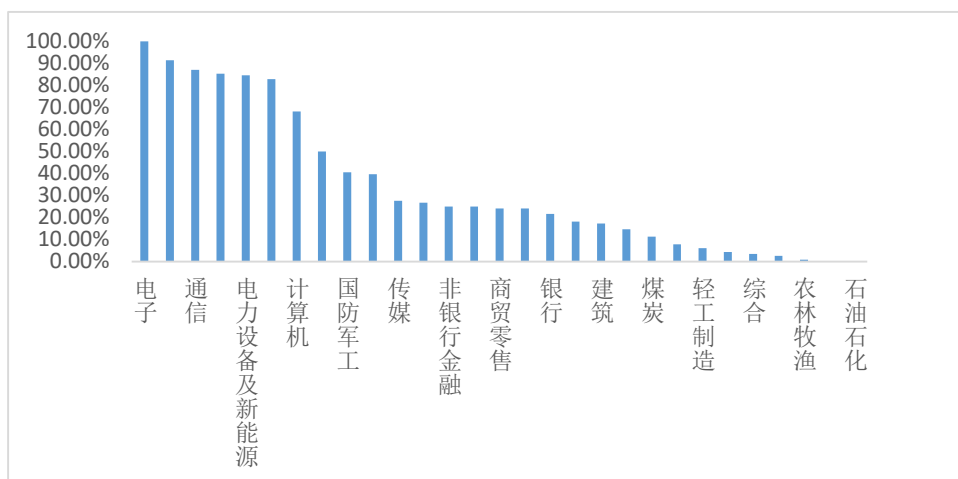
3、权益市场情绪

图：全市场成交金额



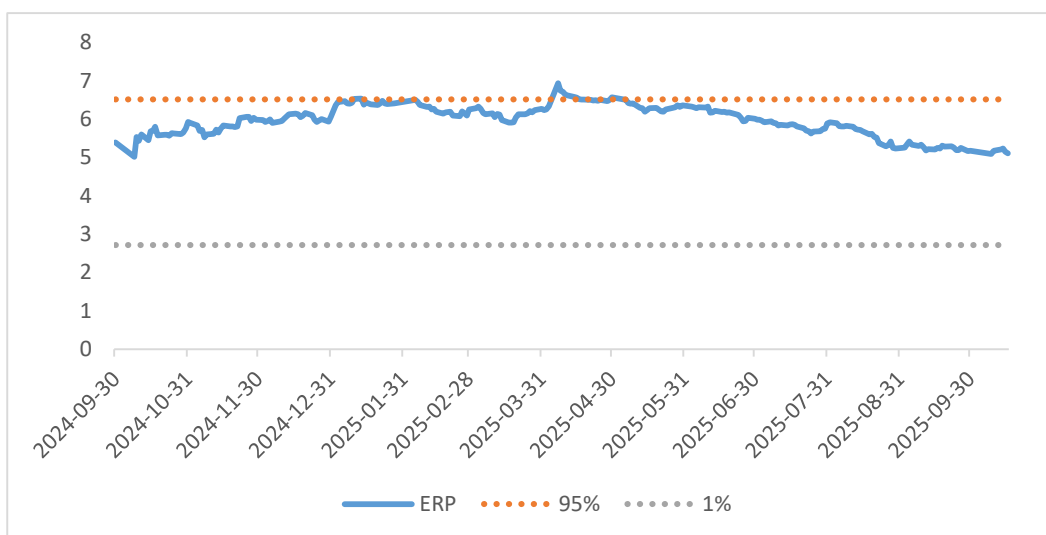
数据来源：Wind

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

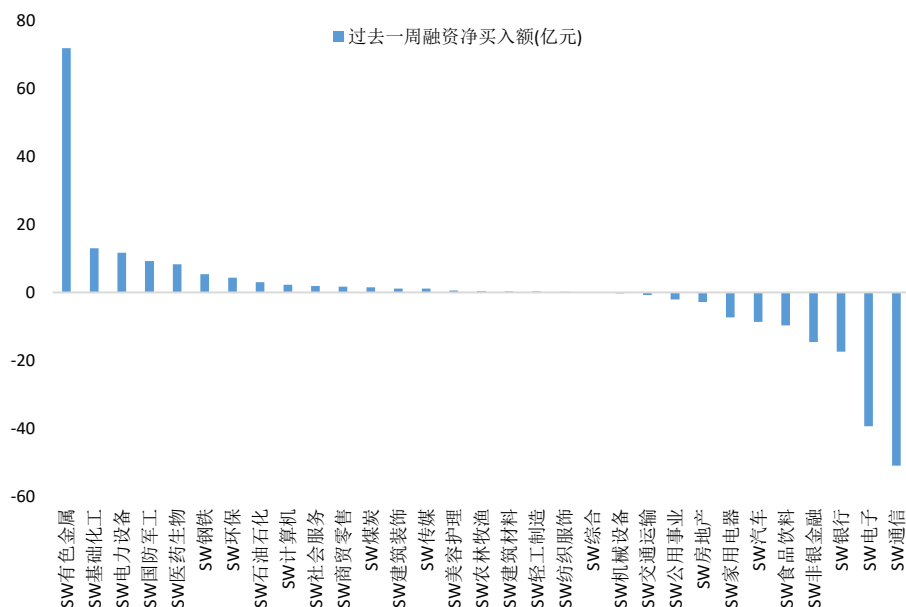
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场缩量震荡。从行业拥挤度的角度，电子，机械，通信的拥挤度较高。

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 5.1%，处于历史 44.44% 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

