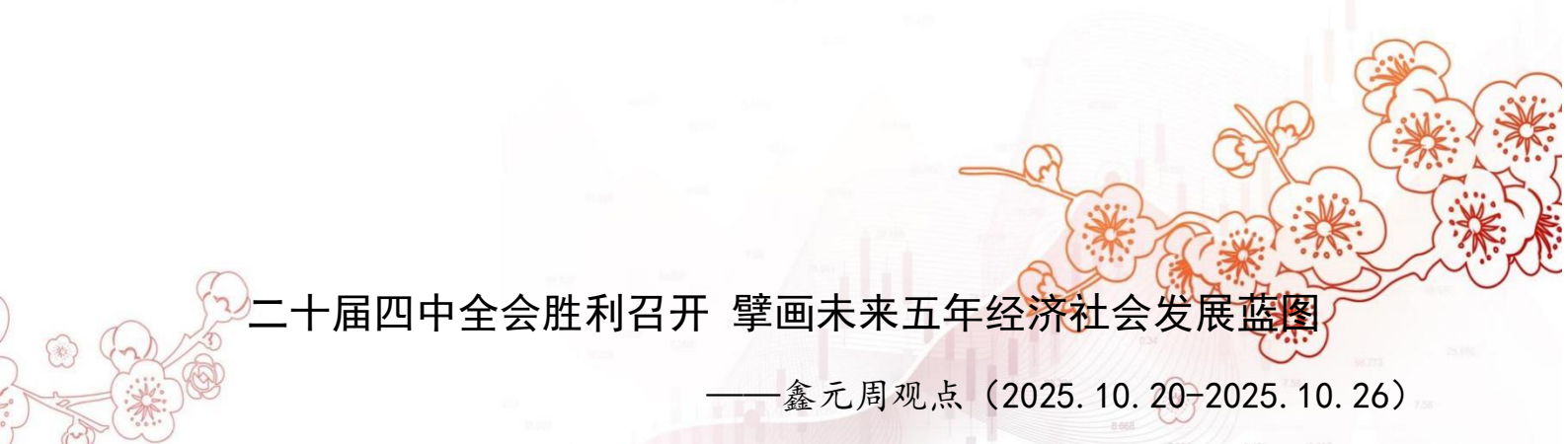




二十届四中全会胜利召开 擘画未来五年经济社会发展蓝图

——鑫元周观点（2025. 10. 20-2025. 10. 26）

一、核心观点

宏观方面，中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议胜利召开，全会审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》，为今后五年我国经济社会发展擘画蓝图、指明方向；海外方面，美国 9 月通胀低于预期，数据公布后市场完全消化美联储年内剩余时间两次降息 25 个基点的预期。国内方面，党的二十届四中全会胜利召开，全会审议通过了“十五五”规划建议，提出了“十五五”时期国民经济和社会发展的 12 个重点方向，分别是：现代化产业体系、新质生产力、扩大内需、经济体制改革、高水平对外开放、乡村振兴、区域协调发展、文化繁荣创新、改善民生与共同富裕、绿色转型、国家安全体系建设、国防和军队现代化建设。海外方面，9 月美国通胀全面低于预期，服务业通胀创下 2021 年 11 月以来的最低水平。数据公布后，市场完全消化了美联储年内 2 次降息 25BP 的预期。另外，由于美国联邦政府持续处于关门状态，10 月美国 CPI 数据或将无法发布，这或将是历史首次，关键数据的缺失或将加剧全球市场的不确定性。

权益市场方面，美国 9 月 CPI 及核心 CPI 都弱于预期，商品性通胀和服务性通胀增速均出现放缓，继续反馈美国目前经济数据的下行，体现软着陆的现实。维持美联储年内还有二次降息的预期。在经历之前对于过度乐观情绪的下修之后，美股在新一轮贸易争端趋缓的推动下，有所修复；但下修并不充分，AI 驱动美股的反弹，将是曲折的。AI 并无法改变美国总量经济着陆的方向。国内的十五五规划明确了中国经济转型的实现路径：科技自立自强、现代化产业体系建设是重中之重。国内 A 股结构性分子景气的落脚点依然在科技方向。

下周建议维持中性仓位。前期浮盈筹码短期兑现之后，在贸易争端趋于缓和以及十五五规划强调“科技自立自强”和“现代化产业体系”的高质量发展主线推动下，群体风偏有所恢复。下周市场走势会展现出反复新高的形态，这并不是再度上涨的开始，相反，这可能是短期高点形成的过程。在下周反复上冲的过程中，还会看到前期强势的科技类个股，在结构性分子景气稀缺性的支撑下，继续扩大波动率。

