

# 研报精选

2025年10月26日 第243期

## 宏观专栏

### 联合解读四中全会

报告认为，“十五五”期间中国经济迈入新模式，既有机遇，也有挑战。面对当前发展条件的变化，“十五五”规划也将进行相应调整。比如，1）提高对科技创新的要求（抢占科技发展制高点）；2）强调扩大内需；3）把开放提到更加靠前的位置。

### 内需走弱，政策待加码——9月经济数据点评

报告认为，我国三季度GDP同比增长4.8%，反映出经济增长压力加大。其中，资本形成对GDP增长的贡献下降，是经济放缓的主要拖累项。年内可能需要稳增长政策进一步加码。

## 专题聚焦

### 黄金、分红与成长

报告认为，今年以来，黄金、分红与成长股的表现无法单纯用传统的通胀和通缩框架来概括，而从原因出发，以信用周期为抓手，则能够较好地解释和把握中国资产的轮动规律。

### 休整、蓄力，再攀高

报告认为，美国方面，鉴于美国国会两党在预算方面分歧较大，预计美国政府仍有继续停摆的可能。国内方面，“反内卷”政策效果逐步显现，市场情绪保持高位，风险资产上行。

## 宏观专栏

### 联合解读四中全会

党的二十届四中全会于2025年10月20日至23日在北京举行，会议公报于10月23日发布，会议审议通过了《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》<sup>1</sup>。中国的2035远期目标并未变化，但相比“十四五”规划发布时，当前的发展条件发生了若干变化，我们以三个方面为例。一是自主科技创新取得了显著进步，积累了丰富经验；二是房地产调整，经济结构改善，但需求偏弱；三是地缘环境发生深刻调整。面对这些变化，“十五五”规划也将进行相应调整。比如，1）提高对科技创新的要求（抢占科技发展制高点）；2）强调扩大内需；3）把开放提到了更加靠前的位置。这些方向有助于我们理解“十五五”规划的主线。

**“十四五”是中国金融周期见顶转向、经济加速转型的关键时期。**金融周期是指房价和信贷互相加强而形成的大周期，金融周期调整后，经济发展模式由较多依赖房地产和传统基建转向更加依靠新经济的发展模式。“十四五”期间经济增速下行压力加大，但经济结构得以改善，经济发展的质量得到提高。《第二十届中央委员会第四次全体会议公报》（以下简称《公报》）指出，我国“经济实力、科技实力、综合国力跃上新台阶”<sup>2</sup>。“创新、绿色、协调、开放、共享”理念全方位推进，“十四五”规划主要指标完成良好。技术进步提速，创新动力增强。绿色成效突出，绿色转型加快。区域、城乡协调加强，持续增进民生福祉，推进共同富裕。高水平对外开放步伐加快，我国出口展现韧性。

**我们认为，“十五五”期间中国经济迈入新模式，既有机遇，也有挑战。**《公报》指出，“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”<sup>3</sup>。我国科技创新实力取得长足进步，但在一些前沿领域仍面临“卡脖子”风险。房地产市场调整带来的债务和需求不足问题还待解决，提振

<sup>1</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202510/content\\_7045444.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202510/content_7045444.htm)

<sup>2</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202510/content\\_7045444.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202510/content_7045444.htm)

<sup>3</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202510/content\\_7045444.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202510/content_7045444.htm)

需求的紧迫性上升，这也是实现2035年远景目标的抓手。地缘经济风险加剧，全球多边体系受到更大的挑战。应对这些挑战，“十五五”期间，政策仍需多方发力，继续推进高质量发展。

这种情况下，我们从《公报》中梳理了几条主线，比如1）科技创新；2）扩大内需；3）对外开放。具体来看：

### 科技创新

对科技创新的追求上升一个层次，“科技自立自强水平大幅提高”，科技水平要“抢占制高点”。在经历“十四五”这几年的科技发展之后，根据WIPO的统计，2023年中国的研发经费投入（按照购买力平价折算）已经占到全球的26.2%，仅次于美国的28.4%，差距也仅有2.2个百分点<sup>4</sup>。《公报》提升了对科技创新的目标，明确提出要“抢占科技发展制高点”。