10 月 16 日，两融资金占比为 11.07%，10 月 10 日为 11.32%，反映出杠杆资金加仓意愿略有下降。截至 10 月 17 日，上周融资净买入的前三行业为有色、基础化工、电力设备。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

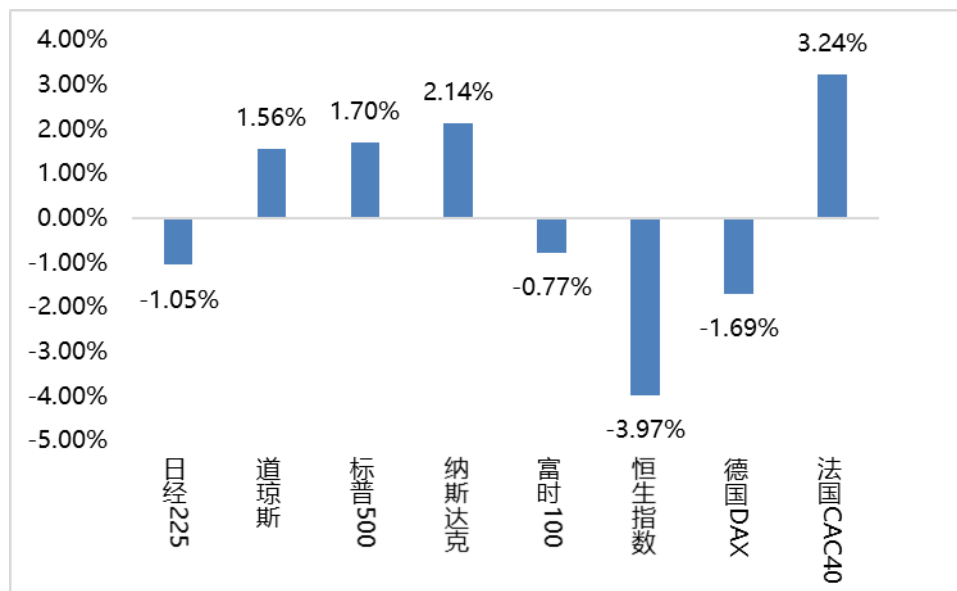


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市集体上涨。美国股市方面，道指上涨 1.56%，标普 500 上涨 1.70%，纳指上涨 2.14%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 0.77%，德国下跌 1.69%，法国上涨 3.24%；亚太股市方面，日经指数下跌 1.05%，恒生指数下跌 3.97%。