固收市场方面，本周债市多空反复，收益率整体来回震荡。周初在贸易战缓和信号下债

市修复节奏中断，市场展开利空定价。盘中存款利率下调引发市场对降准降息的期待，市场博弈宽松预期，交易情绪一度回暖，但就结果来看，本周双降预期再度落空，但机构对四季度的双降仍有期待。周四中美谈判信息再度逆转市场风偏，引发债市快速走弱。本轮中美摩擦对债市的边际影响衰减，投资者从“恐慌驱动”转向“机会驱动”，更关注技术面超跌后的波段机会，而非长期避险配置。全周来看，30y、10y、1y 国债收益率分别变化 1bp、3bp、3bp 收于 2.21%、1.85%、1.47%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化-2bp、0bp 收于 36bp、38bp。本周四中全会召开，债市整体对此反应平淡，但公报偏积极的措辞和表态，叠加上中美谈判背景下的风险偏好改善，驱动权益市场情绪上行，股债跷跷板效应再现导致债市承压。下周需关注的驱动因素较多，首先是中美马来西亚谈判以及此后 APEC 会议两国领导人的会面，将整体决定市场走势究竟是延续避险思路还是宽松交易，对此我们认为能形成广泛的贸易协议概率并不高，大概率两国边打边谈，关税推迟落地，基于此只要没有谈崩，市场的整体方向应该是宽松交易；其次是美联储例会，周五公布的通胀数据让月底美联储降息板上钉钉，在风偏上行的推动下有部分资金左侧抢跑宽松交易。后续随着避险交易渐进尾声，居民资产配置再平衡重回主线，那么债市大方向承压，保持观望寻找确定性的票息，逢上涨止盈可能是比较好的应对方式。

二、宏观动态

中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议胜利召开。党的二十届四中全会胜利召开，全会审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》，为今后五年我国经济社会发展擘画蓝图、指明方向。全会公报指明了“十五五”时期我国发展环境的总体判断，“十五五”时期经济社会发展的指导方针，“十五五”时期经济社会发展主要目标，部署了“十五五”时期的战略任务和重大举措。

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。

中美第五轮经贸磋商在马来西亚吉隆坡举行。当地时间 10 月 25 日上午，中美两国经贸团队在马来西亚吉隆坡开始举行中美经贸磋商。

中国三季度经济数据发布。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%。

美国 9 月 CPI 数据低于预期。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。

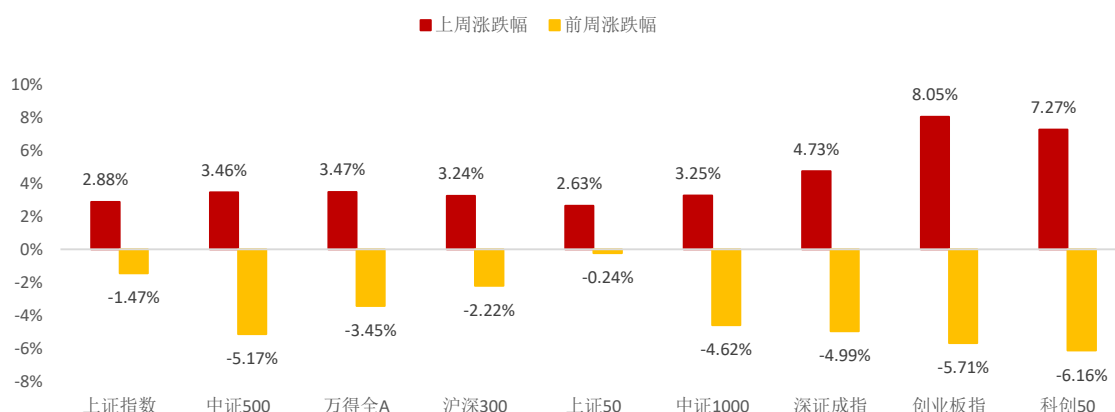
高市早苗当选日本新任首相。日本自民党总裁高市早苗在众议院指名选举中，当选日本新一任首相，成为日本首位女首相。

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

本周 A 股宽基指数集体上涨。截至 10 月 24 日，创业板指上涨 8.05%、科创 50 上涨 7.27%、深证成指上涨 4.73%，涨幅居前。从行业板块看，本周**通信、电子、电力设备**领涨，**农林牧渔、食品饮料、美容护理**领跌。