政策不仅关注科技的研发，同时关注科技的规模化应用，更加注重现代化产业体系建设。在本次公报中，现代化产业体系出现的位置要先于科技创新。这说明在未来五年里面，政策可能对科技的大规模应用将更加重视，“十五五”期间，政策或将更加关注高科技产业发展可持续的问题。

### 扩大内需

全会延续坚持扩内需为战略基点，强调“惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合”，大力提振消费，扩大有效投资，增强内循环内生动力，同时改善民生和推进共同富裕相较于“十四五”规划中的位置进一步提前。从效果看，我们认为，“投资于人”短期提振需求，长期提升供给能力（人口、人力资本）。我们认为，从方向上看，解决群众急难愁盼的民生问题，有多个方面值得关注，一是社保护覆盖面、提水平，如缩小城乡居民养老和医疗保障差距，灵活就业和中小企业社保降低缴费负担、做实缴费基数、提升保障水平；二是民生从重硬件（投资）到重软件（如人员编制补贴不足）；三是提升基本公共服务的均衡性，推进公共服务随人走、由常住地供给；四是降低三育成本，

---

<sup>4</sup> <https://www.wipo.int/en/web/global-innovation-index/w/blogs/2024/end-of-year-edition>

办好人民满意的教育，如提升生育直接和间接补贴水平，义务教育更重公平性，高中阶段提升普职比，大学阶段优质学位扩围和新兴学科增设；五是在“9073”的养老模式（90%居家、7%社区、3%机构）下<sup>5</sup>，大力发展社区嵌入式的居家养老，将社区基础设施、三级诊疗和长护服务有机结合；六是推动房地产高质量发展，城市发展从外延式扩张转向内涵式提质，房地产转向高品质、低风险、可持续的新模式，城市更新坚持“四好”标准（好房子、好小区、好社区、好城区）。此外，我们认为，消费补贴仍有空间。促消费或需惠民生（易上难下）与消费补贴（可放可收）相结合。

## 对外开放

**高水平开放强调制度型和自主性。**《公报》延续了“扩大高水平对外开放”的提法，并将“开放”部分提前（相比“十四五”规划中的位置），强调“以开放促改革促发展”。我们认为在地缘竞争加剧的背景下，高水平开放的重要性进一步凸显。《公报》继续强调制度型开放和自主开放，而且在“扩大自主开放”前新加“积极”二字，我们预计未来自主开放速度或进一步加快。“与世界各国共享机遇、共同发展”、“拓展双向投资合作空间”等提法整体呼应了《公报》中指出的“国际影响力大幅跃升”。部分具体措施在《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》也有涉及，例如“推动贸易创新发展”或更多对应了“贸易数字化、绿色化”。

此外，全会强调扎实推进乡村全面振兴，促进区域协调发展。围绕“三农”，公报指出“推动农村基本具备现代生活条件，加快建设农业强国”，延续将“三农”置于全党工作重中之重的政策取向，我们认为未来五年农村软硬件基础将持续补强，农业科技与装备应用深化，农产品标准化与冷链流通完善，农业综合生产能力与质量效益有望加快提升，并带动县域消费与投资潜力释放。区域方面，公报指出“优化重大生产力布局，构建优势互补、高质量发展的区域经济布局 and 国土空间体系”，在全国统一大市场建设推进、主体功能区与城市群战略叠加的背景下，我们认为产业在重点区域的协同与分工将更清晰，资源要

<sup>5</sup> <https://m.news.cctv.com/2021/04/08/ARTIwcwUroEXDM4NPKGnmOuu210408.shtml>

素跨区域流动效率提升，增长极带动效应增强，全要素生产率有望改善，为中期稳增长与结构升级提供更为扎实的空间与制度支撑。

除对中长期政策讨论以外，《公报》也讨论了短期政策。全会明确宏观政策要持续发力、适时加力，近期财政部宣布<sup>6</sup>提前下达明年地方债额度、动用5000亿元地方债结转限额，并推动新型政策性金融工具逐步落地，形成财政与政策性金融协同的增量合力，我们认为有望托底四季度经济与就业、增强市场预期稳定性。同时，全会提出积极稳妥化解地方政府债务风险、切实抓好民生保障并加大欠薪整治力度，体现“稳增长与防风险并重、以民生促内需”的政策逻辑。我们认为，通过优化债务期限与结构、保障民生领域支持等，既有助于缓释地方债务压力，也能提升资金使用效率，精准支撑基层保就业、保基本服务与保消费，从而在稳增长的同时扩大内需、巩固经济修复动能。

