



2025年11月投资策略月报

2025-10-26

沅京资本管理（北京）有限公司

沣京观点：内需较弱仍有韧性，继续围绕景气投资

- **市场回顾：**10月份（截至10月24日），Wind全A指数微跌0.45%，上证50和沪深300指数分别上涨1.90%和0.43%；中证500和中证1000分别下跌2.08%和2.06%；创业板指下跌2.06%，科创50下跌2.21%。行业层面，煤炭、银行、石油石化、通信涨幅靠前，分别上涨10.35%、6.74%、4.62%、3.85%；跌幅靠前的为传媒、汽车、计算机、医药，分别下跌5.85%、4.90%、3.64%、3.29%。A股日均成交额2.10亿，较9月的2.38万亿小幅下降；恒生指数和恒生科技指数分别下跌2.59%和6.28%。
- **短期市场判断：**市场方面，10月初市场成交量延续高位态势，但月中往后成交额明显降低，防御板块和AI板块的跷跷板迹象明显，AI内部已经扩散到存储板块，但仍以产业景气度确定性高的光通信和PCB为主。基本面层面，9月金融数据仍较弱，存款搬家暂时放缓，企业新增短贷和居民新增中长贷是亮点；三季度GDP仍显韧性，继续呈现生产强于需求、外需强于内需的格局，四季度在政策的发力下固投增速有望迎来温和改善，但出口和社零增速或受到较高基数的影响；关注“十五五”规划的《建议》和《说明》。海外方面，中美缓和预期渐起，静候APEC会议结果，风偏或将继续提升；最新的通胀数据平稳，关税影响仍较温和，由于去年9月后基数逐渐上行，在TACO预期下关税政策或难再继续升级，通胀水平可能迎来下行；重点关注近期海外AI相关厂商披露的财报情况。
- **中长期趋势：**尽管深层次的经济和社会矛盾无法在短期内迅速改善，但目前政策层面已经意识到包括地产、股票等资产价格快速下降对实体和资本市场的负面影响，去年9月底以来的一些列政策调整或为有效的“政策底”，货币政策已经加力，后续重点看增量财政政策的发力，诸多积极变化或将在一定程度上打破资产价格与经济预期期间的负反馈效应，后续重点关注各项具体政策的落地。美国整体处于经济周期高位，虽然降息幅度和节奏会有阶段性调整，但整体趋势难以改变，特朗普的上台，我们外需面临压力将会很大，但这或许也是内需政策加码发力的拐点。
- **投资观点：**当前行情表现比较分化。未来配置方向一是在市场波动加大背景下，通过跟踪高频数据变化做好仓位管理；二是结合经济数据和中报业绩寻找有盈利支撑的行业和公司；三是关注细分产业趋势和行业景气，寻找正向的投资线索。

沣京观点：内需较弱仍有韧性，继续围绕景气投资

经济周期

- 美国通胀数据相对平稳且低于预期，但关税的传导或仍在持续，后续需要观察美国核心通胀下降的持续性；10月密歇根大学消费者信心指数处于2025年以来的较低值，显示美国居民可能因劳动力市场承压，对未来经济的预期相对悲观。
- 国内经济数据整体偏弱，呈现生产强需求弱的特征，抢生产等短期因素消退后，工业生产或出现下行，加之“两新”政策退坡、设备更新自然周期向下、地产在建项目持续收缩等影响，四季度经济仍面临阶段性下行风险；后续关注四季度财政和货币政策的落地情况。

金融周期

- 政策决心推动预期改善，流动性整体宽裕。但企业仍谨慎投资；在就业市场尚不稳定的阶段，居民部门亦保持债务审慎态度，但边际回暖。资产荒背景下，部分资金“存款搬家”，但9月金融数据显示节奏或放缓；
- 市场普遍预期美联储年内将再降息两次共计50个基点；鲍威尔此前已经和市场沟通过缩表相关事项，且从流动压力信号、量价等方面看，近期有可能停止缩表。

政策周期

- 宏观政策已经明确显著转向，主要看落实落地效果。财政扩张是短期最为有效的手段，货币政策还有调整的空间，特别是需要匹配经济增速和实际利率状况。产业政策继续聚焦新质生产力；
- 特朗普2.0加大了全球宏观的不确定性，包括“对等关税”政策、美国主导下的俄乌停战，其影响不仅仅全球贸易格局，还包括对美国本土的通胀压力、全球能源格局的影响。

市场周期

- 25Q2主动权益基金剔除股价因素，加仓最多的行业是通信、军工、非银，减仓最多的行业是食品饮料、汽车、电力设备，21年Q4以来，单季增持最高的行业，下个季度的股价表现往往排名居于中下游，但鉴于当前AI行业景气度和权益市场“牛市思维”之下，行情持续性仍可期待；

策略聚焦：四中全会——科技创新/扩内需/搞开放仍是主线

- 从形式分析看，必胜信心更强；继续强调高质量发展；
- 供给端，产业建设升级为首要任务，科技创新的重要性也在提升；需求端，培育内需更突出消费，提高普惠民生保障的优先级；
- “十五五”时期被全会明确为“基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发力的关键时期”，将五年规划与“基本实现社会主义现代化”直接衔接，具有显著的历史分水岭意义。

表 2：二十届四中全会公报和十九届五中全会公报的形势分析对比

	2025/10/23 中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议公报	2020/10/29 中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议公报
形势判断	实现社会主义现代化是一个阶梯式递进、不断发展进步的历史过程，需要不懈努力、接续奋斗。“十五五”时期是基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发力的关键时期，在基本实现社会主义现代化进程中具有承前启后的重要地位。“十五五”时期我国发展环境面临深刻复杂变化，我国发展处于战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期。	当前和今后一个时期，我国发展仍然处于重要战略机遇期，但机遇和挑战都有新的发展变化。
国际形势	(未涉及)	当今世界正经历百年未有之大变局，新一轮科技革命和产业变革深入发展，国际力量对比深刻调整，和平与发展仍然是时代主题，人类命运共同体理念深入人心，同时国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增加。
国内形势	我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，中国特色社会主义制度优势、超大规模市场优势、完整产业体系优势、丰富人才资源优势更加彰显。	我国已转向高质量发展阶段，制度优势显著，治理效能提升，经济长期向好，物质基础雄厚，人力资源丰富，市场空间广阔，发展韧性强劲，社会大局稳定，继续发展具有多方面优势和条件，同时我国发展不平衡不充分问题仍然突出，重点领域关键环节改革任务仍然艰巨，创新能力不适应高质量发展要求，农业基础还不稳固，城乡区域发展和收入分配差距较大，生态环境任重道远，民生保障存在短板，社会治理还有弱项。
未来任务	全党要深刻领悟“两个确立”的决定性意义，增强“四个意识”、坚定“四个自信”、做到“两个维护”，保持战略定力，增强必胜信心，积极识变应变求变，敢于斗争、善于斗争，勇于面对风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验，以历史主动精神克难关、战风险、迎挑战，集中力量办好自己事，续写经济快速发展和社会主义现代化长期稳定两大奇迹新篇章，奋力开创中国式现代化建设新局面。	全党要统筹中华民族伟大复兴战略全局和世界百年未有之大变局，深刻认识我国社会主要矛盾变化带来的新特征新要求，深刻认识错综复杂的国际环境带来的新矛盾新挑战，增强机遇意识和风险意识，立足社会主义初级阶段基本国情，保持战略定力，办好自己的事，认识和把握发展规律，发扬斗争精神，树立底线思维，准确识变、科学应变、主动求变，善于在危机中育先机、于变局中开新局，抓住机遇，应对挑战，趋利避害，奋勇前进。