2、权益市场估值

图：本周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

2025/10/24	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	16.9	↑	0.43	58.5	↑	3.64	97.0%	100.0%	100.0%
深证成指	31.0	↑	1.02	75.2	↑	4.47	84.3%	91.4%	88.4%
上证 50	12.3	↑	0.36	63.6	↑	2.69	93.4%	93.7%	91.4%
沪深 300	14.6	↑	0.40	69.1	↑	5.25	90.4%	90.5%	87.0%
中证 500	34.4	↑	0.95	65.8	↑	3.70	79.3%	99.2%	99.0%
中证 1000	47.0	↑	1.33	67.8	↑	2.90	67.8%	89.6%	88.0%
创业板指	43.5	↑	2.16	42.0	↑	6.25	40.4%	50.5%	53.3%
科创 50	182.4	↑	7.65	98.9	↑	0.79	98.9%	98.9%	98.8%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：本周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

	2025/10/24	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)	18.1	↓	0.21	7.90%	↓	0.50	7.9%	13.1%	17.8%
基础化工(申万)	28.8	↑	0.66	64.75%	↑	3.20	64.7%	88.2%	84.0%
钢铁(申万)	40.1	↑	0.14	80.44%	↓	0.07	80.4%	99.2%	99.0%
有色金属(申万)	27.3	↑	0.31	33.02%	↑	0.49	33.0%	54.8%	64.4%
电子(申万)	73.3	↑	5.77	94.56%	↑	4.83	94.6%	99.7%	99.6%
家用电器(申万)	14.7	↑	0.46	39.73%	↑	9.21	39.7%	45.1%	49.3%
食品饮料(申万)	21.1	↓	0.21	19.37%	↓	1.47	19.4%	11.6%	15.7%
纺织服饰(申万)	27.4	↑	0.10	61.35%	↑	0.08	61.3%	77.6%	72.3%
轻工制造(申万)	31.0	↑	0.73	59.81%	↑	3.01	59.8%	94.2%	92.1%
医药生物(申万)	38.3	↑	0.27	61.61%	↑	2.16	61.6%	76.9%	72.0%
公用事业(申万)	20.0	↑	0.23	43.35%	↑	2.50	43.4%	48.7%	51.2%
交通运输(申万)	17.0	↑	0.13	50.42%	↑	0.96	50.4%	64.3%	72.6%
房地产(申万)	68.9	↑	1.00	99.64%	↑	0.20	99.6%	99.4%	99.2%
商贸零售(申万)	40.9	↑	0.11	85.78%	↑	0.01	85.8%	98.0%	97.3%
社会服务(申万)	44.3	↑	1.09	42.46%	↑	3.15	42.5%	46.7%	27.7%
综合(申万)	53.7	↑	1.72	69.45%	↑	3.17	69.4%	81.2%	74.5%
建筑材料(申万)	29.3	↑	0.46	79.43%	↑	1.15	79.4%	97.9%	97.2%
建筑装饰(申万)	12.5	↑	0.37	69.99%	↑	1.19	70.0%	96.8%	99.9%
电力设备(申万)	41.4	↑	1.92	61.25%	↑	5.12	61.3%	78.6%	71.0%
国防军工(申万)	85.8	↑	2.44	73.19%	↑	1.42	73.2%	98.0%	97.4%
计算机(申万)	91.8	↑	3.55	94.09%	↑	1.09	94.1%	98.3%	97.7%
传媒(申万)	46.5	↑	1.88	67.31%	↑	5.30	67.3%	92.8%	90.4%
通信(申万)	48.4	↑	5.08	79.51%	↑	12.38	79.5%	98.9%	98.9%
银行(申万)	6.5	↑	0.09	58.16%	↑	4.98	58.2%	64.8%	76.5%
非银金融(申万)	15.0	↑	0.30	32.90%	↑	5.23	32.9%	42.3%	50.3%
汽车(申万)	30.3	↑	0.70	84.63%	↑	3.23	84.6%	75.8%	67.2%
机械设备(申万)	37.7	↑	1.65	70.71%	↑	1.88	70.7%	97.3%	98.5%
煤炭(申万)	17.0	↑	0.24	76.56%	↑	0.30	76.6%	99.8%	99.8%
石油石化(申万)	19.2	↑	0.80	60.29%	↑	4.94	60.3%	87.4%	91.4%
环保(申万)	27.5	↑	0.47	59.00%	↑	0.20	59.0%	97.0%	99.5%
美容护理(申万)	40.3	↓	0.08	57.90%	↓	0.09	57.9%	54.8%	39.7%

