



10 月国内经济数据喜忧参半，美国终结停摆美联储态度转鹰

——鑫元周观点（2025.11.10-2025.11.16）

一、核心观点

宏观方面，上周 10 月通胀、金融、投资、消费等多项经济数据发布，数据显示国内经济增长有所放缓；海外方面，美国总统特朗普签署国会两院通过的一项联邦政府临时拨款法案，从而结束了已持续 43 天的史上最长联邦政府“停摆”。国内方面，上周多项关键宏观经济数据发布。具体来看，受扩内需、反内卷政策带动，以及中秋、国庆长假驱动，10 月通胀读数延续温和改善，核心 CPI 同比录得 1.2%，涨幅连续第 6 个月扩大，PPI 环比 0.1%，为年内首次转正。然而，受稳增长力度退坡以及去年同期高基数影响，10 月消费、投资、生产等数据同比增速放缓，其中固定资产投资累积同比增速连续两个月为负。10 月金融数据公布，社融、信贷、M1、M2 等关键金融总量指标出现回落，央行在三季度货币政策报告中继续指出淡化对金融总量指标的关注，更多关注价格指标对经济金融的指引作用。海外方面，美国总统特朗普签署临时拨款法案结束联邦政府停摆，但多项关键经济数据的永久缺失以及美联储态度的转鹰使得全球金融市场风险偏好出现回落。

权益市场方面，美国政府虽重新开门，但包括非农就业在内的部分关键数据可能永久缺失，加大了后续美联储货币政策决策的难度。数据缺失使得美联储 12 月降息概率出现回落，对全球金融市场偏好造成扰动。对于美股而言，除了鹰派的美联储以外，AI 叙事的边际走弱也是导致美股近期回调的另一个主要原因。后续需要关注英伟达能否在客户多元化，以及 rubin 芯片量产时间等方面给出超预期的指引。国内来看 10 月经济数据趋弱，国补退坡后社零数据一般，固投和基建数据下行。更多的政府债券发行和实物工作量预计将留给明年十五五开局之年，总量经济层面无新的大规模刺激预期。本周权益策略建议：维持中性仓位。1）短期流动性和基本面暂无新的边际变化。A 股市场存量资金惯性推动，维持中性震荡，会创新高，但较难产生新的持续性上涨。2）AI 作为景气最好的分子方向，估值继续上行的压力重重。重拾上行的话，需要短期景气数据和长期景气叙事逻辑的再度共振。2、配置策略：哑铃策略。3、行业选择：1）在筹码结构的影响下，市场的热点继续缩圈，以储能放量驱动新能源上游和中游价格上涨，是主要交易区域，短期已加速至后段。2）短期仍可配置金融、工

业金属、电力、煤炭等大市值红利类品种，获取一定的相对收益。3）黄金维持 4000 美元中枢的震荡。

固收市场方面，上周债市围绕股债跷跷板、金融及经济数据交易，整体呈现“上有顶、下有底”窄幅震荡格局，市场对宏观数据反应钝化，趋势性行情尚未开启，交易盘主导的短波段操作成为上周内行情主要特征。具体来看，上周初的通胀数据、上周中的货政报告以及上周尾的社融和经济数据，均未能对市场形成持续性的方向指引；股债“跷跷板”效应仍较为显著，沪指强势突破并创出新高时，债市明显承压，随着上周尾权益市场走低，债市迎来弱修复。全周来看，30y、10y、1y 国债收益率分别变化-1bp、0bp、1bp 收于 2.15%、1.81%、1.41%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化-1bp、-1bp 收于 33bp、40bp。上周披露了 10 月份经济以及金融数据，偏弱的态势整体符合市场预期，短期流动性投放增速收敛概率较高，值得关注的是非银存款超季节性高增，存款搬家的趋势仍在持续。当前债市缺乏决定性的主线逻辑，本周关注英伟达财报披露情况，近期全球对 AI 叙事泡沫担忧程度有所增加，在缺乏明确降息指引的背景下拖累全球风险偏好下行，风险资产的脆弱性在增加，市场环境有利于债市。但总体而言，远端依旧受美国降息周期+大美丽法案驱动全球总需求向上影响，债市上有顶，下有底状态或将延续。

二、宏观动态

（一）国内宏观

10 月多项宏观指标同比增速均有所放缓。数据显示，10 月份，我国规模以上工业增加值同比增长 4.9%，其中高技术制造业增加值同比增长 7.2%；服务业生产指数同比增长 4.6%，社会消费品零售总额增长 2.9%。1-10 月份，全国固定资产投资同比下降 1.7%，房地产开发投资下降 14.7%，新建商品房销售面积下降 6.8%。

10 月通胀数据延续改善。国家统计局公布，10 月扩内需等政策措施持续显效，叠加国庆、中秋长假带动，CPI 环比上涨 0.2%，同比上涨 0.2%，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅连续第 6 个月扩大。受国内部分行业供需关系改善、国际大宗商品价格传导等因素影响，PPI 环比由上月持平转为上涨 0.1%，为年内首次上涨；同比下降 2.1%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点，连续第 3 个月收窄。