表 3：二十届四中全会公报和十九届五中全会公报的主要目标和重点篇章分析

	2025/10/23 中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议公报	2020/10/29 中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议公报
五年规划 主要目标	【高质量发展取得显著成效】 【科技自立自强水平大幅提高】 【进一步全面深化改革取得新突破】 【社会文明程度明显提升】 【人民生活品质不断提高】 【美丽中国建设取得新的重大进展】 【国家安全屏障更加巩固】	【经济发展取得新成效】 【改革开放迈出新步伐】 【社会文明程度得到新提高】 【生态文明建设实现新进步】 【民生福祉达到新水平】 【国家治理效能得到新提升】
重点篇章 (排序按 “十五五”建议 对齐)	【一、建设现代化产业体系，巩固壮大实体经济根基】 优化提升传统产业，培育壮大新兴产业和未来产业，促进服务业优质高效发展，构建现代化基础设施体系。 【二、加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力】 加强原始创新和关键核心技术攻关，推动科技创新和产业创新深度融合，一体推进教育科技人才发展，深入推进数字中国建设。 【三、建设强大国内市场，加快构建新发展格局】 大力提振消费，扩大有效投资，坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点。 【四、加快构建高水平社会主义市场经济体制，增强高质量发展动力】 充分激发各类经营主体活力，加快完善要素市场化配置体制机制，提升宏观经济治理效能。 【五、扩大高水平对外开放，开创合作共赢新局面】 积极扩大自主开放，推动贸易创新发展，拓展双向投资合作空间，高质量共建“一带一路”。 【六、加快农业农村现代化，扎实推进乡村全面振兴】 提升农业综合生产能力和质量效益，推进宜居宜业和美丽乡村建设，提高惠农惠农政策效能。 【七、优化区域经济布局，促进区域协调发展】 增强区域发展协调性，促进区域联动发展，优化国土空间发展格局，深入推进以人为本的新型城镇化，加强海洋开发利用保护。 【八、激发全民族文化创新创造活力，繁荣发展社会主义文化】 弘扬和践行社会主义核心价值观，大力繁荣文化事业，加快发展文化产业，提升中华文明传播力影响力。 【九、加大保障和改善民生力度，扎实推进全体人民共同富裕】 促进高质量充分就业，完善收入分配制度，办好人民满意的教育，健全社会保障体系，推动房地产市场高质量发展，加快建设健康中国，促进人口高质量发展，稳步推进基本公共服务均等化。 【十、加快经济社会发展全面绿色转型，建设美丽中国】 坚持深入推进污染防治攻坚战和生态系统优化，加快建设新型能源体系，积极稳妥推进和实现碳达峰，加快形成绿色生产生活方式。 【十一、推进国家安全体系和能力现代化，建设更高水平平安中国】 健全国家安全体系，加强重点领域国家安全能力建设，提高公共安全治理水平，完善社会治理体系。 【十二、如期实现建军一百年奋斗目标，高质量推进国防和军队现代化】 加快先进战斗力建设，推进军事治理现代化，巩固提高一体化国家战略体系和能力。	【二、加快发展现代产业体系，推动经济体系优化升级】 提升产业链供应链现代化水平，发展战略性新兴产业，加快发展现代服务业，统筹推进基础设施建设，加快建设交通强国，推进能源革命，加快数字化发展。 【一、坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位】 强化国家战略科技力量，提升企业技术创新能力，激发人才创新活力，完善科技创新体制机制。 【三、形成强大国内市场，构建新发展格局】 畅通国内大循环，促进国内国际双循环，全面促进消费，拓展投资空间。 【四、全面深化改革，构建高水平社会主义市场经济体制】 激发各类市场主体活力，完善宏观经济治理，建立现代财税金融体制，建设高标准市场体系，加快转变政府职能。 【九、实行高水平对外开放，开拓合作共赢新局面】 建设更高水平开放型经济新体制，全面提高对外开放水平，推动贸易和投资自由化便利化，推进贸易创新发展，推动共建“一带一路”高质量发展，积极参与全球经济治理体系改革。 【五、优先发展农业农村，全面推进乡村振兴】 保障国家粮食安全，提高农业质量效益和竞争力，实施乡村建设行动，深化农村改革，实现巩固脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接。 【六、优化国土空间布局，推进区域协调发展和新型城镇化】 构建国土空间开发保护新格局，推动区域协调发展，推进以人为本的新型城镇化。 【七、繁荣发展文化事业和文化产业，提高国家文化软实力】 提高社会文明程度，提升公共文化服务水平，健全现代文化产业体系。 【十、改善人民生活品质，提高社会建设水平】 提高人民收入水平，强化就业优先政策，建设高质量教育体系，健全多层次社会保障体系，全面推进健康中国建设，实施积极应对人口老龄化国家战略，加强和创新社会治理。 【八、推动绿色发展，促进人与自然和谐共生】 加快推动绿色低碳发展，持续改善环境质量，提升生态系统质量和稳定性，全面提高资源利用效率。 【十一、统筹发展和安全，建设更高水平的平安中国】 加强国家安全体系和能力建设，确保国家经济安全，保障人民生命安全，维护社会安全稳定。 【十二、加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一】 提高国防和军队现代化质量效益，促进国防实力和综合国力同步提升，构建一体化国家战略体系和能力，推动重点领域、重点领域、新兴领域协调发展，优化国防科技工业布局，巩固军政军民团结。

策略聚焦：经济数据——生产强，需求弱

- 9 月投资增速延续快速下行趋势，低于市场一致预期；由于前期补贴的透支效应继续显现以及基数抬升，今年 9 月社零增速有所下滑，略低于市场预期。
- 旺季“抢生产”叠加出口强劲，促使工业增加值增速超预期。2025 年 9 月工业增加值同比增长 6.5%（Wind 一致预期为 5.2%，前值为 5.2%）。

图 2：生产法 GDP 结构



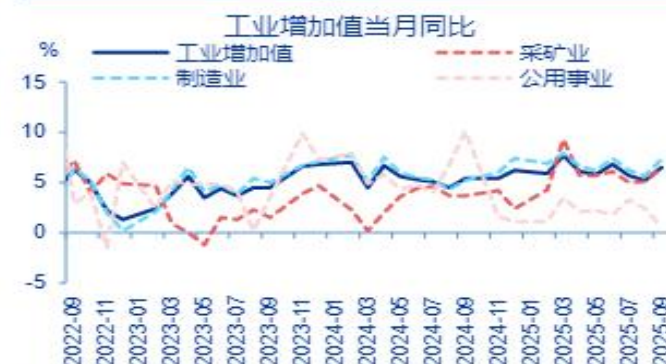
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 1：支出法 GDP 结构



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 3：工业增加值及分项同比增速



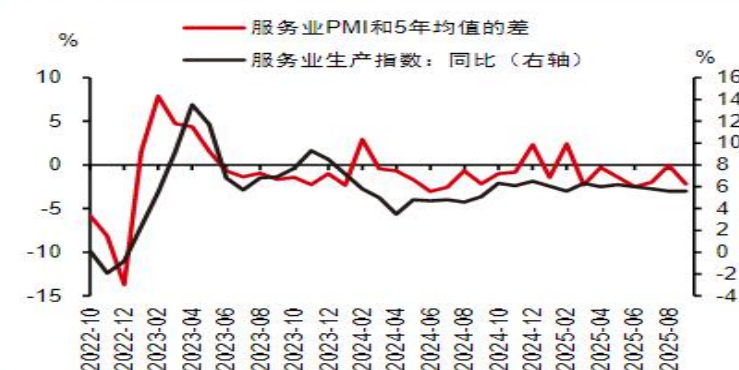
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：社零同比增速及分项拉动



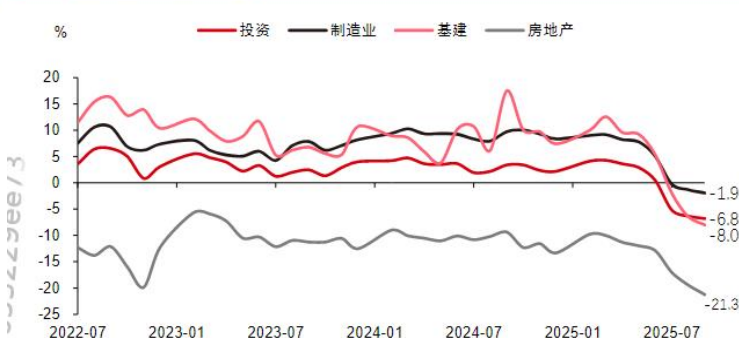
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 9：服务业生产指数和服务业 PMI



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：固定资产投资（推算单月同比）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算。注：总体投资、制造业、基建使用 2017 年基数和后续累计同比增速推算，房地产开发投资使用累计同比倒算