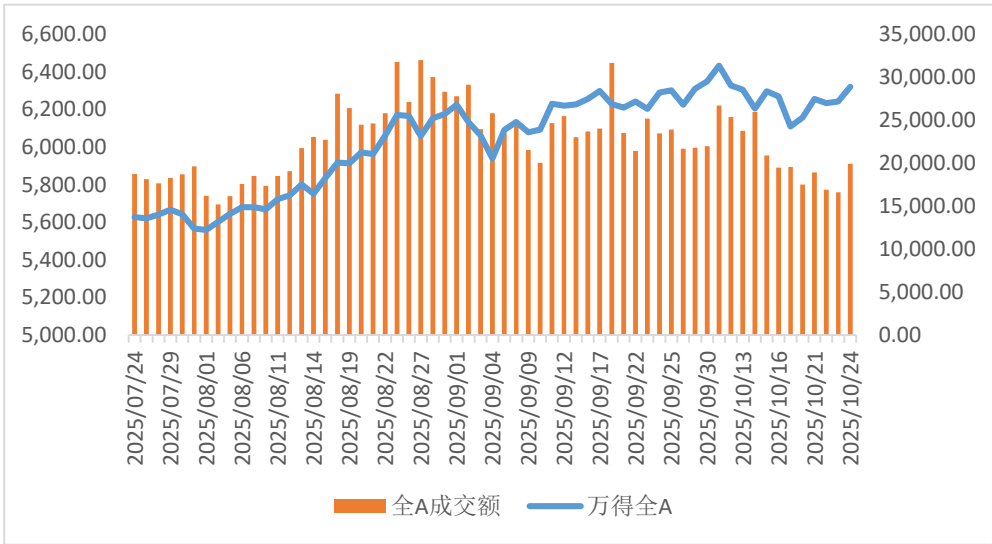
数据来源：Wind、鑫元基金

本周各宽基指数和各行业估值整体上行。当前各宽基指数多数估值水平超过 50%。

从行业板块看，本周**电子、通信、计算机**估值上行最多，**食品饮料、农林牧渔、美容护理**下行最多。当前**房地产、电子、计算机、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、有色金属、家用电器**板块估值处于历史较低水平。