10月金融数据放缓。央行最新金融统计数据显示，前十个月我国社会融资规模增量累计为30.9万亿元，比上年同期多增3.83万亿元。10月末，社融存量同比增8.5%，M2同比增8.2%，环比均下降0.2个百分点。

央行发布2025年三季度货币政策执行报告。央行发布第三季度货币政策执行报告指出，下一步要实施好适度宽松的货币政策，保持社会融资条件相对宽松，同时继续完善货币政策框架，强化货币政策的执行和传导。报告通过专栏指出，与银行贷款相比，社会融资规模和货币供应量等总量指标更为全面、合理，观察金融总量要更多看社会融资规模、货币供应量指标。

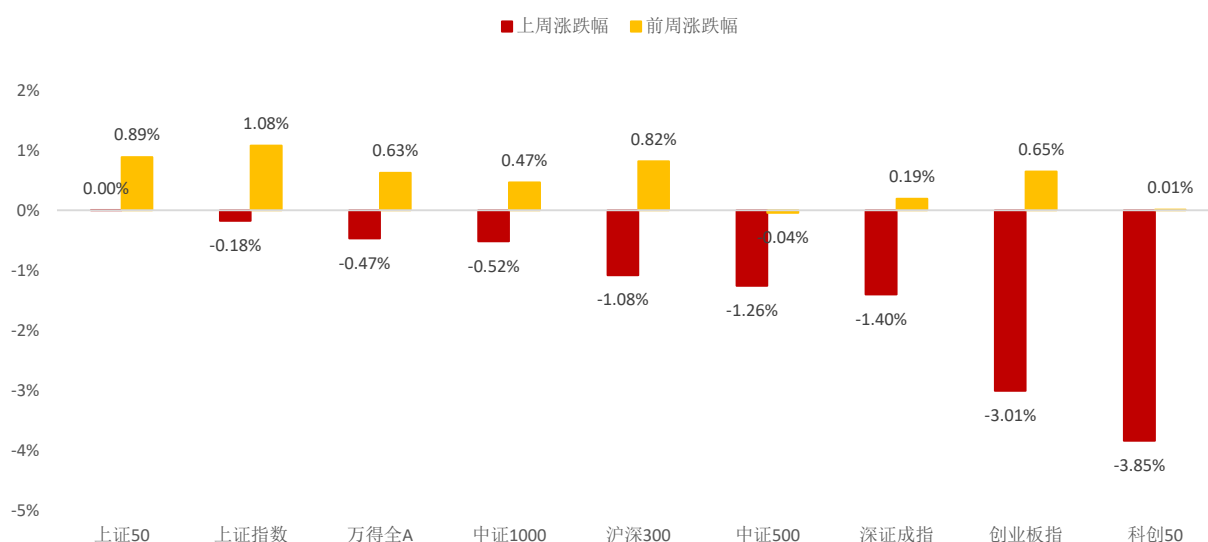
（二）海外宏观

美国联邦政府结束停摆。美国总统特朗普签署国会两院通过的一项联邦政府临时拨款法案，从而结束了已持续43天的史上最长联邦政府“停摆”。特朗普表示，美国政府“停摆”损失了1.5万亿美元，真正计算出损失的总体影响需要数周甚至数月的时间。

三、市场回顾

（一）权益市场

图：上周A股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周A股宽基指数多数下跌。截至11月14日，科创50下跌3.85%、创业板指下跌3.01%、深证成指下跌1.4%，跌幅居前。从行业板块看，上周**综合、纺织服饰、商贸零售**领

涨，通信、电子、计算机领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2025/11/14	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	0.00	56.4	↓ 0.25	94.8%	98.4%	97.8%
深证成指	30.6	↓ 0.32	73.6	↓ 1.70	81.6%	89.5%	85.8%
上证 50	12.0	↑ 0.09	62.2	↑ 1.12	91.4%	91.1%	88.0%
沪深 300	14.2	↓ 0.05	65.7	↓ 0.86	86.2%	86.9%	82.5%
中证 500	33.0	↓ 0.35	61.6	↓ 1.10	73.8%	96.6%	95.3%
中证 1000	47.5	↓ 0.21	69.0	↓ 0.54	69.0%	90.2%	88.4%
创业板指	40.3	↓ 0.98	33.1	↓ 2.91	30.9%	44.6%	48.5%
科创 50	153.0	↓ 8.35	96.1	↓ 0.83	96.1%	96.1%	95.9%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