图 11：上周海外主要指数涨跌



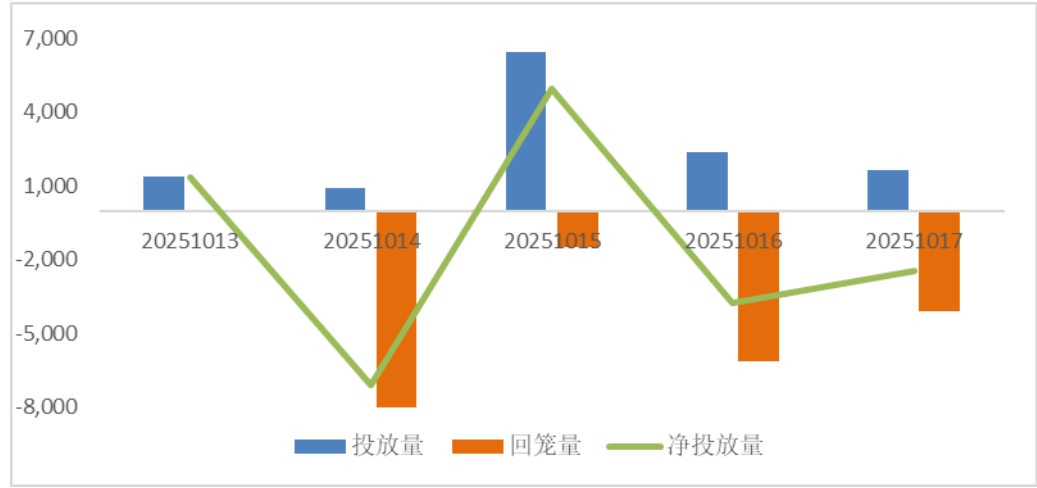
数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 6731 亿元逆回购操作和 6000 亿元买断式逆回购操作，因

有 10210 亿元逆回购、1500 亿元国库现金定存及 8000 亿元买断式逆回购到期，整体上实现净回笼 6979 亿元。

图：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 6330 元，地方政府债计划发行 2469 亿元，整体净缴款 1584 亿元。

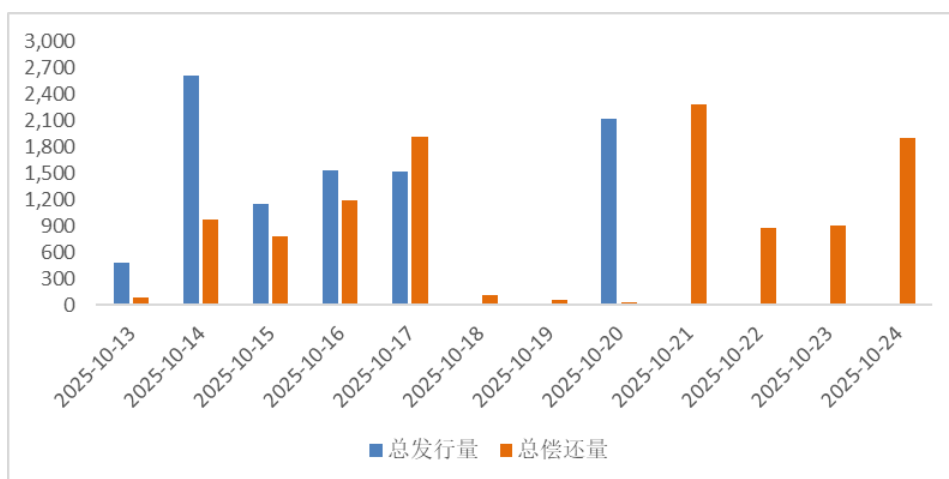
图：10 月 20 日-10 月 24 日政府债发行缴款

单位：亿元

	10 月 20 日		10 月 21 日		10 月 22 日		10 月 23 日		10 月 24 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	3310	670	0	518	550	0	0	776	2470	505
到期	0	250.07	0	314.51	3341.5	78.63	302.1	33	0	30
缴款	0	110	3310	670	0	518	550	0	0	776
净缴款	-141		3666		-2902		215		746	