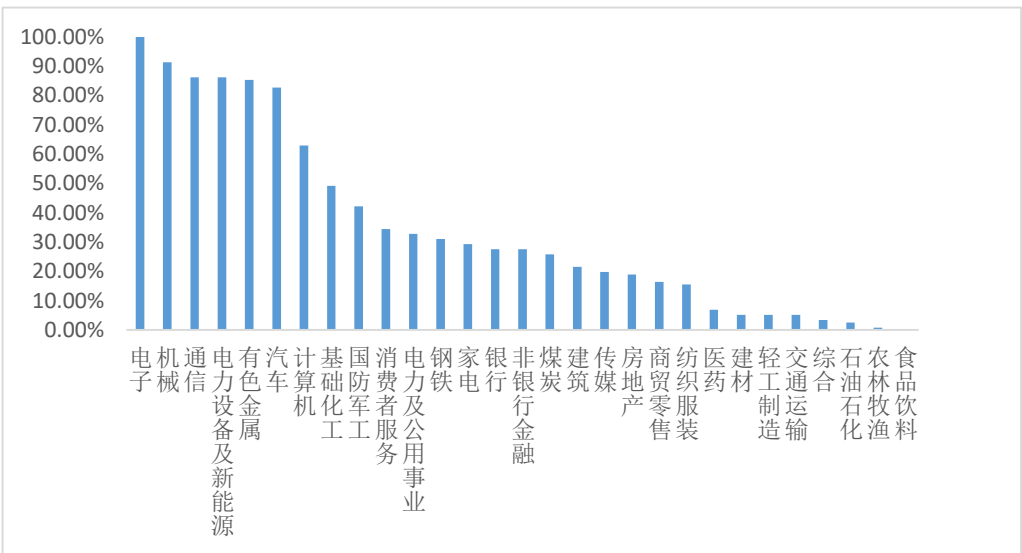
3、权益市场情绪

图：全市场成交金额



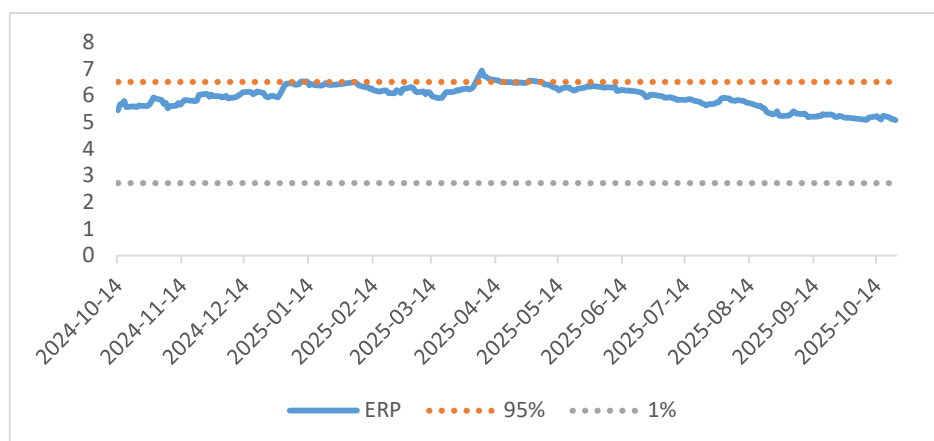
数据来源：Wind

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

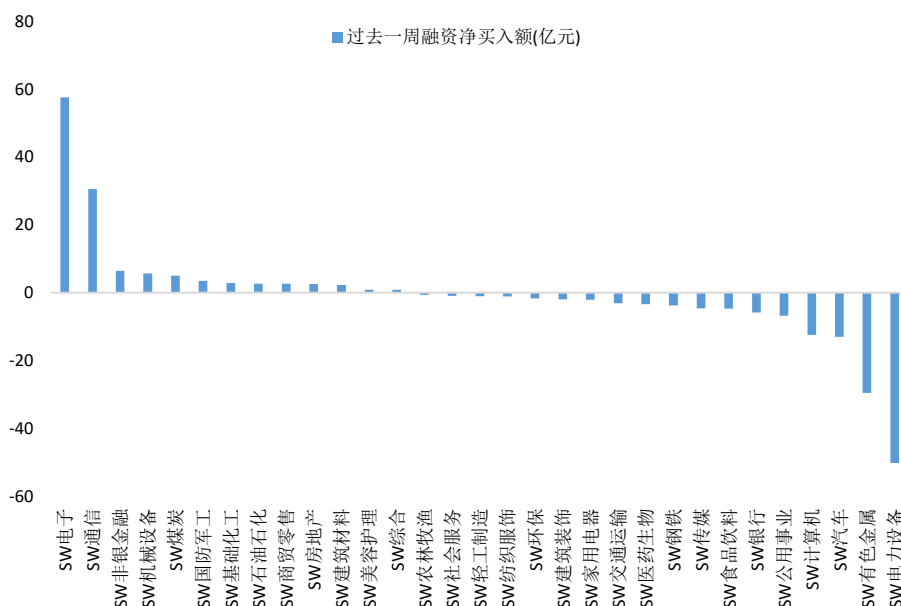
本周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，本周市场缩量上行。从行业拥挤度的角度，电子，机械，通信的拥挤度较高。

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 5.08%，处于历史 43.51% 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 23 日，两融资金占比为 10.65%，10 月 17 日为 10.17%，反映出杠杆资金加仓意愿略有上升。截至 10 月 24 日，本周融资净买入的前三行业为电子、通信、非银。

图：本周两融资金行业流向（亿元）

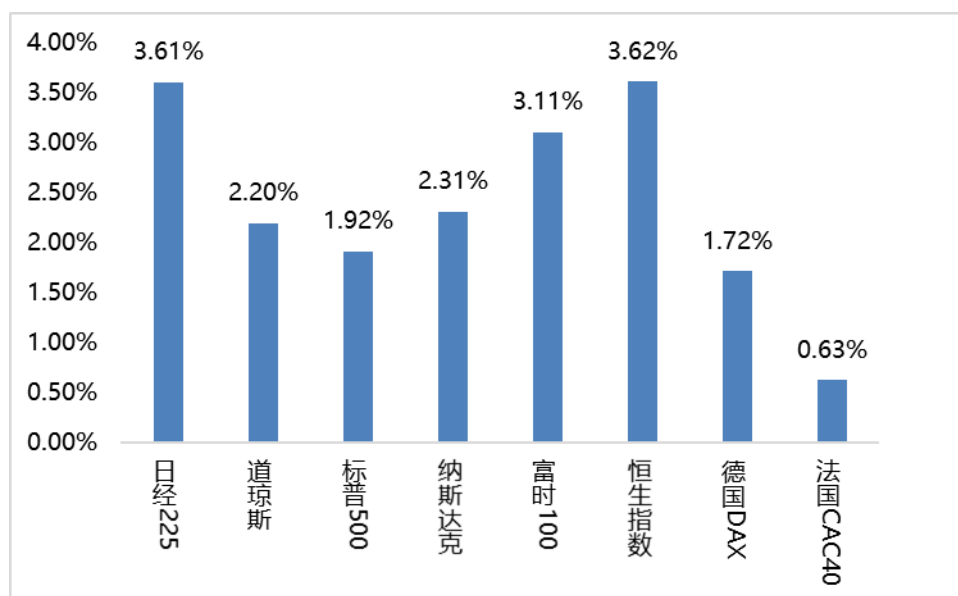


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

本周海外股市集体上涨。美国股市方面，道指上涨 2.20%，标普 500 上涨 1.92%，纳指上涨 2.31%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 3.11%，德国上涨 1.72%，法国上涨 0.63%；亚太股市方面，日经指数上涨 3.61%，恒生指数上涨 3.62%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