以上观点来自：2025年10月24日中金公司研究部已发布的《联合解读四中全会》

张文朗 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988  
李求索 分析员 SAC 执业证书编号：S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991  
郭海燕 分析员 SAC 执业证书编号：S0080511080006 SFC CE Ref: AIQ935  
赵丽萍 分析员 SAC 执业证书编号：S0080516060004 SFC CE Ref: BEH709  
张雪晴 分析员 SAC 执业证书编号：S0080517090001 SFC CE Ref: BNC281  
刘中玉 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521060003 SFC CE Ref: BSP722  
刘佳妮 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520070002 SFC CE Ref: BNJ556  
曲昊源 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523060004 SFC CE Ref: BSW232  
彭虎 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521020001 SFC CE Ref: BRE806  
王思洋 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523070004 SFC CE Ref: BTG198  
庄铭楷 分析员 SAC 执业证书编号：S0080524060007 SFC CE Ref: BVC029

<sup>6</sup> [https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202510/content\\_7044811.htm](https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202510/content_7044811.htm)

## 宏观专栏

### 内需走弱，政策待加码——9月经济数据点评

三季度GDP同比增长4.8%，在去年同期低基数（4.6%）情况下，增速再度降至5%以下，反映出经济增长压力加大。其中，资本形成对GDP增长的贡献下降，是经济放缓的主要拖累项。从9月数据来看，内外需分化进一步加大，投资和社零增速均放缓，尤其是投资累计增速转为负增长；而出口金额和出口交货值增速改善，并对工业生产形成支撑。考虑到去年四季度基数显著抬升（从4.6%上升到5.4%），要实现全年5%左右的GDP增长目标，年内可能需要稳增长政策进一步加码。

三季度GDP增速继续回落，平减指数降幅边际收窄。2025年三季度GDP同比4.8%，较二季度回落0.4个百分点。从生产法来看，第一、二、三产业同比增速分别为4.0%、4.2%、5.4%（二季度分别为3.8%、4.8%、5.7%）。从支出法来看，三季度最终消费支出、资本形成和净出口对经济的贡献率分别为56.6%、18.9%、24.5%（二季度分别为51.9%、25.0%、23.1%），投资贡献下降，而消费、净出口贡献上升。价格方面，三季度平减指数同比-1.1%，降幅较二季度的-1.3%边际收窄，或主要受“反内卷”相关政策影响，但GDP平减指数已经连续十个季度为负，显示有效需求仍显不足。

出口和季末效应拉动9月工业生产。9月工业增加值同比6.5%（8月为5.2%），汽车、食品、饮料、医药、通用设备等增速较8月边际上升较多，而原材料制造业增速多数较8月边际下降。我们认为，一方面，9月工业增加值增速边际改善有一定季末效应推动，另一方面，出口仍是工业生产的重要拉动因素。与前期公布的海关出口数据一致，9月工业企业出口交货值同比3.8%（8月为-0.4%）。

固定资产投资累计同比转负，主要仍是受建筑安装工程投资影响。1-9月固定资产投资同比-0.5%（1-8月为+0.5%），季调环比-0.07%（8月为-0.15%），降幅小幅收窄。结构来看，大规模设备更新改造政策支撑下，1-9月设备工器具投资同比14.0%，虽然较1-8月回落0.4个百分点，但仍然拉动整体固定资产投资2.0个百分点。而建筑安装工程投资同比-4.1%，降幅较1-8月扩大1.9个百分点，

下拉整体固定资产投资2.9个百分点，仍是主要下拉项。分行业来看，制造业、基建、房地产投资增速皆有所下降。

**出口和政策支撑下，制造业投资增速虽然回落，但表现好于地产和基建。**1-9月制造业投资累计同比+4.0%（1-8月为+5.1%），增速继续回落，但整体表现好于地产和基建。我们认为这一方面是受到出口韧性的支撑，另一方面或也与政策支撑有关，前期大规模设备更新改造政策持续支撑了制造业投资，而我们预计新型政策性金融工具有望形成制造业投资资金支持的政策接力。已经公布数据的制造业行业1-9月投资增速皆较1-8月下降，交运设备、食品、金属制品等行业边际降幅排名靠前。