	2025/11/14	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)	24.6	↑ 0.66	18.82%	↑ 1.27	18.8%	31.0%	40.8%
基础化工(申万)	30.3	↑ 0.80	70.82%	↑ 3.27	70.8%	92.6%	90.0%
钢铁(申万)	34.3	↑ 0.31	74.88%	↑ 0.84	74.9%	94.9%	93.2%
有色金属(申万)	25.8	↑ 0.28	31.56%	↑ 0.21	31.6%	52.2%	62.6%
电子(申万)	62.6	↓ 3.29	84.40%	↓ 4.11	84.4%	97.0%	95.9%
家用电器(申万)	14.8	↑ 0.17	40.40%	↑ 2.85	40.4%	45.8%	50.2%
食品饮料(申万)	22.3	↑ 0.61	24.96%	↑ 2.09	25.0%	19.0%	24.8%
纺织服装(申万)	28.6	↑ 1.25	63.58%	↑ 2.39	63.6%	79.7%	74.7%
轻工制造(申万)	31.9	↑ 0.80	62.66%	↑ 2.31	62.7%	98.2%	97.5%
医药生物(申万)	39.4	↑ 1.24	68.12%	↑ 8.56	68.1%	80.1%	75.0%
公用事业(申万)	20.5	↓ 0.13	49.92%	↓ 1.37	49.9%	56.5%	56.2%
交通运输(申万)	18.7	↑ 0.33	60.82%	↑ 1.63	60.8%	79.6%	78.5%
房地产(申万)	65.3	↑ 1.72	98.93%	↑ 0.26	98.9%	98.2%	97.6%
商贸零售(申万)	51.0	↑ 2.07	97.86%	↑ 3.37	97.9%	99.9%	99.9%
社会服务(申万)	46.9	↑ 1.04	48.49%	↑ 2.23	48.5%	50.9%	33.6%
综合(申万)	51.4	↑ 3.35	64.51%	↑ 10.73	64.5%	78.1%	70.3%
建筑材料(申万)	29.0	↑ 0.19	78.23%	↑ 0.33	78.2%	96.6%	95.3%
建筑装饰(申万)	13.2	↑ 0.05	72.12%	↑ 0.13	72.1%	97.7%	99.8%
电力设备(申万)	42.0	↓ 0.34	63.18%	↓ 1.24	63.2%	79.5%	72.2%
国防军工(申万)	76.9	↓ 1.72	67.47%	↓ 1.18	67.5%	92.8%	90.2%
计算机(申万)	85.7	↓ 2.69	91.58%	↓ 1.16	91.6%	95.5%	93.9%
传媒(申万)	43.0	↓ 0.58	58.64%	↓ 0.99	58.6%	82.9%	79.7%
通信(申万)	41.5	↓ 2.10	62.15%	↓ 5.44	62.2%	83.2%	88.2%
银行(申万)	6.6	↑ 0.11	63.89%	↑ 5.27	63.9%	70.6%	80.6%
非银金融(申万)	13.0	↑ 0.03	5.46%	↑ 0.48	5.5%	3.6%	4.8%
汽车(申万)	28.6	↓ 0.58	77.66%	↓ 2.14	77.7%	64.7%	52.3%
机械设备(申万)	36.6	↓ 0.85	69.16%	↓ 1.32	69.2%	95.0%	96.3%

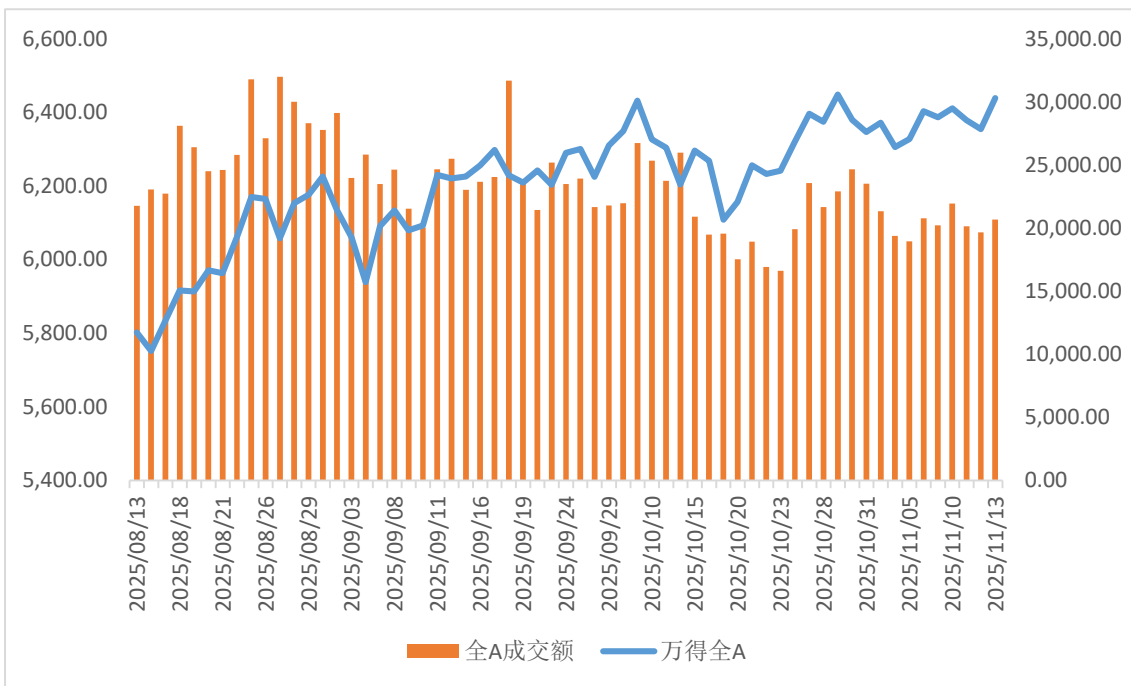
煤炭(申万)	19.6	↓	0.19	77.97%	↓	0.14	78.0%	99.7%	99.6%
石油石化(申万)	20.6	↑	0.46	68.32%	↑	2.54	68.3%	90.7%	95.8%
环保(申万)	30.3	↓	0.09	60.63%	↓	0.23	60.6%	98.3%	99.8%
美容护理(申万)	40.0	↑	1.46	57.26%	↑	3.89	57.3%	54.0%	38.8%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数和各行业估值分化。当前各宽基指数多数估值水平超过 50%。从行业板块看，上周综合、商贸零售、房地产估值上行最多，电子、计算机、通信下行最多。当前房地产、商贸零售、计算机、电子、建筑材料板块估值处于历史较高水平；非银金融、农林牧渔、食品饮料、有色金属、家用电器板块估值处于历史较低水平。