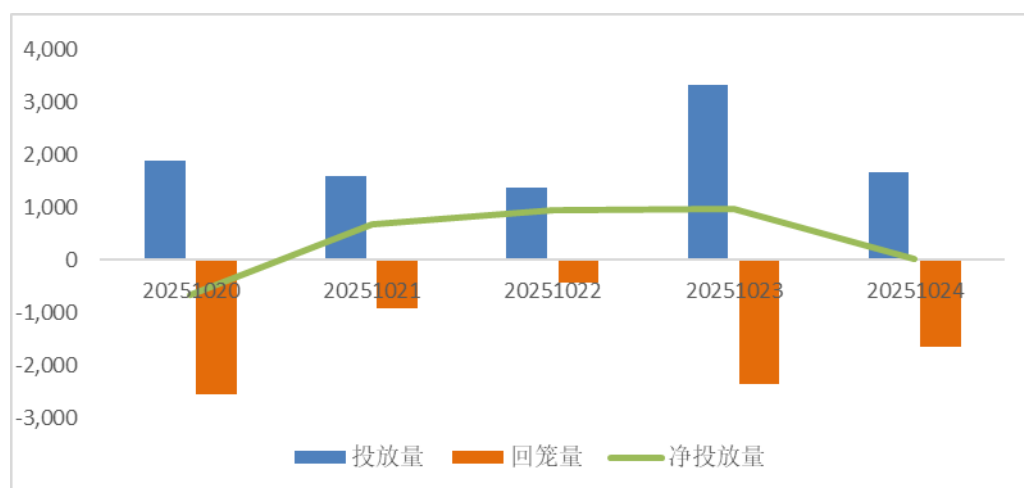


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：本周央行进行 8672 亿元逆回购操作和 1200 亿元国库现金定存发行，因有 7891 亿元逆回购到期，整体上实现净投放 1981 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 0 元，地方政府债计划发行 2707 亿元，整体净缴款 1337 亿元。

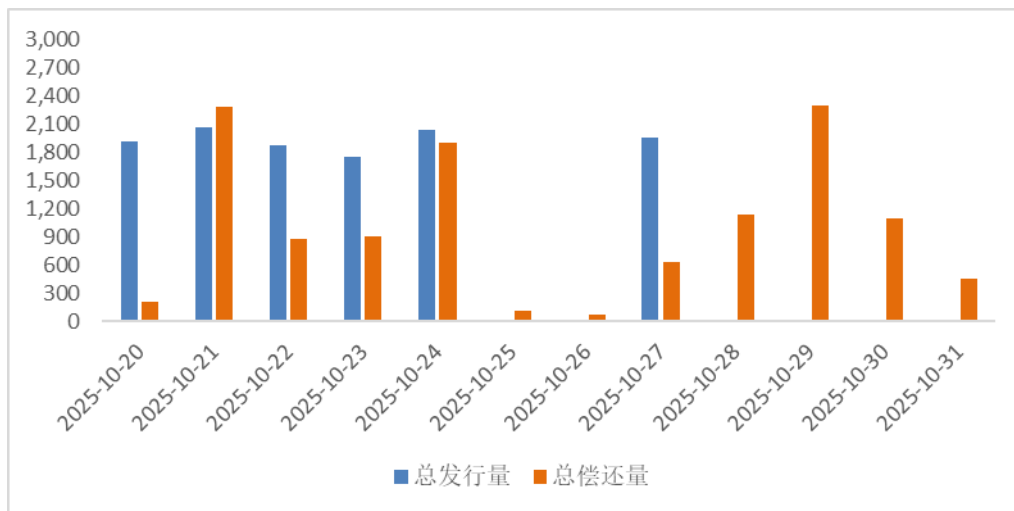
图：10月27日-10月31日政府债发行缴款

单位：亿元

	10月27日		10月28日		10月29日		10月30日		10月31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	0	168	0	769	0	601	0	841	0	328
到期	3011.4	197.05	0	540.51	0	90.65	0	71.26	0	110.77
缴款	2472	505	0	168	0	772	0	601	0	841
净缴款	-231		-373		681		530		730	