1-9月广义基建投资同比增速回落至3.3%（1-8月为+5.4%），单月同比降幅扩大至8.0%（8月单月同比下降6.4%）。分项上，1-9月公用事业、交运、水利环保公共设施管理业分别同比+15.3%、+1.6%和-2.4%（1-8月为+18.8%、+2.7%和-0.2%），9月单月基建三大子行业均为同比负增长，其中水利环保和公共设施管理业同比下降14.6%，为最大拖累项。钢联数据显示<sup>7</sup>，9月全国地方项目开工迎来季节性回升，但仍低于往年同期。随着四季度增量财政工具出台，化债对政府财力的挤占有望减轻，基建跌幅或收敛，但能否回至正增长仍需持续跟踪。

**房地产销售延续疲弱态势，开发投资同比跌幅继续走阔。**9月新建商品房销售面积同比降幅10.5%（8月降幅为10.6%），销售金额同比降幅略有收窄至11.8%（8月降幅为14.0%），销售总体偏弱，结构上向头部城市集中，且改善型需求得到一定释放。房屋新开工和施工面积同比降幅有所收窄，竣工增速改善。9月300城土地成交量同比跌幅虽有收窄，土地市场热度仍偏低，前期销售走弱或拖累土地购置费分项。房企投资较为谨慎，9月开发投资同比进一步放缓，由-19.5%降至-21.3%。

**以旧换新拉动减弱，餐饮消费扰动延续，社零总额增长放缓。**9月，社零总额同比增长3.0%，增速较8月放缓0.4个百分点，连续4个月回落。随着以旧换

<sup>7</sup> <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1845651100723698189&wfr=spider&for=pc>

新政策的退坡和去年同期基数抬升，以旧换新分项零售额增长趋于放缓，带动总体社零增速下行。与此同时，餐饮零售放缓至0.9%，烟酒类零售额延续弱增长，显示出相关政策对消费的影响依然存在。由于去年四季度在政策拉动下社零基数抬升，今年四季度可能增速进一步走弱。



---

以上观点来自：2025年10月20日中金公司研究部已发布的《内需走弱，政策待加码——9月经济数据点评》

张文朗 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988  
黄文静 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436  
郑宇驰 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442  
邓巧锋 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515  
段玉柱 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521080004 SFC CE Ref: BWF061  
潘治东 联系人 SAC 执业证书编号：S0080124080025

## 专题聚焦

### 黄金、分红与成长

今年整体强劲的市场环境中，有一些让人颇为费解的地方，例如风险（美港A三地的成长股）和避险资产（黄金）同涨，通缩（分红）与通胀（黄金）资产同涨。正常情况下，黄金、分红和成长这三大类不同属性的资产定价底层逻辑是不同的：黄金更多反映避险和储值价值，分红在通缩或防御环境下跑赢，成长则对应通胀和风险偏高改善的环境。但是反观今年，1-3月黄金与成长同涨，4-7月为分红与成长同涨，7-9月又是黄金与成长同涨，看起来不合常理。

如何理解这一“反常”现象，通缩和通胀周期的资产定价框架是否已经失效？如果是，那什么因子在定价中更重要？而且，在中美周期依然错位、但又将各自迎来拐点的环境下（《[中美信用周期或再迎拐点](#)》），哪类资产或行业将迎来更大机会？

**黄金、分红与成长同涨的背后：传统的“通胀和通缩”框架是否失效？**

从定价理论上，任何资产的价值应该等于其未来现金流在当期的总贴现，换言之，资产价格由其未来所能产生的所有现金流和贴现率（无风险利率+风险溢价）共同决定。从现金流角度看，黄金、分红和成长恰恰代表了三类特征迥异的资产：1）黄金最为特殊，没有现金流甚至是负现金流的资产（有储藏成本），因此在通胀尤其是恶性通胀时最受益；2）分红或与分红类似的债券等资产，提供的更多是近端且稳定的现金流，在低增长和通缩环境下更具吸引力；3）成长的远期现金流更多，因此在增长和温和通胀时跑赢。因此，如果只考虑这三类资产且粗略按照通胀和通缩环境划分的话，通缩环境下的排序是：分红>黄金>成长；通胀环境下的排序为：成长>黄金>分红。