同业存单发行：本周（（10 月 20-24 日）存单到期 6167 亿元，较前一周的 4936 亿元有所提升，不过仍处于历史中性水平。

图：同业存单到期与发行

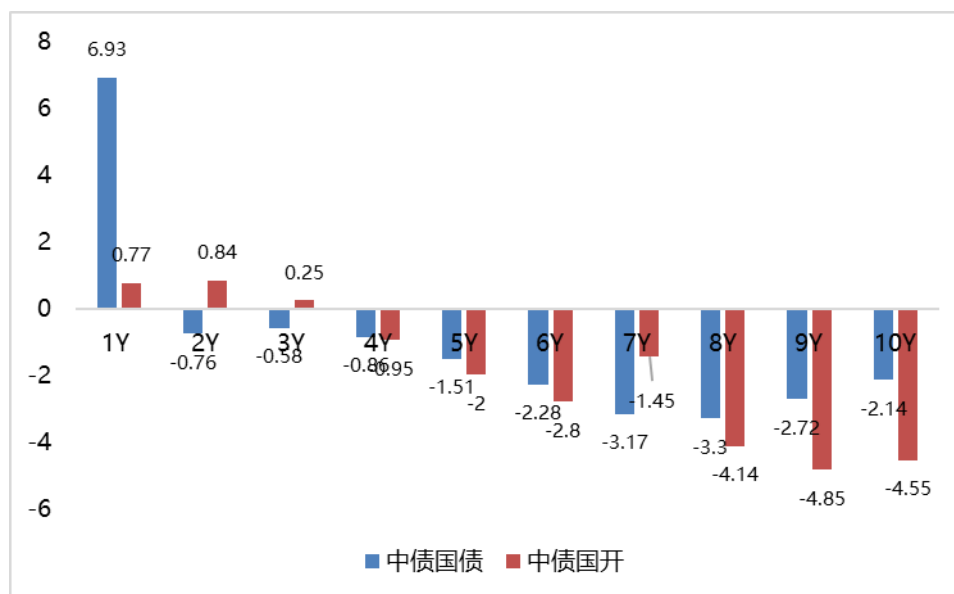


回购市场： 上周资金面均衡宽松，资金利率低位运行。上周共有 10210 亿元逆回购、1500 亿元国库现金定存及 8000 亿元买断式逆回购到期，整体公开市场到期规模较大；为应对流动性缺口，央行于 15 日开展 6000 亿元 6 个月期买断式逆回购，实现净投放 1000 亿元；同时，尽管上周前三日无逆回购到期，央行仍分别进行了 1378、910、435 亿元的 7 天逆回购投放，并于上周四周五到期高峰日进一步加大操作规模，以稳定资金面。截至上周五，R001 收于 1.36%，较前一周上行 4.72BP，R007 收于 1.47%，较前一周上行 5.65BP。

票据利率： 上周主要大行在转贴市场稳步收票，且报价逐步抬升，买盘中小行跟随高价收票。供需相互博弈下，票价呈现震荡回暖之势，短期票价涨幅稍大。

（三）债券市场

图 14：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 2：中债国债期限利差（2025 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	7.06	7.59	23.47	35.61
环比	-7.51	-0.93	-0.63	-0.49
年初以来	-13.92	-3.48	7.95	5.21
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	25.18	15.24	18.48	46.77
2016 年以来分位数	9.47%	10.74%	80.16%	34.91%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差（2025 年 10 月 19 日）