策略聚焦：出口——增速超预期，非美国国家是主要拉动

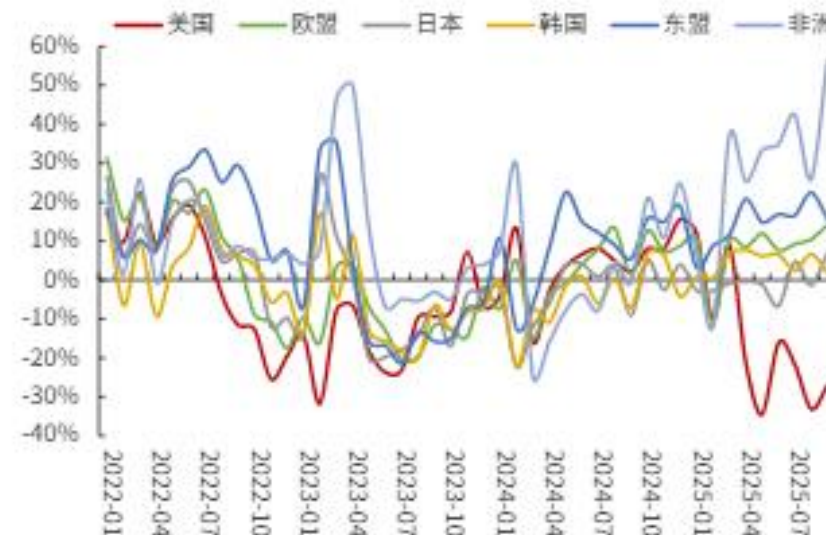
- 9月出口同比增速回升更多是“台风导致去年同期低基数”和“出口季节性回升”推动：一方面，9月出口两年平均增速持续降至5.3%；另一方面，9月出口环比增长2.1%，略弱于2018-2023年各年9月3%的环比增速均值。
- 三大贸易伙伴美国、欧盟、东盟分别占我国出口份额的10.4%、14.6%、16.3%，其中，我国对美国出口同比增速由8月的-33.1%上升至9月的-27.0%。对欧盟出口同比增速由8月的10.4%上升至9月的14.2%。对东盟出口同比增速由22.5%下降至15.6%。新兴贸易伙伴中，9月我国对非洲、拉丁美洲、印度的出口同比增速较高，分别为56.4%、15.2%、14.4%。

图 1：2025 年 9 月我国出口同比增速较上月上升 3.9 个百分点



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2025 年 9 月；注：复合增速的计算以 2019 年为基期，2024-2025 年为单月同比增速

图 2：我国对各国家或地区出口同比增速

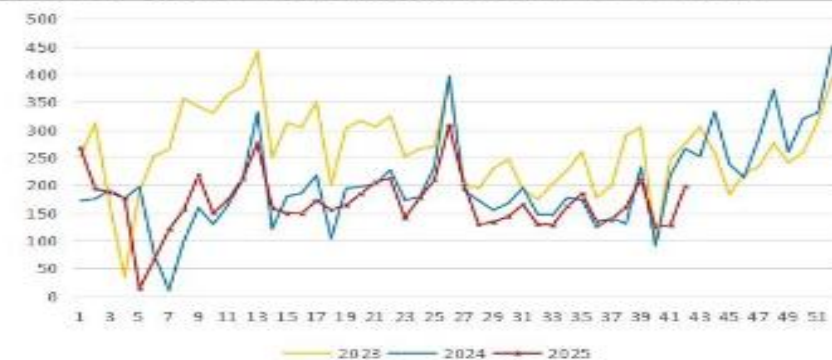


资料来源：Wind，光大证券研究所；注：上图为对各个国家或地区出口额（以美元计）的单月同比增速，数据截至 2025 年 9 月

策略聚焦：房地产总体保持弱势，销售面积和金额降幅扩大

- 2025.10.13-2025.10.19，30大中城市房地产新房成交面积198.09万平方米，同比下跌25.43%，环比上涨54.79%。30大中城市房地产新房累计成交面积7068.95万平方米，同比下跌4.92%。从库存消化周期来看，上周10大城市存销比为112.9，其中一线城市为71.81，二线城市为181.17。
- 房地产市场总体保持弱势，房地产开发投资降幅扩大，销售面积和销售额降幅扩大，房价也总体保持下行态势。

图表 5：30 大中城市新房周成交面积（万平方米）



数据来源：Wind，国新证券整理

图表 13：100 大中城市土地成交建筑面积（万平方米）



数据来源：Wind，国新证券整理

图表 10：7 个城市二手房周成交面积（万平方米）



数据来源：Wind，国新证券整理

图表 14：100 大中城市土地成交总价（亿元）

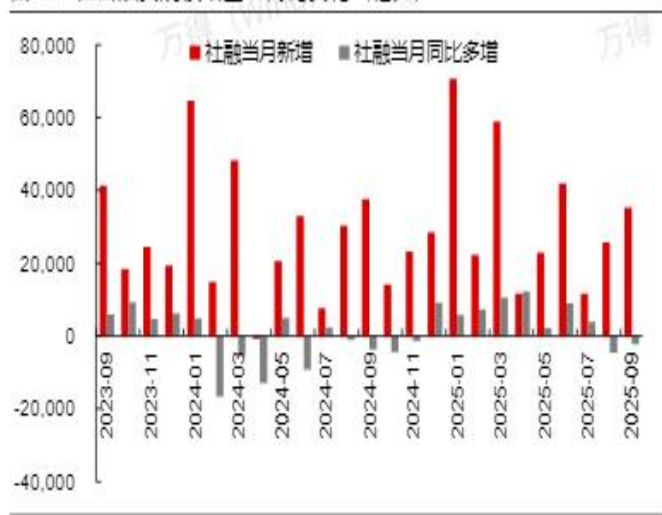


数据来源：Wind，国新证券整理

策略聚焦：金融数据——社融中政府债、信贷是主要拖累

- 9月新增社融3.5万亿，同比-0.2万亿，信贷和政府债是主要拖累项。具体来看：1) 9月社融口径人民币贷款新增为1.6万亿，环比季节性回升，但同比-0.4万亿，一是特殊新增专项债用于化债、偿还欠款，企业现金流改善后，反而对信贷有所压制，二是“反内卷”挤出虚增空转贷款，三是当下企业融资需求仍弱。2) 9月政府债新增1.2万亿，同比-0.3万亿，政府债前置后劲或有不足，目前8、9月政府债净融资已连续两个月同比转负，若无新增额度，Q4政府债或持续拖累社融增速下行。3) 企业债、未贴现票据同比改善，其中企业债主要系去年基数较低。
- 9月社融存量同比增速回落至8.7%，剔除政府债之后持平至5.9%，社融口径的信贷增速则回落至6.4%。随着政府债净融资连续两个月回落，叠加“反内卷”下信贷整体低迷，社融增速已连续两个月同比回落。

图 1：社会融资规模增量、同比变化（亿元）



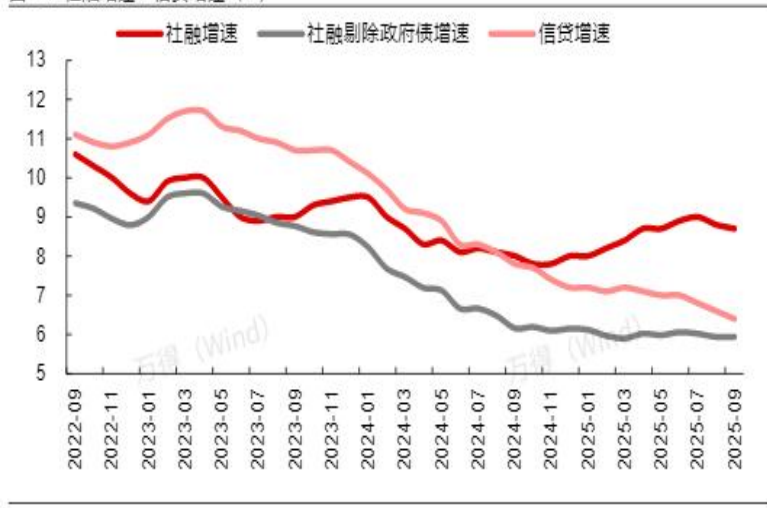
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：社会融资主要分项同比变化（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：社融增速、信贷增速（%）