显然，今年以来的表现是无法单纯用传统的通胀和通缩框架来概括的，这倒并非因为其已经失效，而是因为还有其他因素在这一阶段发挥了主导作用。探究背后的原因，对于我们判断未来的走势至关重要。

► 首先，资产轮动无法用单一的“通胀”或“通缩”逻辑来简单解释，

其他很多变量也会发挥作用，比如全球地缘格局割裂下的央行购金需求、此起彼伏的地缘风险、以及更为长远的全球货币体系重构等因素，都超越了简单的通缩通胀的基本面逻辑，这既是今年以来黄金上涨的主要推手，也是使得黄金价格“背离”美元和实际利率框架的原因。我们测算，当黄金价格超过5500美元/盎司时，黄金的存量总价值就会超过存量美债的38万亿美元。

► 其次，当前的宏观环境也不是一个简单的通胀或通缩就能概括的。对于中国，虽然受地产和上游资源品影响，整体经济和表观价格特别是PPI依然处于下行区间，但过剩的流动性导致但凡是有回报甚至有回报预期的“稀缺”资产都会因为资金的大量涌入而涨价，呈现局部通胀现象，此前的国债和分红、当前的黄金和科创，都体现了相对的通胀（即相对购买力下降），即便是CPI的分项中也体现了这一通缩和通胀并存现象。因此，更确切地讲，中国当前的局面应该是整体物价下行掩盖下的过剩流动性和局部通胀，这才会有分红和成长都涨，本质是流动性对稀缺回报的追求。对比之下，美国也并没有市场担心的滞胀，而是滞胀担忧下的科技趋势，因此才能有科技股和黄金的同涨。

► 最后，中美之间的周期上的错位和科技趋势的互动也会影响资产表现，比如美国科技会映射到中国科技链条，黄金也在中美周期错位下会受到美国通胀环境和美元定价的影响。

所以，单一的通胀和通缩无法完全把握中国市场的资产轮动规律，但直接诉诸“不可知论”也并非出路。当前外部关税挑战增加，内部经济增长放缓，市场在景气结构上也积累了较多浮盈，应该如何配置，哪种资产会更为受益？我们认为，信用周期框架不失为一个有效的解决方法，这也是过去几年我们一直沿用的思路《[中美信用周期或再迎拐点](#)》。

如何把握中国资产的轮动规律？从原因出发，以信用周期为抓手

传统的通缩和通胀框架也好，更为经典的美林时钟也罢，具体应用中都会遇到类似的“痛点”：一方面是因为毕竟通胀和通缩是最终结果，没有考虑导致的原因和其他因素影响，另一方面也是因为在中国会因为如政策环境不同而“水土不服”，例如传统美林时钟认为滞胀阶段现金跑赢，是因为考虑到央行

紧缩会损害黄金，但从通胀属性本身考虑，通胀会损害现金的购买力，黄金更为受益。

我们认为，解决这一问题的一个替代思路，是从原因出发，以信用周期为抓手。通胀和通缩都是经济和政策等各种因素综合作用的结果与现象，如果我们直接从导致这些经济现象的原因出发，或许可以起到不同甚至更好的效果，这也是信用周期框架的主要初衷：通缩和通胀是需求强弱的结果，需求来源的本质则是信用扩张。信用扩张的主体可分为政府部门和私人部门，从决定因素上又可以进一步分为三大块：一是以AI为代表的新产业趋势，二是政府主导的财政刺激，三是以地产消费和传统制造业为代表的私人部门传统需求。这三块中，除政府支出外，另外两块本质上都取决于各自投资回报率与融资成本间差距的大小，例如决定地产的租金回报率与居民购房的按揭利率。

由于中国的市场预期受政策导向影响更大、且间接融资占比更大，因此分析中国的资产轮动规律，可以将信用周期作为抓手，以如下两个指标来刻画：**1) 广义财政赤字脉冲**：衡量政府信用扩张，用广义财政赤字同比变化占GDP比重测算，弥补私人部门信用收缩；**2) 私人部门社融脉冲**：衡量私人信用扩张，用私人部门新增社融同比变化占GDP比重测算，反映实体融资需求和信贷投放强度。