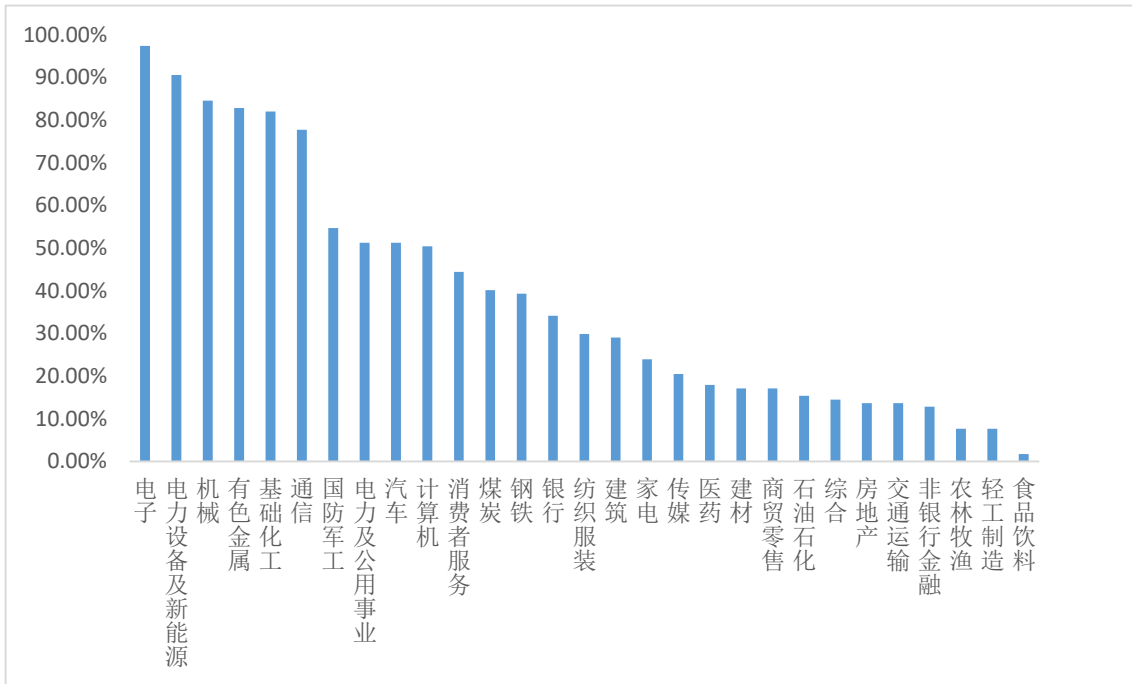
3、权益市场情绪

图：全市场成交金额



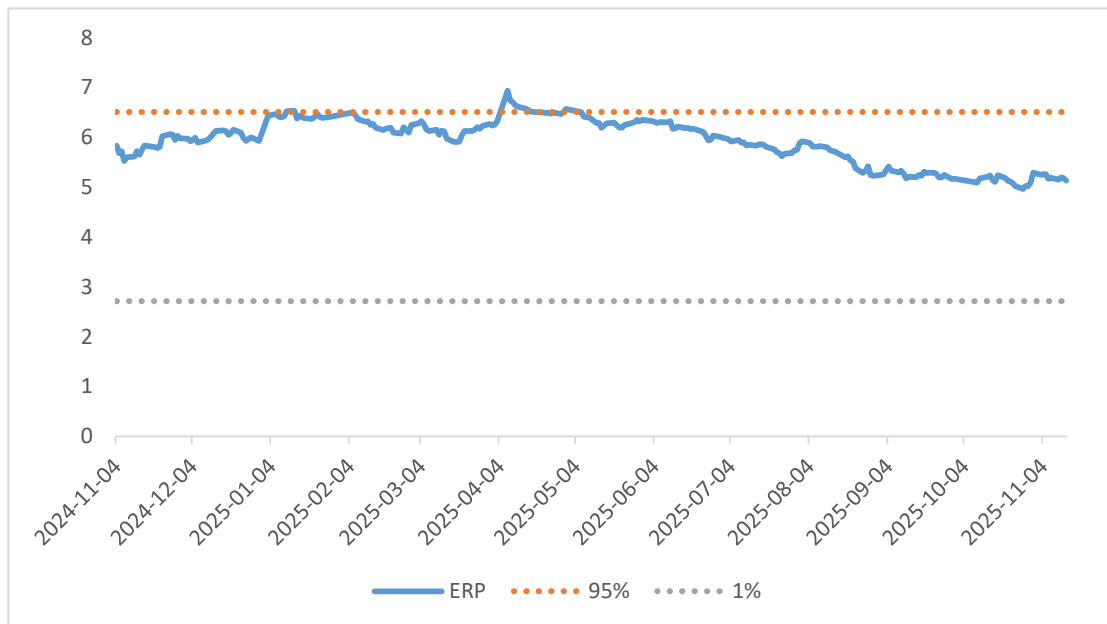
数据来源：Wind

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

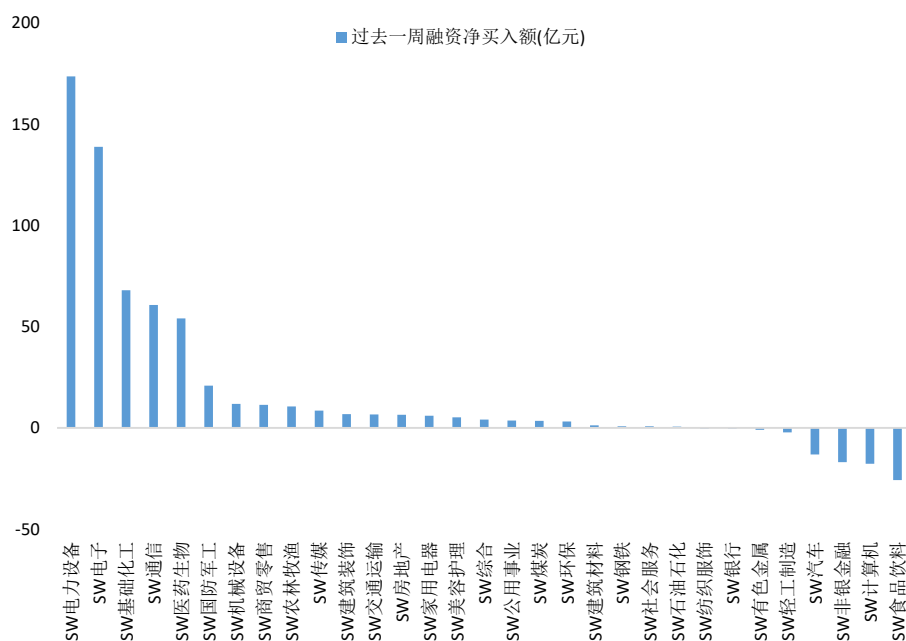
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场震荡上行。从行业拥挤度的角度，电子，电力设备及新能源，机械的拥挤度较高。

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 5.13%，处于历史 44.86% 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