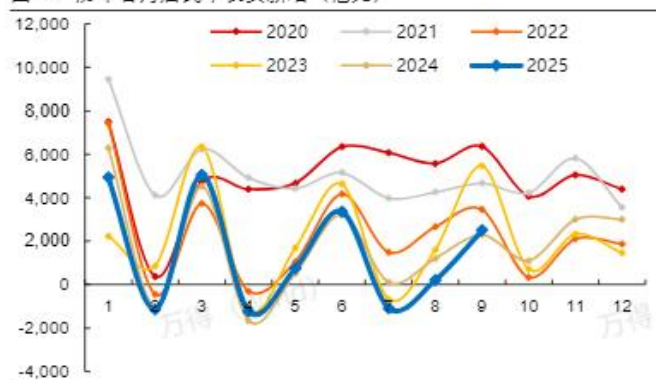


资料来源：Wind，长江证券研究所

策略聚焦：金融数据——居民中长贷转正，存款搬家减弱

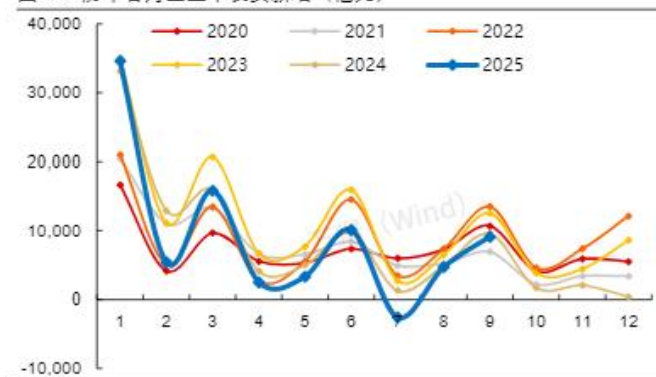
- 居民中长贷同比转正，但企业中长贷同比仍少增。值得注意的是，企业中长贷已连续3个月同比为负。
- 9月M1同比增长7.2%，较前值上升1.2pct，连续5个月呈现回升态势。我们理解，一是存在低基数效应影响；二是居民存款搬家行为弱化，部分资金从权益投资转回存款，短期或仍处于观察期，尚未进行再分配，或仍以活期存款形式存在；三是9月房屋销售有所回暖，房企流动性存款增加。

图 3：历年各月居民中长贷新增（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：历年各月企业中长贷新增（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：居民贷款分项同比变化（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：企业贷款分项同比变化（亿元）

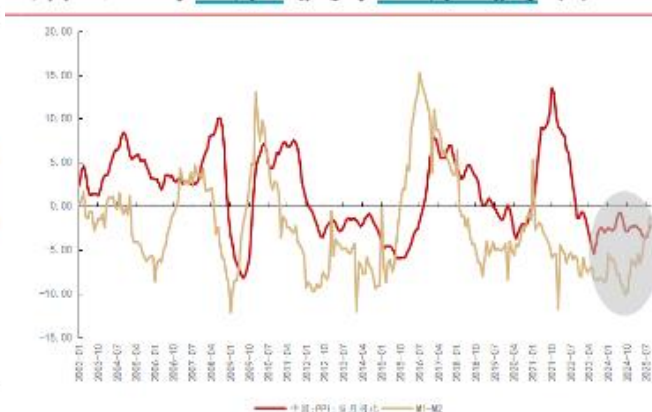


资料来源：Wind，长江证券研究所

图表5：M1 与 M2 同比增速剪刀差收窄（%）



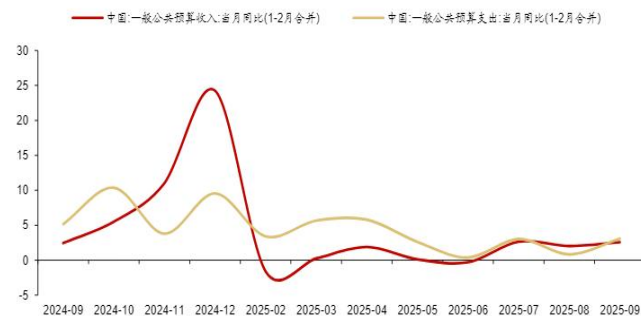
图表6：M1 与 M2 同比增速与 PPI 同比增速（%）



策略聚焦：财政支出延续积极态势

- 2025年9月财政收支整体处于偏紧平衡，支出速度相对较快且保持一定强度，对基本面有所支撑。
- 9月全国一般公共预算收入同比增长2.6%（前值2.0%），主要与税收收入加快有关；全国一般公共预算支出同比增长3.1%（前值0.8%）。
- 9月政府性基金预算恢复性增长，收入同比增速录得5.6%（前值-5.7%），而政府性基金支出增速放缓至0.4%。
- 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，一是总规模较上年增加1000亿元，二是范围有拓展。

图1：2025年9月一般公共预算收支边际向好



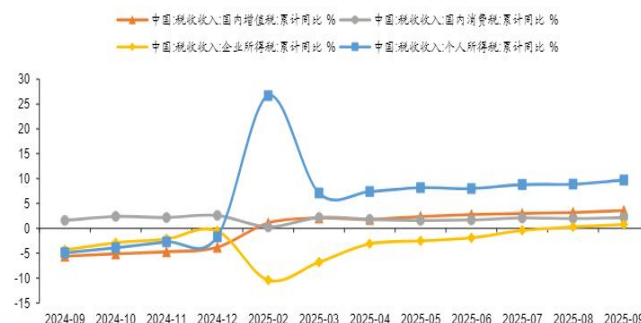
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：2025年9月中央一般公共预算支出小幅回升



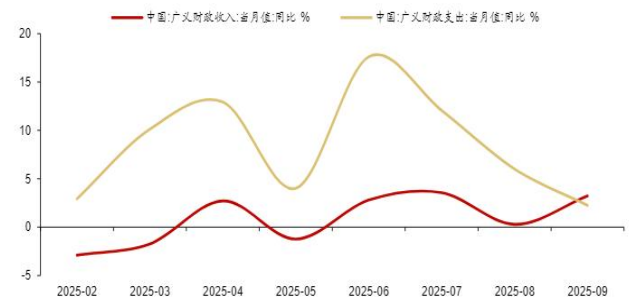
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：2025年9月税收收入维持修复态势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

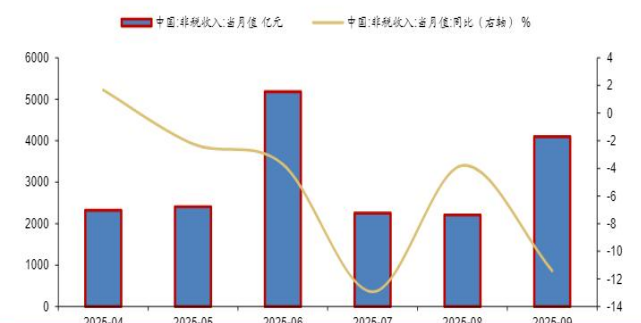
图10：2025年9月广义财政收支分化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：我们定义广义财政为一般公共预算和政府性基金预算之和。

图3：2025年9月非税收入增速延续回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图12：2025年广义赤字率创新高指向积极财政定调



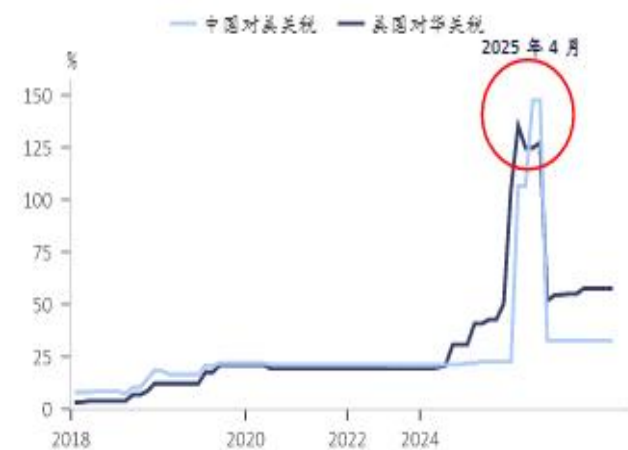
资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：我们定义广义财政为一般公共预算和政府性基金预算之和。