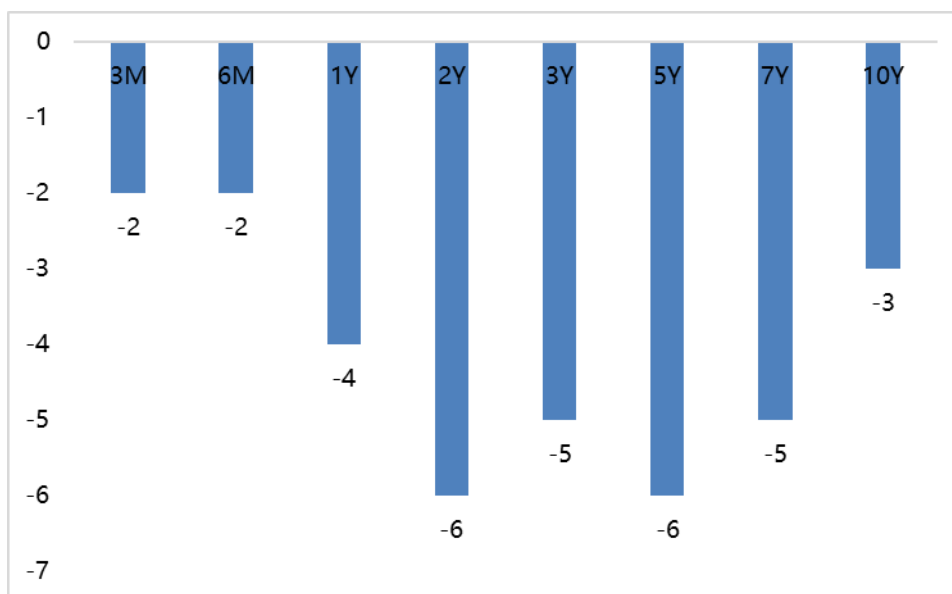
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	10.04	15.38	17.03	28.79	37.85
环比	-2.37	-4.90	-4.80	-4.22	-0.45
年初以来	-22.3	-19.85	-20.23	-4.85	-7.27
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	9.59	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	43.87	35.35	37.77	41.96	43.43
2016 年以来分位数	0.08%	0.82%	1.92%	12.78%	29.52%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周利率债各期限收益率下行居多。其中，中债国债 1 年期收益率上行 6.93BP 至 1.4434，3 年期下行 0.58BP 至 1.514，5 年期下行 1.51BP 至 1.5899，10 年期下行 2.14BP 至 1.8246。

长期限高等级票据信用利差集体收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.37BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 4.90BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走收窄 4.80BP。

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

上周美债各期限收益率集体下行。上周 10 年期美债收益率下行 3BP，10 年期国债收益率下行 2.14BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1 年期美债收益率下行 4BP，3 年期美债收益率下行 5BP，10 年期美债收益率下行 3BP。

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）外汇市场

上周美元指数下行，在岸和离岸人民币汇率升值。上周美元指数下跌 0.27%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.14%，即期汇率贬值 0.05%，离岸人民币汇率升值

0.29%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币： 中间价	美元兑人民币：即期 汇率	美元兑人民币： 离岸
选定日期	98.5556	7.0949	7.1265	7.1269
对照日期	98.8223	7.1048	7.1232	7.1478
涨跌	-0.27%	0.14%	-0.05%	0.29%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

宏观方面，中美经贸牵头人通话并同意尽快重启磋商，边际缓和极端关税预期；央行行长潘功胜在 G20 财长和央行行长会议时重申“适度宽松”，9 月金融与物价数据显示核心 CPI 回到 1%、PPI 降幅收窄，社融与信贷续增，财政前瞻发力、提前下达债务限额，政策组合稳增长、稳预期导向不变。海外方面，美国政府停摆进入第三周、联储内部对降息节奏分歧加大，鲍威尔暗示“缩表或在未来数月停止”，IMF 小幅上调全球增速同时以警示全球公共债务高企，避险与拥挤交易推动黄金创历史新高后回撤。

国内方面，中美经贸高层视频通话释放再沟通与“尽快磋商”的积极信号，中美两国贸易冲突烈度略有降温，二级市场情绪波动或有缓解；但围绕稀土出口管制与关税豁免的博弈后续或将延续。政策层面，央行行长潘功胜在 G20 财长和央行行长会议时重申“适度宽松”、保持流动性充裕并支持内需扩张，结合财政部从地方债限额中追加 5000 亿元并提前下达来年年新增限额、财政支出同比扩大，政策组合稳增长、稳预期导向不变。数据层面，9 月金融数据略超预期，但信贷结构有待改善。9 月社融增速回落 0.1 个百分点，信贷结构偏弱，剔除冲量因素（企业短贷和票据融资）的信贷依旧同比少增，反应实体动能仍偏弱；CPI 同比-0.3% 而核心 CPI 升至 1.0%、PPI 降幅继续收窄，需求修复仍不均衡但边际缓解。