11月13日，两融资金占比为11.08%，11月7日为10.82%，反映出杠杆资金加仓意愿略有提升。截至11月14日，上周融资净买入的前三行业为电力设备、电子、基础化工。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

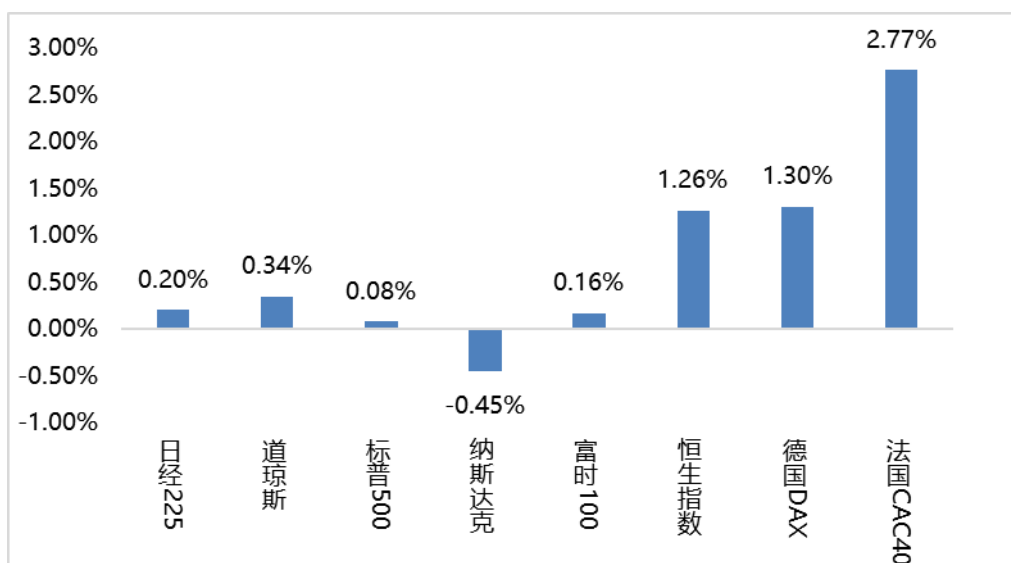


数据来源：Wind、鑫元基金

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0.34%，标普500上涨0.08%，纳指下跌0.45%；欧洲股市方面，英国富时100上涨0.16%，德国上涨1.28%，法国上涨2.69%；亚太股市方面，日经指数上涨0.20%，恒生指数上涨1.24%。