策略聚焦：关税摩擦——中美扰动增多，缓和仍然可期

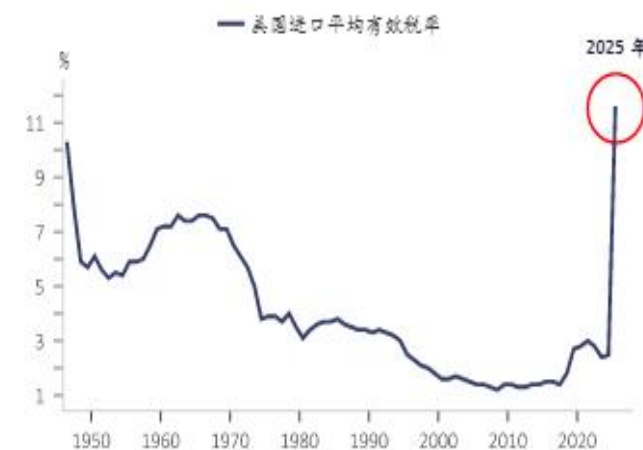
- 10 月下半月市场面临的外部地缘政治环境是：中美关系扰动边际增多，但 TACO 交易逻辑仍在。第一，中美关系方面，特朗普再度提出关税与出口管制威胁，但截至 10 月 13 日其已在基调上有所缓和，TACO 迹象出现，将于 10 月 28 日举行的韩国 APEC 峰会仍有可能成为中美会晤的潜在契机。
- 对投资者而言，特朗普的情绪软化，意味着本次关税威胁的实际冲击小于4月初的对等关税。当前A股市场也与4月有较大的区别。一是政策举措上，本次特朗普仅是放话威胁，并未采取实际措施。二是对特朗普关税冲击的适应，市场对于特朗普“雷声大、雨点小”的执政风格和特朗普“TACO”风格已经形成预期，已经形成“脱敏”。

图表 2: 中美最新关税水平



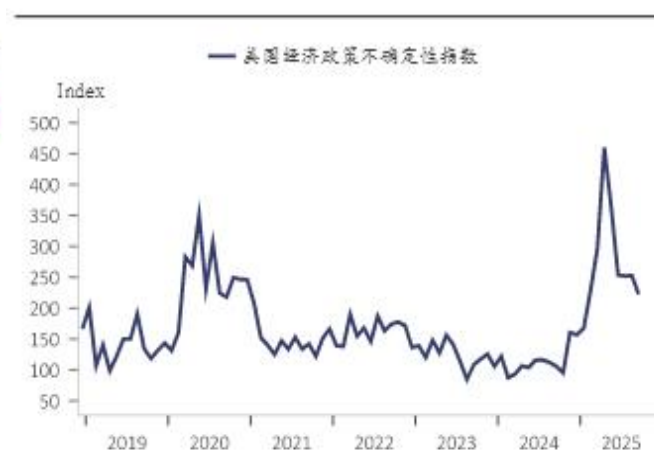
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 美国当前进口平均有效税率



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 美国经济政策不确定性指数已大幅回落



资料来源: Macrobond, 交银国际

策略聚焦：CPI数据出炉，为降息铺平道路

- 总体 CPI 环比升 0.3%（前值 0.4%），核心 CPI 环比升 0.2%（前值的0.3%），总体 CPI 同比和核心 CPI 同比皆上升 3.0%（前值分别为 2.9%和 3.1%），同时四个读数都比预期值低 0.1ppts。当前市场普遍预期年内降息两次。
- 从结构来看，本月CPI环比增速的放缓，主要受住房、二手车和卡车价格回落影响，而关税的传导仍在持续，如家电、家具、服装等价格环比涨幅较上月均有所扩大。

表1: 美国 9 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解 (%)

权重	分项	同比贡献分解		同比增速		环比贡献分解		环比增速	
		2025-09	2025-09	2025-08	2025-07	2025-09	2025-09	2025-08	2025-07
100	全部	3.0	3	2.9	2.7	0.3	0.3	0.4	0.2
13.635	食品	0.42	3.1	3.2	2.9	0.06	0.06	0.5	0
7.982	居家食品	0.22	2.7	2.7	2.2	0.05	0.05	0.6	-0.1
5.653	外带食品	0.21	3.7	3.9	3.9	0.02	0.02	0.3	0.3
6.422	能源	0.18	2.8	0.2	-1.6	0.04	0.04	0.7	-1.1
3.167	能源商品	-0.02	-0.4	-6.2	-9	0.05	0.05	1.7	-1.9
3.255	能源服务	0.20	6.4	7.7	7.2	-0.01	-0.01	-0.2	-0.3
19.295	核心商品	0.32	1.5	1.5	1.2	0.05	0.05	0.3	0.2
3.392	家居	0.10	3	2.8	2.4	0.00	0.00	0.1	0.7
2.458	服装	0.00	-0.1	0.2	-0.2	0.01	0.01	0.5	0.1
4.316	新车	0.03	0.8	0.7	0.4	0.01	0.01	0.3	0
2.437	二手车	0.11	5.1	6	4.8	0.03	0.03	1	0.5
1.511	医疗保健	0.01	0.7	0	0.1	0.00	0.00	-0.3	0.1
0.385	含酒精饮料	0.02	2	1.9	1.4	0.00	0.01	0.6	0.1
1.288	其它商品	0.05	3.7	3.1	3	0.01	0.01	0.4	0.2
60.648	核心服务	2.10	3.5	3.6	3.6	0.21	0.21	0.3	0.4
7.451	主要居所租金	0.26	3.4	3.5	3.5	0.02	0.02	0.3	0.3
26.199	业主等价租金	0.99	3.8	4	4.1	0.10	0.10	0.4	0.3
6.78	医疗服务	0.26	3.9	4.2	4.3	-0.01	-0.01	-0.1	0.8
6.257	交通运输服务	0.16	4.4	3.6	3.9	0.06	0.06	-0.2	0.4
3.457	休闲服务	0.15	2.5	3.5	3.5	-0.01	-0.01	1	0.8
4.904	教育与通讯服务	0.06	1.1	1	1.1	0.00	0.00	0.1	0.2

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

策略聚焦：美联储停止缩表可期

- 从量的角度来看，截至2025年9月、6月，准备金占银行总资产、GDP的比例分别降至12.3%、11.1%，已触及由充裕（abundant）向充足（ample）转换的阈值（12-13%、11-12%），而鲍威尔10月15日也表示“当准备金略高于充足（ample）水平时联储就停止缩表”，已较为充分地与市场沟通相关意向；从价的角度看，10月以来，SOFR利率多次冲高并超过IORB利率，且已带动EFFR利率上行。

图表1：截至 2025 年 9 月，银行准备金占银行总资产的比例已触及 12-13% 的转换阈值



资料来源：Haver，华泰研究

图表2：截至 2025 年二季度，银行准备金占 GDP 的比例也接近 11-12% 的转换阈值



资料来源：Haver，华泰研究

图表3：10 月以来，SOFR 利率多次攀升，并已超过 IORB 利率



资料来源：Haver，华泰研究

策略聚焦：最近一个月中国股市净流入较多

- 过去一周，全球资金流入货币市场基金，发达股市流入明显，新兴股市小幅流出；固收基金方面，美国流入明显，本周流入111.7亿美元；权益基金方面，美国市场本周大幅流入122.9亿美元，内资和外资均流出中国股市。

大类资产类别基金(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	2025Q3	2025Q2	2025Q1	年初以来	2024Q4	2024Q3	2024Q2
全球货币市场	236.5	1141.2	3451.4	1010.0	3260.0	4833.5	3567.6	4190.1	716.8
发达市场股市	156.2	802.0	1266.2	1073.7	2096.8	3197.8	2350.1	1656.3	777.6
新兴市场股市	-14.6	276.1	220.2	272.0	-188.6	78.3	256.7	549.8	114.5
全球政府债券	47.4	136.4	417.5	361.6	335.8	668.0	23.9	403.3	332.4
新兴市场债券	8.3	66.6	278.4	192.0	6.0	228.8	-143.2	-10.6	-10.6
投资级企业债	28.4	201.6	517.1	116.7	200.5	382.8	218.5	396.7	200.4
高收益债券	-28.1	-5.7	222.5	-26.0	119.9	115.5	68.5	166.6	57.3
固收类基金，分国家/地区(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	2025Q3	2025Q2	2025Q1	年初以来	2024Q4	2024Q3	2024Q2
发达欧洲国家	43.9	125.8	436.6	303.3	269.0	608.4	295.8	265.4	280.3
美国	111.7	669.4	1760.1	390.1	1254.3	1738.4	1059.3	1518.4	889.7
日本	1.7	10.6	30.7	2.2	-2.9	0.8	8.3	10.6	1.2
中国	-2.7	12.3	135.7	183.3	15.3	221.2	7.1	15.3	19.2
新兴市场	12.1	81.6	332.7	233.7	37.3	302.5	-100.8	28.2	33.9
印度	0.4	0.7	1.8	-3.1	-3.6	-6.5	-7.4	0.4	0.9
权益类基金，分国家/地区(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	2025Q3	2025Q2	2025Q1	年初以来	2024Q4	2024Q3	2024Q2
发达欧洲国家	24.9	112.3	331.1	446.4	356.2	830.7	-176.9	38.3	5.9
美国	122.9	619.8	679.9	449.8	1493.4	1946.2	2481.6	1496.4	681.6
日本	-0.3	-1.5	-26.7	-1.7	120.2	96.2	-94.6	70.2	25.0
中国	-10.0	243.2	150.9	121.8	-166.4	-74.9	309.0	461.0	7.1
新兴市场	-12.7	297.1	274.6	330.3	-145.2	183.6	300.1	588.9	151.2
印度	-1.5	-5.1	11.7	24.1	-40.0	-9.6	-24.9	39.9	67.6
全球投资中国基金/ETF(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	2025Q3	2025Q2	2025Q1	年初以来	2024Q4	2024Q3	2024Q2
主动型固收共同基金	2.6	2.3	3.7	-10.0	-6.2	-6.2	-8.3	-7.1	-10.8
被动型固收共同基金	0.0	-0.1	-0.8	-0.5	-1.3	3.1	0.7	1.6	0.9
安硕中国ETF	0.0	-0.5	5.6	0.7	1.6	1.6	5.8	5.5	0.0
富时三倍做空中国ETF	0.0	-0.2	0.6	2.4	2.2	2.2	-0.2	1.3	-1.4