国际方面，美国政府停摆步入第三周并波及基建资金拨付，企业端就 H-1B 高额费用提起诉讼，政策不确定性抬升；联储内部对降息节奏略有分歧但方向一致，同时鲍威尔暗示“缩表或在未来数月停止”，预期年内仍有多次降息。IMF《世界经济展望》小幅上调 2025 年全球增速至 3.2%，但《财政监测》同时警告到 2029 年全球公共债务或再度突破 GDP 的 100%，

主权与外溢风险需防范。美国财政赤字虽同比小幅收窄但仍高位、关税收入抬升映射贸易摩擦向财政端传导；在避险与交易拥挤共振下，黄金期货盘中一度逼近 4400 美元/盎司后回落至 4240 美元附近，显示情绪消化与技术性调整。

（二）权益市场展望和策略

权益市场方面，鲍威尔结束缩表和地区性商业银行发生信贷损失，都是美国目前经济数据下行的合理反馈。美联储暂不会因此对流动性进行新的修正。维持之前对于海外流动性的观点。之前对于美国经济结构性分子过度乐观的情绪需要得到修正：AI 并无法改变美国总量经济着陆的方向。特朗普政策的不确定性，强化了美国经济着陆的曲折性，美股进入 risk off 区间。

本周权益策略建议维持中性仓位。虽然特朗普 TACO 的概率接近 100%，新一轮贸易争端将导致较高的浮盈筹码短期兑现，带来群体风偏的下行，之前过于乐观的结构性景气分子估值有下修的要求。预计调整至 10 月底 11 月初。在调整期，可以适当向银行、保险、电力等红利资产切换，以降低净值波动。如果 11 月初无法有效地解决或者为解决中美新一轮贸易争端设定可行的解决途径，A 股的分子端将受到打击，市场风偏下行，调整还将延续（小概率）。11 月初，中美新一轮贸易争端落地（大概率），A 股市场将结束调整，恢复分子结构性景气上涨。上周提到本轮调整以时间换空间，如有反弹的机会，可考虑减仓。本周如有反弹，高仓位的组合，请继续减仓，降低波动率。

（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。但随着中美双方贸易摩擦升温，股债定价都开始重回关税博弈，短期债在流动性偏宽松的环境中整体偏利多一些。一方面权益市场本身处在降波周期，对弱现实的交易权重在增加，另一方面随着 9 月底银行浮盈兑现的压力过去，配置盘也开始有动力在当前点位加仓。中期级别观点偏震荡，特朗普带来的变数使得中美在达成最终的贸易谈判协议前，风险偏好的压制是持续存在的。

展望来看，特朗普面对明年中期选举压力是确定性的，这就意味着中美之间硬脱钩并不现实，当前市场的一致预期也是中美在 APEC 会议上能有阶段性的关系缓和。历史上看，中美双方总会在最后时刻坐下来谈判，那么此前过度悲观的风险偏好就需要被修正，对应到债市就不宜过度乐观。当前中美谈判都来到了深水区，上轮马德里谈判的进展也并不大，芯片与稀土是双方无法轻易让步的筹码，即便达成协议对风偏的提振力度预计也有限。当前市场已

充分定价避险情绪，后续债市取决于双方磋商以及谈判表态。若谈判不及预期且双方关系持续紧张，国内货币政策宽松的后手安排将为收益率下行打开空间，若双方维持现状互有妥协，市场则延续宽松交易的主线，即美联储降息叠加大美丽法案驱动远端需求向上，居民财富配置再平衡的过程中导致债市承压。

策略方面，短期市场主线回归关税博弈，债市在充分定价避险情绪后预计维持震荡，考虑到谈判反复的可能性较高，节奏层面建议在对中美谈判乐观的时候建仓，悲观的时候考虑止盈。

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。