图：上周海外主要指数涨跌

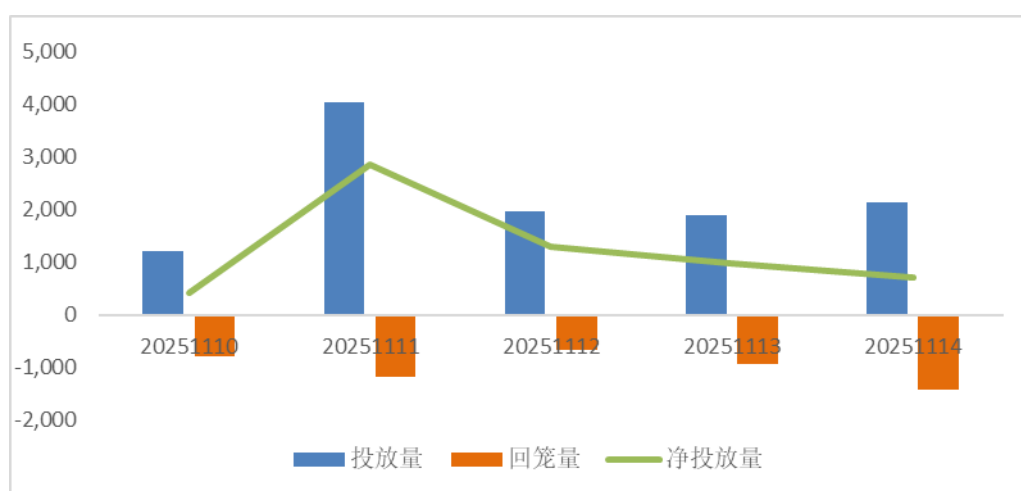


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 11220 亿元逆回购操作，因有 4958 亿元逆回购到期，整体上实现净投放 6262 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 1870 亿元，地方政府债计划发行 1847 亿元，整体净缴款 3629 亿元。

图：11 月 17 日-11 月 21 日政府债发行缴款

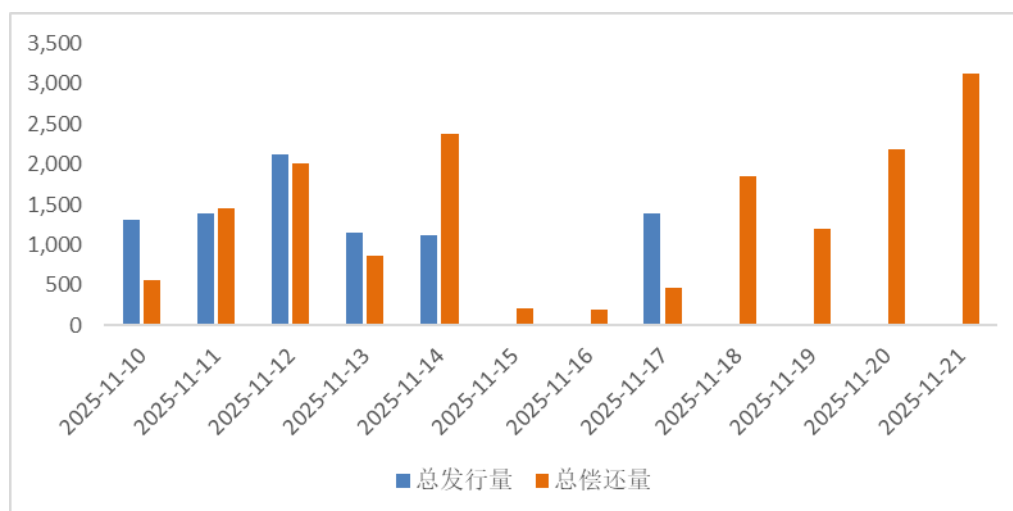
单位：亿元

	11 月 17 日		11 月 18 日		11 月 19 日		11 月 20 日		11 月 21 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	480	0	295	1870	42	0	185	0	844
到期	0	132	0	23.5	0	5	854	266	0	58