框架更新：基于中美利差的中美经济周期跟踪

- 中美利差大致衡量中美两国经济周期差异，对于大类资产波动有重要含义。
- 在名义利率端，中国长债收益率近期有所反弹，美债收益率回到中高位置，中美利差有所收敛；
- 在实际利率端，中美两国实际利率变化不大，两国实际利率差低位震荡；

中美10Y国债名义利差



中美10Y国债实际利差



框架更新：1、短期经济拟合

- 我们采用华创证券的WEI指数来表征短期中国经济周度趋势，采用亚特兰大联储的GDPNOW指数来表征短期美国经济周度趋势。
- 短期高频数据显示中国经济在去年9月底回升，最近的大幅下挫主要是因为假期效应导致；受益于第三季度实际个人消费支出增长和实际私人国内投资总额增长的预测提升，美国经济增长预期较前段时间有所提高。

中国周度GDP拟合趋势

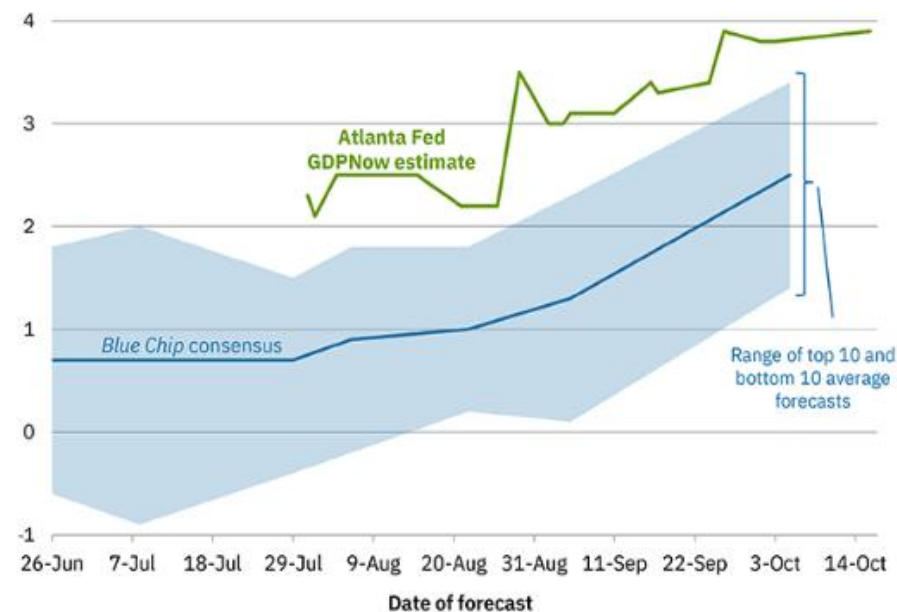
图表 1 华创宏观中国周度经济活动指数和中国季度实际GDP同比增长率



资料来源: Wind, 华创证券; 注: 为了剔除移动假日效应, 2025年1月26日至2025年2月23日的指数为两年同比均值

美国周度GDP拟合趋势

Evolution of Atlanta Fed GDPNow real GDP estimate for 2025: Q3
Quarterly percent change (SAAR)



Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts
Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

框架更新：2、PMI 景气周期

- 从中美两国PMI综合指数对比来看，中美两国PMI指数基本与8月维持不变。
- 从近期数据看，中美两国的数据均在荣枯线以下，最近两月略微走高，继续关注后续几个月两国的PMI趋势；

中国制造业PMI趋势



美国制造业PMI趋势



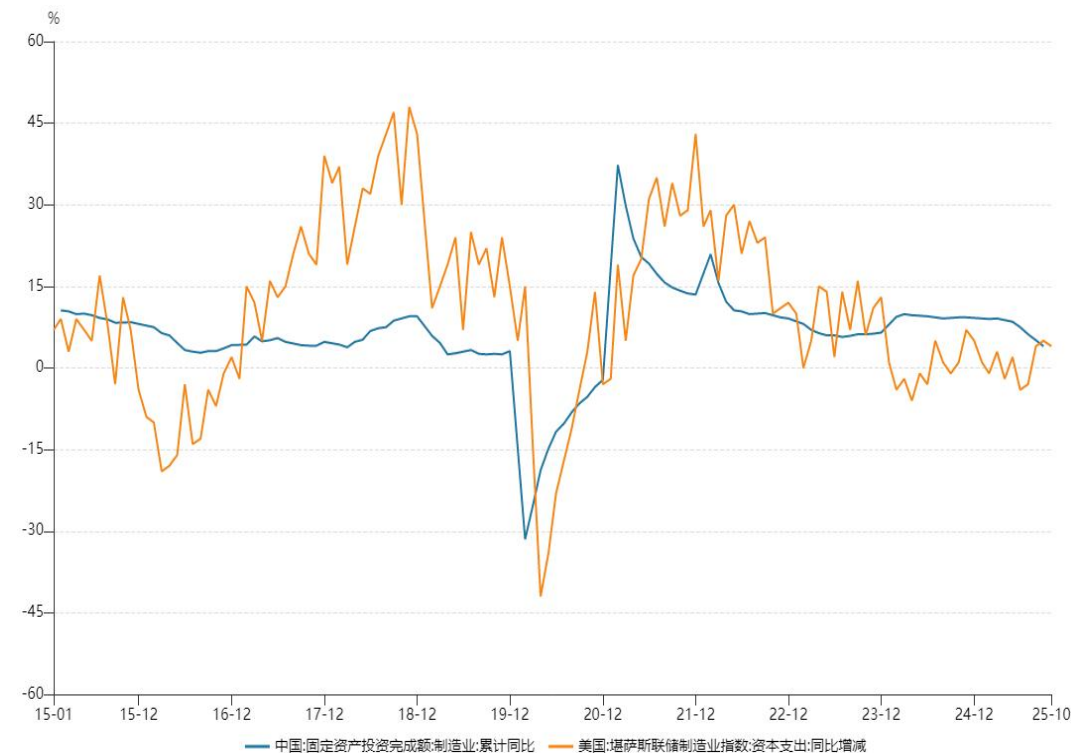
框架更新：3、产能周期

- 从产能利用率角度看，中国的产能利用率底部震荡波动较大，出现较多行业以减产、限产来维持价格和利润，还有待观察，美国的产能利用率震荡走弱；
- 从制造业固定资产投资看，中国制造业投资仍然处于下降趋势中，美国则偏震荡下行；