多数情况下，广义财政赤字和私人部门社融脉冲都不会同步，毕竟二者出发点不同。私人部门融资主要反映经济的自发需求，而政府财政天然具有逆周期调节功能。当经济下行时，政府会加大财政支撑，而经济过热时则适度收敛，所以广义财政赤字脉冲和私人部门社融脉冲多数时间互相对冲。在某些阶段，因为政策响应速度的问题，也会同步向上或向下。因此，我们既要观察整体走向，也要拆开看由谁驱动，以判断对资产表现的不同含义。

**信用周期在资产轮动中的实践效果：“财政强+社融强”商品成长更强，“财政弱+社融弱”股市商品承压**

那么，信用周期框架在判断资产轮动中的效果如何？我们按照财政与私人信用脉冲的不同组合划分四个阶段，即“财政强+社融强”，“财政弱+社融强”，

“财政弱+社融弱”，“财政强+社融弱”。通过复盘过去十年不同阶段下的资产和行业表现，我们发现较为稳定的轮动规律。

举例而言，去年924以来，财政脉冲和私人社融脉冲上行，进入“财政强+社融强”阶段，风险资产整体走强。但往前看，随着高基数效应显现、财政发力速度放缓，信用周期可能逐步走向“财政强+社融弱”或“财政弱+社融弱”阶段（取决于财政发力速度）（《[中美信用周期或再迎拐点](#)》）。

► **财政强+社融强（如去年924以来）：股市>商品（黄金略好于铜）>债市。**  
最典型阶段就是去年924以来至今，财政赤字和私人社融脉冲同步上行，市场风险偏好抬升。此外，2015年9-10月、2018年10月-2019年5月、2020年3月-2020年12月、2024年8月-2025年9月等也属于这一阶段。由于信用周期同步修复，从年化收益中位数看，股市>商品（黄金略好于铜）>债市，股市上涨概率达到70%，A股年化收益中位数为59%，跑赢港股的43%，债券落后。板块上，消费>成长>周期>金融>分红。

► **财政弱+社融强（如2022年10月-2023年1月）：股市>商品（黄金好于铜）>债市，但股市上涨概率下降。**这一阶段包括2016年2-4月、2016年底-2017年5月和2022年10月-2023年1月。“财政弱、社融强”的组合下，政策支撑减弱但实体需求继续改善，经济从“政策驱动”向“内生修复”过渡，股市受益于企业盈利预期改善，商品受益于资金流向实体经济，债市走弱。但缺乏政策明确支撑的情况下，私人信用扩张强度会影响风险资产表现。这一阶段A股年化收益中位数为21%，但上涨概率仅为50%，港股好于A股。板块上，金融>消费>分红>周期>成长。

► **财政弱+社融弱（如2023年1-9月）：债市>商品（黄金跌幅小于铜）>股市。**2015年10-12月、2016年9-12月、2020年底-2021年底、2022年6-10月、2023年1-9月、2024年5月-8月等均表现为“财政社融均弱”。财政赤字脉冲回落说明政策支持减弱，私人社融脉冲回落反映企业和居民需求疲软，信用收缩阶段风险偏好下降。债市上涨，年化收益中位数达到5%，显著跑赢股市和商品的负收益。板块上，分红>周期>金融>消费>成长。

► 财政强+社融弱(如2023年9月-2024年5月): 债市>商品(铜好于黄金)>股市, 债市上涨概率为100%, 股市表现取决于财政力度。具体阶段包括2015年3-4月、2018年1-10月、2023年9月-2024年5月。财政扩张但信用传导受阻, 私人部门融资意愿不足, 此时股市上涨概率为50%, A股年化收益中位数为-4%, 港股好于A股。债市走强, 上涨概率为100%, 年化收益中位数超过6%。板块上, 周期>金融>分红>消费>成长。

当然, 因为现实环境的复杂, 上述四个阶段无法“完美”地囊括所有时间阶段, 会有“背离”。但看似背离都有明显的外部扰动影响, 因此也不能算是对信用周期框架的破坏。例如,