同业存单发行：下周（10月27-31日）存单到期5808亿元，较前一周的6167亿元小幅回落，到期压力相对不大。

图：同业存单到期与发行

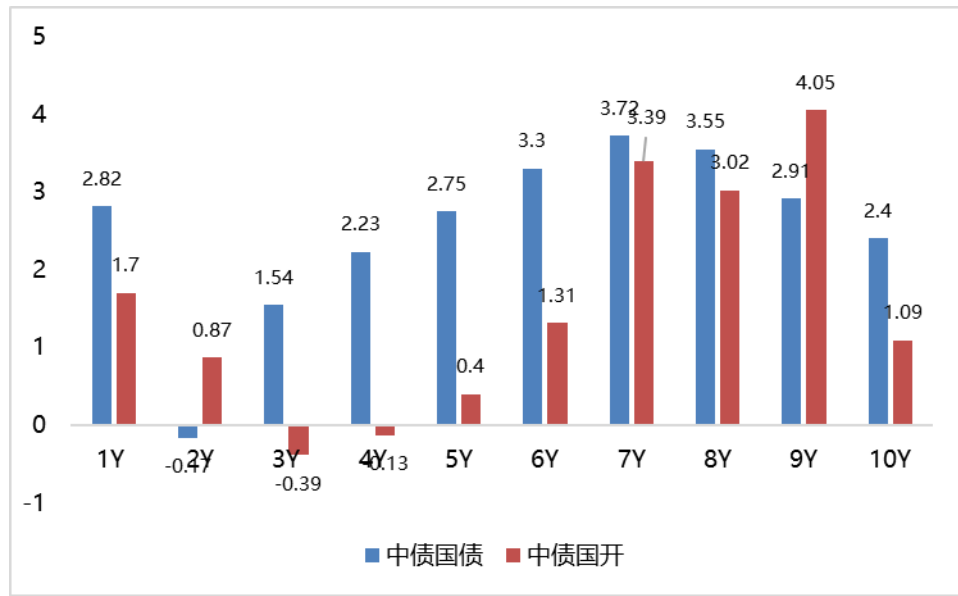


回购市场：本周资金面整体均衡宽松，资金利率平稳运行。本周税期未至，逆回购到期7891亿元，整体到期规模不大且到期量分布较为均匀，加上为呵护资金面，央行持续保持投放，资金面总体均衡宽松。截至周五，R001收于1.38%，较前一周上行1.56BP，R007收于1.46%，较前一周下行0.36BP。

票据利率：本周在规模因素的影响下，主要大行进场收票的节奏加快，前4个工作日，在大行的降价带动下，买盘陆续释放收票需求；供给方面，转贴卖盘谨慎出票，压低报价，供需博弈，票价快速下行。周五，大行上调报价，卖盘跟随高价出票，票价反弹。

（三）债券市场

图 14：本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（2023 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	5.78	8.8	23.12	38.37
环比	-1.28	1.21	-0.35	2.76
年初以来	-15.2	-2.27	7.6	7.97
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	25.14	15.23	18.49	46.75
2016 年以来分位数	7.66%	14.02%	79.01%	38.55%

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 26 日）

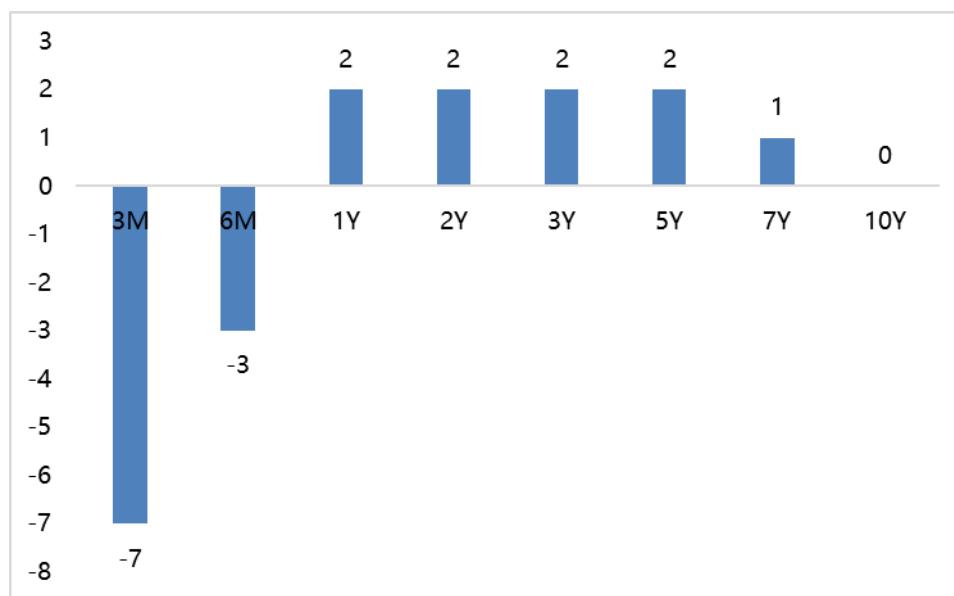
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	6.32	13.43	14.43	24.71	32.18
环比	-3.72	-1.95	-2.60	-4.08	-5.67
年初以来	-26.02	-21.8	-22.83	-8.93	-12.94
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	43.79	35.31	37.73	41.92	43.41
2016 年以来分位数	0.08%	0.33%	0.29%	6.85%	16.99%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

本周利率债各期限收益率多数上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 2.82BP 至 1.4716，3 年期上行 1.54BP 至 1.5294，5 年期上行 2.75BP 至 1.6174，10 年期上行 2.4BP 至 1.8486。

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走阔 3.72BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.95BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.60BP。

图 15：本周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

本周美债各期限收益率短期下行，上期小幅上行。本周 10 年期美债收益率与前周持平，10 年期国债收益率上行 2.4BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1 年期美债收益率上行 2BP，3 年期美债收益率上行 2BP，10 年期美债收益率与前周持平。

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

本周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率升值。本周美元指数上涨 0.39%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.03%，即期汇率升值 0.05%，离岸人民币汇率升值 0.01%。

表 4：本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	98.9417	7.0928	7.123	7.1262
对照日期	98.5556	7.0949	7.1265	7.1269
涨跌	0.39%	0.03%	0.05%	0.01%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为本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，中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议胜利召开，全会审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》，为今后五年我国经济社会发展擘画蓝图、指明方向；海外方面，美国 9 月通胀低于预期，数据公布后市场完全消化美联储年内剩余时间两次降息 25 个基点的预期。国内方面，党的二十届四中全会胜利召开，全会审议通过了“十五五”规划建议，提出了“十五五”时期国民经济和社会发展的 12 个重点方向，分别是：现代化产业体系、新质生产力、扩大内需、经济体制改革、高水平对外开放、乡村振兴、区域协调发展、文化繁荣创新、改善民生与共同富裕、绿色转型、国家安全体系建设、国防和军队现代化建设。海外方面，9 月美国通胀全面低于预期，服务业通胀创下 2021 年 11 月以来的最低水平。数据公布后，市场完全消化了美联储年内 2 次降息 25BP 的预期。另外，由于美国联邦政府持续处于关门状态，10 月美国 CPI 数据或将无法发布，这或将是历史首次，关键数据的缺失或将加剧全球市场的不确定性。

（二）权益市场展望和策略

美国 9 月 CPI 及核心 CPI 都弱于预期，商品性通胀和服务性通胀增速均出现放缓，继续反馈美国目前经济数据的下行，体现软着陆的现实。维持美联储年内还有二次降息的预期。在经历之前对于过度乐观情绪的下修之后，美股在新一轮贸易争端趋缓的推动下，有所修复；

但下修并不充分，AI 驱动美股的反弹，将是曲折的。AI 并无法改变美国总量经济着陆的方向。国内的十五五规划明确了中国经济转型的实现路径：科技自立自强、现代化产业体系建设是重中之重。国内 A 股结构性分子景气的落脚点依然在科技方向。

下周建议维持中性仓位。前期浮盈筹码短期兑现之后，在贸易争端趋于缓和以及十五五规划强调“科技自立自强”和“现代化产业体系”的高质量发展主线推动下，群体风偏有所恢复。下周市场走势会展现出反复新高的形态，这并不是再度上涨的开始，相反，这可能是短期高点形成的过程。在下周反复上冲的过程中，还会看到前期强势的科技类个股，在结构性分子景气稀缺性的支撑下，继续扩大波动率。

（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。前期债在中美贸易摩擦升温的环境中偏利多一些，但随着两国重新开启贸易谈判以及两国领导人即将会面，预计避险交易即将退坡。只要两国没有谈崩，中期的市场主线依然是宽松交易，但债市不用过于悲观，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，并且对于央行而言，经济增长离不开社会融资成本的下降。

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，能在关税和更广泛的贸易问题上达成协议的概率并不大。预计本轮谈判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，国内资产具有强者恒强的强烈特征，随着过去居民定期存款到期后流向股市推动市场情绪，居民财富配置再平衡的过程中债市依旧承压。

策略方面，周五美国通胀数据超预期降温让美联储月底的降息板上钉钉，在风险偏好上行的驱动下市场重回宽松交易的概率较高，建议保持观望寻找确定性，用震荡市的思路看待当前债市。

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。