中美工业产能利用率趋势



中美固定资产投资趋势



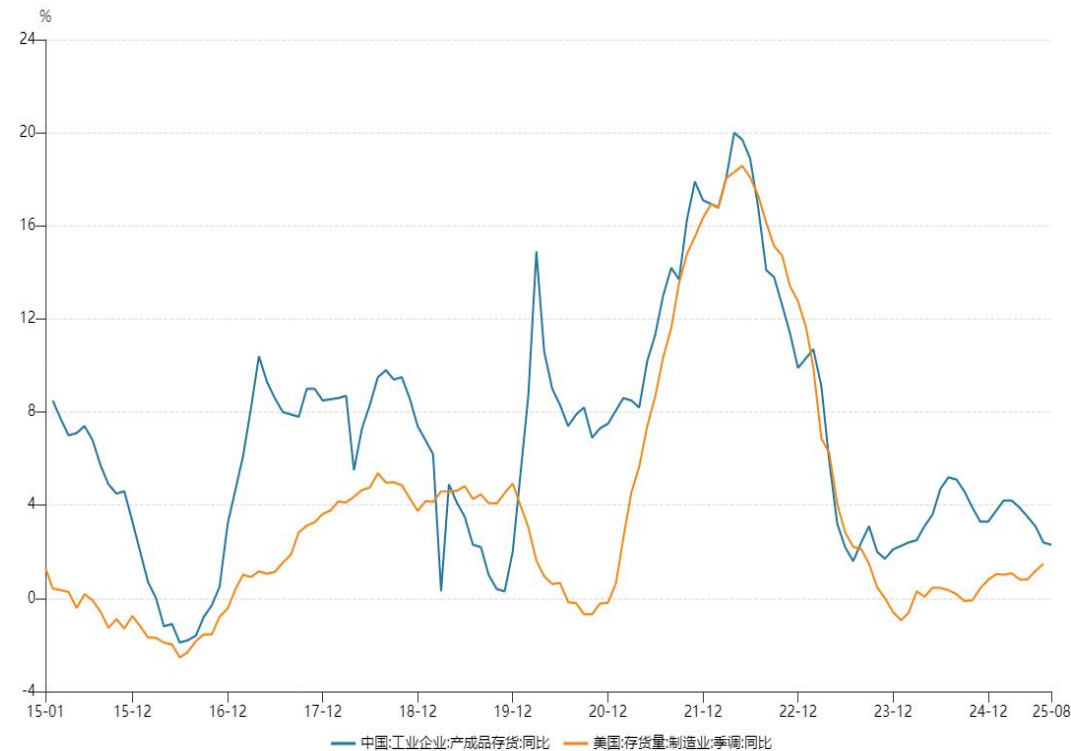
框架更新：4、库存周期

- 库存趋势看两国库存周期都处在底部位置，两国库存水平都在低位，向下空间不大，美国最近有补库存(工业口径)的迹象，中国最近库存低位略下滑；

中美PMI口径库存趋势



中美工业口径库存趋势



框架更新：5、服务与消费

- 中美两国服务业景气都在低位且均处于缓慢下降的趋势中，中国由于疫情影响波动更大，美国服务业PMI数据自20年触及高点以后持续处在低位。
- 中美消费者信心指数差异明显，中国自疫情发生以后下降以来，目前仍在低位但略有回升；美国消费者信心指数在低位逐步恢复后，再次快速回落；

中美服务业PMI趋势



中美消费者信心指数趋势



框架更新：6、通胀周期

- 中美CPI指数都在低位，美国CPI在22年中触及顶点以来，缓慢下降往2靠近%；而中国CPI在持续下行之后在底部振荡，在0轴附近徘徊。
- 从PPI角度看，两国趋势基本类似，美国的PPI增速较高但近期也有所回落，中国的PPI偏底部震荡；

中美CPI趋势



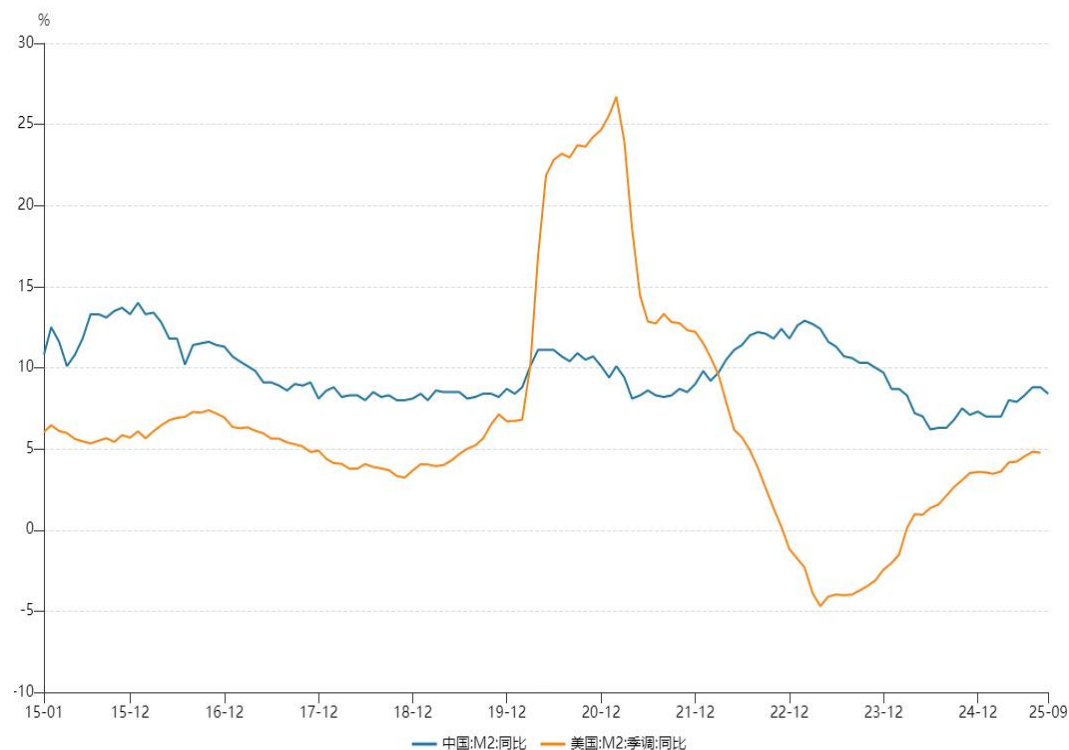
中美PPI趋势



框架更新：7、金融周期

- 从M2的角度看，中美两国有明显差异，中国M2在持续一年多的下行后，有底部企稳迹象，未来看下行趋势是否确
认被扭转；美国M2增速较低但在2023年初开始持续明显回升。另外从社会整体融资角度看，中国社融增速波动较
大，美国央行资产规模扩张速度处于负区间。
- 两者结合，从融资扩张角度看，美国在货币数量或融资的扩张上要弱于中国。

中美M2趋势



中美社会融资规模趋势

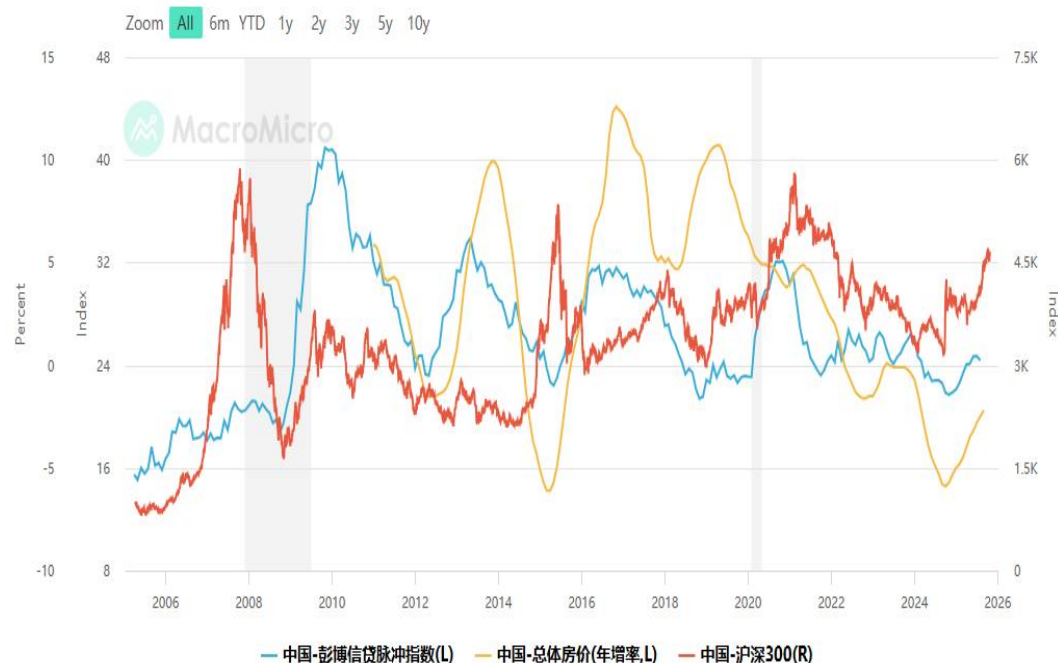


框架更新：8、信贷脉冲

- 中国信贷脉冲自22年初触底后一直在低位波动，而中国的房价指数持续下跌，最近跌幅收窄。
- 而美国信贷脉冲则出现大幅波动，自23年中以后有明显的上升，显示其扩张力度较为明显，至今仍然维持强扩张态势，这是两国很大的差异所在。