1) 信用扩张阶段的去年924至今, 黄金大涨甚至超过股票大盘, 是“去美元”叙事和避险情绪升温的结果, 但并没有超过成长股, 所以从另一个侧面看也不算背离; 2020年疫情后铜价大涨, 则受益于全球新冠疫情后需求修复、流动性宽裕。一些信用收缩阶段, 黄金和铜下跌则多数由于外部美债利率抬升、全球流动性收紧, 包括2015年四季度、2016年四季度、2022年下半年等时期。

2) 信用周期走势与股市背离的阶段, 也有明显的外力扰动。例如, 2015年下半年财政赤字和私人社融脉冲上行, 但股市下跌, 主要因2014年以来二级市场大幅加杠杆导致情绪过热, 推升股市快速上涨, 后续股市去杠杆导致大跌; 2016年4-9月财政赤字和私人社融脉冲下行, 但股市上涨, 则主要受益于供给侧结构性改革提供明确支撑。

---

以上观点来自: 2025年10月19日中金公司研究部已发布的《黄金、分红与成长》  
刘刚 分析员 SAC 执业证书编号: S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867  
王牧遥 分析员 SAC 执业证书编号: S0080525050003 SFC CE Ref: BWT054

## 专题聚焦

### 休整、蓄力，再攀高

美国方面，在官方关键经济数据停更后，市场对美国经济状态缺乏共识。从高频数据来看，6月以来WEI指标趋势触底回升，隐含三季度GDP环比年化增速在3%以上，美国小企业复苏迹象仍明显，设备投资热潮持续，经济增长韧性仍强。另一方面，基础设施投资和AI应用的普及或正在结构性减少企业雇佣需求，叠加特朗普政府驱赶非法移民，非农就业中枢或保持低位，我们预计美联储年内可能继续降息50bps。

往前看，鉴于美国国会两党在预算方面分歧较大，我们预计美国政府仍有继续停摆的可能。当前私人部门融资需求持续旺盛，市场通过回购市场进行的融资规模较大。这部分杠杆或受中美贸易摩擦升级等事件主导的市场情绪的影响较大，这些都将加剧跨风险资产的价格波动。当前准备金水平偏低，通过美联储SRF（常设回购机制）获得的借款在10月15日一度达到67.5亿美元的高位<sup>8</sup>，若流动性波动造成市场风险，我们预计美联储年底前可能宣布停止QT甚至重启扩表<sup>9</sup>。在关键经济数据不可得进而市场对经济状态缺乏共识的情况下，美债利率未来几周或仍保持低位震荡。宽货币周期下，美元进一步反弹空间不大。

国内方面，三季度GDP增速继续回落，但“反内卷”政策效果逐步显现，通胀水平有所改善，市场情绪保持高位，风险资产上行。2025 年三季度GDP同比 4.8%，较二季度回落0.4 个百分点；三季度平减指数同比-1.1%，降幅较二季度的-1.3%边际收窄，或主要受“反内卷”相关政策影响，但GDP平减指数已经连续十个季度为负，显示有效需求仍显不足。9月固定资产投资累计同比转负，主要仍是受建筑安装工程投资影响；通胀有所企稳，核心CPI同比上涨

<sup>8</sup> <https://www.reuters.com/business/us-banks-tap-fed-repo-facility-overnight-rates-climb-signaling-funding-strain-2025-10-15/>

<sup>9</sup> <https://www.reuters.com/business/feds-powell-say-end-balance-sheet-drawdown-may-be-nearing-2025-10-14/>

1%，PPI环比止跌。9月美联储降息，全球流动性和风险偏好回暖。9月沪深300上涨3.2%，为4月关税扰动以来连续第5个月收涨。恒生科技和创业板指数9月单月分别上涨14%和12%，年内涨幅领跑全球主要市场。10月以来市场有所回调，但A股市场情绪较高，融资余额保持高位。



以上观点来自：2025年10月21日中金公司研究部已发布的《休整、蓄力，再攀高》

张峻栋 分析员 SAC 执业证书编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

于文博 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523120009

范理 联系人 SAC 执业证书编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

张文朗 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2025.10.20 联合解读：中金10月数说资产
- 2025.10.20 中国图说中国宏观周报：增量工具托底4季度经济——前9月财政数据点评
- 2025.10.20 中国宏观简评：内需走弱，政策待加码——9月经济数据点评
- 2025.10.21 宏观探市：休整、蓄力，再攀高
- 2025.10.22 中国宏观专题报告：图说中国：2025年四季度
- 2025.10.24 中国宏观热点速评：新环境下的三条主线——《四中全会公报》简评
- 2025.10.24 联合解读：联合解读四中全会
- 2025.10.26 海外宏观简评：通胀温和支持美联储继续降息