缴款	1460	635	0	480	0	295	1870	42	0	185
净缴款	1963		456		290		792		127	

同业存单发行：本周（11月17-21日）存单到期9209亿元，较前一周的7265亿元进一步提升。

图：同业存单到期与发行

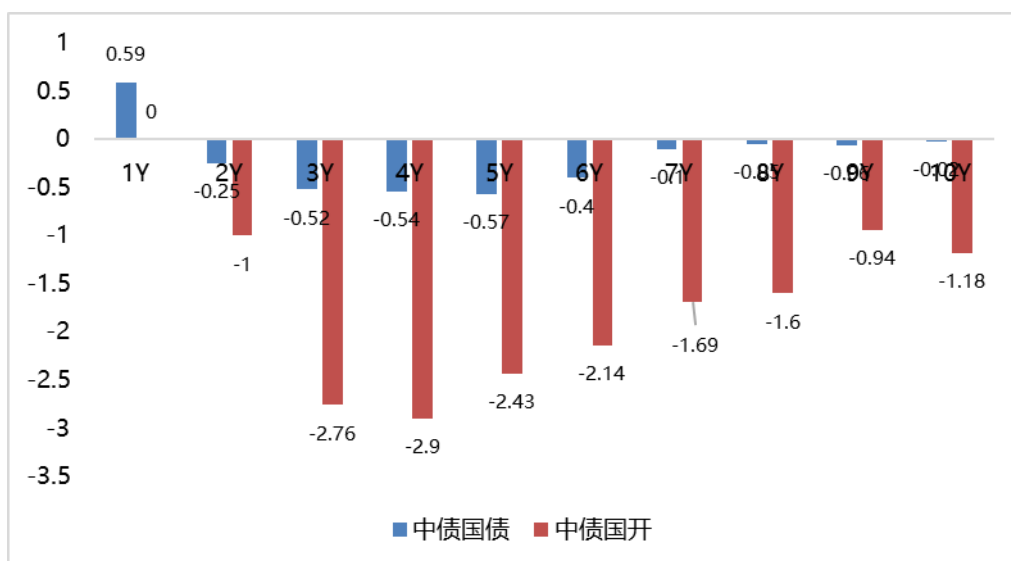


回购市场：上周资金面先收敛后转松，资金利率明显上行。上周银行融出量明显下降，日均融出量为3.84万亿，远低于前一周的4.69万亿，加上政府债缴款规模上升，前两日资金明显收敛，资金价格上行；后半周随着央行投放增加，资金压力有所缓解，资金利率回落，但全周来看，各期限资金利率仍较前一周上行。截至上周五，R001收于1.43%，较前一周上行3.8BP，R007收于1.49%，较前一周上行2.68BP。

票据利率：上周票价先下后上，具体来看，前半周一二级市场签发量回落加上大行连续降价收票，卖方低价出票，价格走低；后半周随着票价下行卖盘积极出票，大行提价收票，买方需求收敛，票价回升。

（三）债券市场

图：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	2.93	14.19	23.24	31.95
环比	-1.11	-0.05	0.55	-2.70
年初以来	-18.05	3.12	7.72	1.55
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	25.01	15.22	18.52	46.65
2016 年以来分位数	3.32%	43.13%	79.30%	31.07%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表：中债中短期票据信用利差（2025 年 11 月 14 日）

项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	8.71	15.48	15.81	23.25	21.04
环比	-0.14	1.94	3.73	6.10	2.31
年初以来	-23.63	-19.75	-21.45	-10.39	-24.08
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	43.58	35.18	37.59	41.80	43.28
2016 年以来分位数	0.36%	1.50%	1.62%	5.47%	3.52%

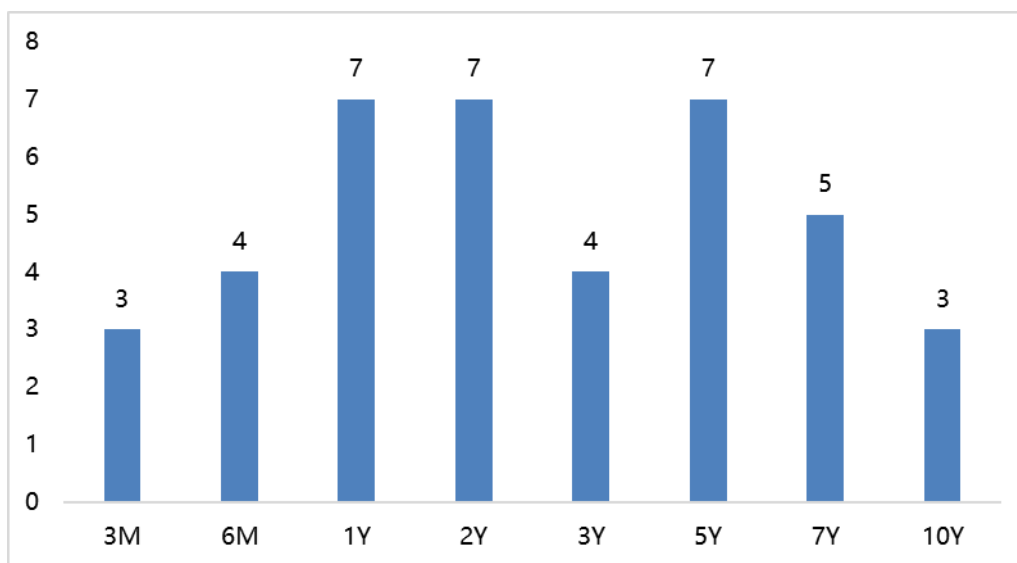
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率集体下行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 0.59BP 至 1.4104，3 年期下下行 0.52BP 至 1.497，5 年期下行 0.57BP 至 1.5816，10 年期下行 0.02BP 至 1.814。

长期限高等级票据信用利差短期收窄，长期走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.14BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.94BP；中债 3 年期 AAA 级中短

期票据信用利差走阔 3.72BP。

图：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上行。1 年期美债收益率上行 7BP，3 年期美债收益率上行 5BP，10 年期美债收益率上行 3BP。

图：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

上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率升值。上周美元指数下跌 0.26%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.02%，即期汇率升值 0.31%，离岸人民币汇率升值

0.35%。

表：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	99.2845	7.0825	7.1007	7.1001
对照日期	99.5477	7.0836	7.1225	7.1252
涨跌	-0.26%	0.02%	0.31%	0.35%

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，上周 10 月通胀、金融、投资、消费等多项经济数据发布，数据显示国内经济增长有所放缓；海外方面，美国总统特朗普签署国会两院通过的一项联邦政府临时拨款法案，从而结束了已持续 43 天的史上最长联邦政府“停摆”。国内方面，上周多项关键宏观经济数据发布。具体来看，受扩内需、反内卷政策带动，以及中秋、国庆长假驱动，10 月通胀读数延续温和改善，核心 CPI 同比录得 1.2%，涨幅连续第 6 个月扩大，PPI 环比 0.1%，为年内首次转正。然而，受稳增长力度退坡以及去年同期高基数影响，10 月消费、投资、生产等数据同比增速放缓，其中固定资产投资累积同比增速连续两个月为负。10 月金融数据公布，社融、信贷、M1、M2 等关键金融总量指标出现回落，央行在三季度货币政策报告中继续指出淡化对金融总量指标的关注，更多关注价格指标对经济金融的指引作用。海外方面，美国总统特朗普签署临时拨款法案结束联邦政府停摆，但多项关键经济数据的永久缺失以及美联储态度的转鹰使得全球金融市场风险偏好出现回落。

（二）权益市场展望和策略

美国政府虽重新开门，但包括非农就业在内的部分关键数据可能永久缺失，加大了后续美联储货币政策决策的难度。数据缺失使得美联储 12 月降息概率出现回落，对全球金融市场偏好造成扰动。对于美股而言，除了鹰派的美联储以外，AI 叙事的边际走弱也是导致美股近期回调的另一个主要原因。后续需要关注英伟达能否在客户多元化，以及 rubin 芯片量产时间等方面给出超预期的指引。国内来看 10 月经济数据趋弱，国补退坡后社零数据一般，固投和基建数据下行。更多的政府债券发行和实物工作量预计将留给明年十五五开局之年，总量经济层面无新的大规模刺激预期。本周权益策略建议：维持中性仓位。1) 短期流动性和基本

面暂无新的边际变化。A 股市场存量资金惯性推动，维持中性震荡，会创新高，但较难产生新的持续性上涨。2) AI 作为景气最好的分子方向，估值继续上行的压力重重。重拾上行的话，需要短期景气数据和长期景气叙事逻辑的再度共振。2、配置策略：哑铃策略。3、行业选择：1) 在筹码结构的影响下，市场的热点继续缩圈，以储能放量驱动新能源上游和中游价格上涨，是主要交易区域，短期已加速至后段。2) 短期仍可配置金融、工业金属、电力、煤炭等大市值红利类品种，获取一定的相对收益。3) 黄金维持 4000 美元中枢的震荡。

(三) 债券市场展望和策略

上周债市围绕股债跷跷板、金融及经济数据交易，整体呈现“上有顶、下有底”窄幅震荡格局，市场对宏观数据反应钝化，趋势性行情尚未开启，交易盘主导的短波段操作成为周内行情主要特征。具体来看，上周初的通胀数据、上周中的货政报告以及周尾的社融和经济数据，均未能对市场形成持续性的方向指引；股债“跷跷板”效应仍较为显著，沪指强势突破并创出新高时，债市明显承压，随着上周尾权益市场走低，债市迎来弱修复。全周来看，30y、10y、1y 国债收益率分别变化-1bp、0bp、1bp 收于 2.15%、1.81%、1.41%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化-1bp、-1bp 收于 33bp、40bp。上周披露了 10 月份经济以及金融数据，偏弱的态势整体符合市场预期，短期流动性投放增速收敛概率较高，值得关注的是非银存款超季节性高增，存款搬家的趋势仍在持续。当前债市缺乏决定性的主线逻辑，本周关注英伟达财报披露情况，近期全球对 AI 叙事泡沫担忧程度有所增加，在缺乏明确降息指引的背景下拖累全球风险偏好下行，风险资产的脆弱性在增加，市场环境有利于债市。但总体而言，远端依旧受美国降息周期+大美丽法案驱动全球总需求向上影响，债市上有顶，下有底状态或将延续。

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。