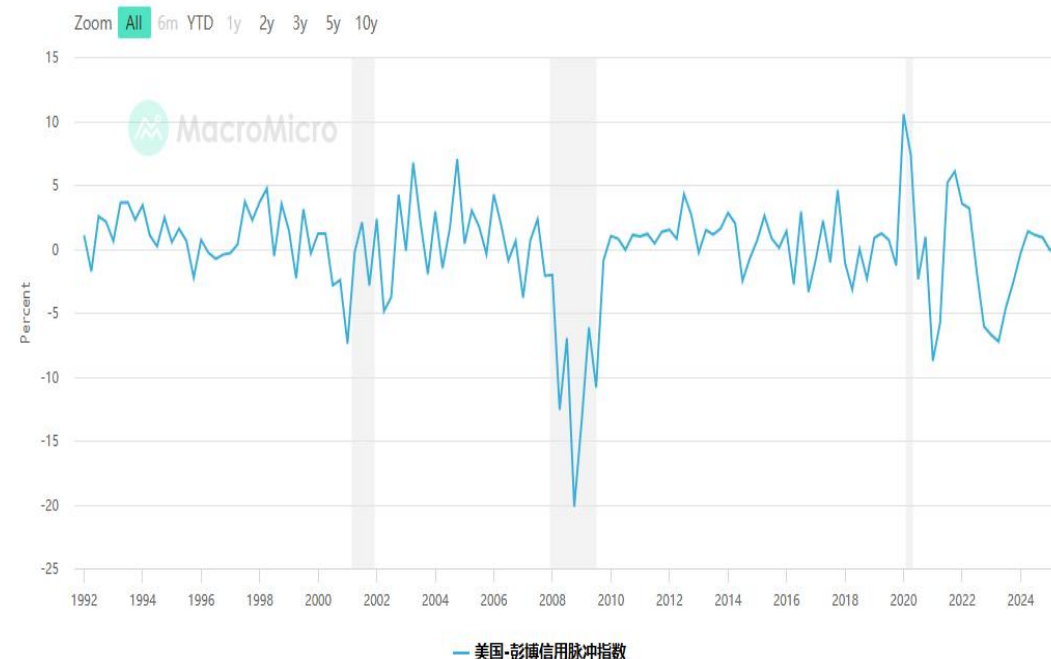
中国彭博信贷脉冲指数

中国-彭博信贷脉冲指数
MacroMicro.me | MacroMicro



美国彭博信贷脉冲指数

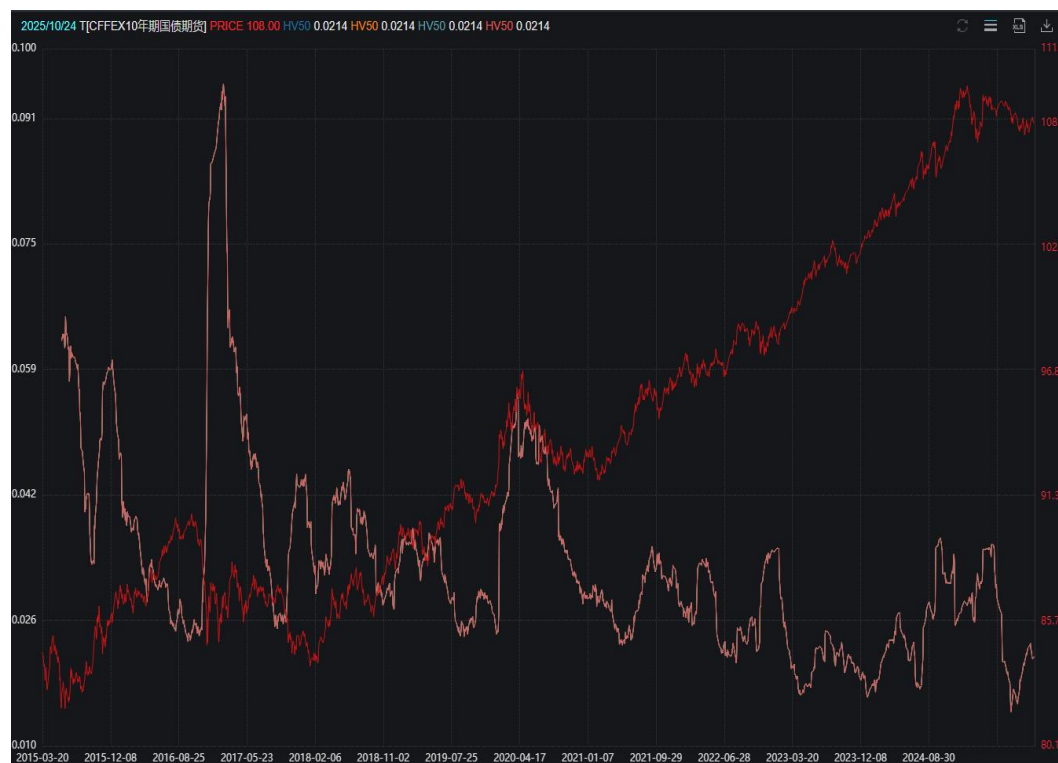
美国-彭博信贷脉冲指数
MacroMicro.me | MacroMicro



框架更新：9、利率波动率

- 中美两国利率变化的波动率绝对水平都不高，相比之下美债收益率的波动率更低，随着近期央行表态的逐步频繁和加重，以及实操进场干预，中国的债券收益率的波动率近期上升明显，关注央行及相关监管部门的表态及动作。

中国10Y国债期货价格的波动率



美国10Y国债收益率的波动率



框架更新：10、货币政策定性评估

中国近期货币政策动向：

- 10 月 20 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布新版 LPR 报价，1 年期品种报 3.0%，5 年期以上品种报 3.5%，均与上月持平，这是 LPR 连续 5 个月保持不变。
- 10 月 24 日，中国人民银行发布公告称，为保持银行体系流动性充裕，10 月 27 日央行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 9000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。此次操作将实现净投放 2000 亿元，这也是央行连续第 8 个月加量续做 MLF。
- 10 月 9 日，央行开展 11000 亿元 3 个月期买断式逆回购操作。10 月 15 日，央行开展 6000 亿元 6 个月期买断式逆回购操作。10 月 22 日，央行公开市场开展 1382 亿元 7 天期逆回购操作，实现净投放 947 亿元。10 月 24 日，央行开展 1680 亿元 7 天逆回购操作。

美国近期货币政策动向：

- 10 月 15 日，美联储主席鲍威尔在本月末美联储会议静默期前的最后一次公开讲话中，暗示美国劳动力市场持续恶化，保留了本月降息的可能性，还透露美联储可能会在未来几个月内停止缩减资产负债表行动。

框架更新：总结—中美利差有望收窄

观察视角	中美对比	对利差影响
1、短期经济拟合	中国整体处于底部恢复状态，美国下半年预期走弱	偏向利差收缩
2、PMI 景气周期	中美均在枯荣线下方徘徊，美国连续数月下滑	偏向利差收缩
3、产能周期	都维持低位	维持
4、库存周期	均在库存低位	维持
5、服务与消费	中美均走弱	维持
6、通胀周期	中美均维持震荡	维持
7、金融周期	都在扩张，中国流动性更为宽松	偏向利差收缩
8、信贷脉冲	中国更超预期	偏向利差收缩
9、波动率	中国波动率高位，美国持续低位	偏向利差收缩
10、货币政策评估	中国开始加码增量政策并管理市场预期，美国降息预期升温	偏向利差收缩



共 同 讨 论 ！

联系方式：

公司：沅京资本管理（北京）有限公司

地址：北京市西城区北展北街华远企业中心D座1单元203

官网：www.fundinbj.com

电话：010-66290069