### 策略及大宗商品

- 2025.10.20 大宗商品：数据观察：9月数据点评：供强于需，库存上升
- 2025.10.25 能源：聚焦：石油：地缘新变化，溢价或回归
- 2025.10.25 海外策略专题：日本居民当年为何没入市？

### 固定收益

- 2025.10.20 简评：需求走低，生产走高，库存累积意味工业品价格承压，仍需政策扶持——2025年9月经济数据分析
- 2025.10.20 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.10.20 中国城投债券月报：化债进展不断更新，靠前使用化债额度——9月城投债券月报
- 2025.10.20 信用债收益率跟踪周报：债市波动加大，中短端信用利差收窄
- 2025.10.22 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.10.23 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.10.23 简评：科技助力供给端，刺激消费稳定需求端，提质增效——二十届四中全会公告点评

### 行业

- 2025.10.20 REITs：成交略有回暖，关注后续节奏——公募REITs周报（10.13-10.17）
- 2025.10.20 银行：美国中小银行为何又“暴雷”——海外金融风险启示录（1）
- 2025.10.20 香港金融：香港银行3Q25业绩预览：盈利增速或放缓，年度回报仍可观
- 2025.10.20 化工：AI算力需求催生电子树脂升级换代，关注碳氢树脂
- 2025.10.20 传媒互联网：2025双11前瞻：即时零售和AI引领大促新变化

- 2025.10.20 可选消费：9月社零同增3.0%，关注消费支持政策成效
- 2025.10.20 房地产：9月房地产市场基本面表现仍偏弱
- 2025.10.20 煤炭：9月点评：供给收紧，煤价回升
- 2025.10.20 基础材料：水泥单月需求跌幅扩大，钢铁供需双弱
- 2025.10.21 可选消费：数说消费10月刊：部分可选品类改善
- 2025.10.21 不动产与空间服务：周评#461：十月前三周新房销售同比降三成
- 2025.10.21 银行：3Q25银行业绩预览：业绩仍具稳健性
- 2025.10.21 公用事业：电力环保周报：风核增值税返还政策面临调整；9月发电量公布，火电受清洁能源挤压
- 2025.10.21 主题研究：光伏周谈 | 供需短期僵持，关注组件龙头（25年第41周）
- 2025.10.21 传媒互联网：OTA和网约车月报：9月机酒价格同比正增
- 2025.10.21 主题研究：多晶硅追踪（4）：3Q25多晶硅环节有望实现量利修复，关注11月政策预期催化
- 2025.10.21 建筑与工程：9月固投：关注四季度财政政策发力的强度
- 2025.10.21 传媒互联网：9月电商月报：线上渗透率同比持续提升
- 2025.10.22 基础材料：9月数据点评：旺季需求成色不足，供需双弱致价格下行
- 2025.10.22 博彩及奢侈品：2025年9月瑞士表全球出口额同比下滑3.1%
- 2025.10.22 电力电气设备：河南储能构建收益“安全垫”，15GW目标引领高质量发展
- 2025.10.23 电力电气设备：2025北京风能展召开，行业需求预期更加乐观
- 2025.10.23 医疗健康：全球医疗器械：哪些增长点值得关注？
- 2025.10.23 房地产：海外房价走到哪儿了？
- 2025.10.24 银行：理财三季报资产配置线索（3Q25）
- 2025.10.24 钢铁：3Q25业绩前瞻：炉料强势侵蚀利润，关注核心资产估值修复
- 2025.10.24 汽车及零部件：人形机器人追踪（14）：市场进入震荡期，建议关注技术边际变化
- 2025.10.24 公用事业：全球逆变器PCS跟踪1：波兰储能实现突破
- 2025.10.25 零售：Costco深圳调研：坚守低毛利体系，稳健推进本土化
- 2025.10.26 传媒互联网：互联网周思考：双11启动
- 2025.10.26 传媒互联网：周报：10月游戏版号下发，IP食玩龙头递交上市申请

## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

---

**如有进一步需求，请联系：**

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn