



招商銀行

CHINA MERCHANTS BANK

因 您 而 变

# 私人银行季度投资观点

二零二五年 第四季度

PRIVATE  
BANKING

助您家业常青  
是我们的份内事



回顾2025年三季度，海内外宏观图景与政策环境呈现趋同态势，地缘与关税风险缓和，增长政策相继出台，共同提振风险偏好并主导大类资产交易。境外方面，美联储降息重启，流动性持续改善，全球股市再创新高。境内方面，三季度经济运行减速放缓，但政策改革加力推进，流动性与产业趋势支撑下，股票市场中枢不断抬升。

境内外宏观经济如何演变？政策如何调整？又如何影响资本市场？各大类资产分别蕴含哪些风险与机会？带着这些思考，与您分享我们对2025年四季度的资本市场展望。

**助您家业长青 是我们的份内事**

了解更多招商银行私人银行服务，敬请垂询。



扫码了解更多



招商银行  
CHINA MERCHANTS BANK

**Private Banking**  
私人银行



40066-95555

微信服务号：招商银行私人银行

## ► 2025年三季度大类资产表现回顾：中美政策与科技共振，境内外股涨债跌

回顾2025年三季度，境内外市场整体呈现震荡偏强趋势，主要围绕“美联储降息”、“科技财报亮点”以及“政策稳增长”进行集中交易。境外市场方面，美股、黄金大幅走强，美债、美元指数走弱。境内市场方面，“反内卷”政策改善物价预期，科技企业中报验证，提振股票市场情绪，成交量持续高位，指数整体上行，“双创”板块涨幅领先；受经济基本面预期改善与股债跷跷板效应影响，债市震荡、下跌波动加大，利率债、信用债收益率普遍上行。

表1：2025年前三季度市场回顾

| 大类资产 |     | 现 价        | 近1个月    | 今年以来   |         |
|------|-----|------------|---------|--------|---------|
| 境内   | A股  | 上证指数       | 3883    | 0.64%  | 15.84%  |
|      |     | 沪深300      | 4641    | 3.20%  | 17.94%  |
|      |     | 中证500      | 7412    | 5.23%  | 29.46%  |
|      |     | 中证1000     | 7575    | 1.83%  | 27.15%  |
|      |     | 创业板指数      | 3238    | 12.04% | 51.20%  |
|      |     | 科创50       | 1495    | 11.48% | 51.20%  |
|      |     | 中证红利       | 5461    | -1.39% | -2.16%  |
|      |     | 万得大消费指数    | 2674    | 1.25%  | 14.23%  |
|      | 港股  | 恒生指数       | 26856   | 7.09%  | 33.88%  |
|      |     | 恒生科技       | 6466    | 13.95% | 44.71%  |
|      |     | 港股高股息      | 5560    | -2.61% | 10.16%  |
|      | 中债  | 10Y国债      | 1.86%   | -1.83  | 24.33   |
|      |     | 中证国债       | 244     | -0.53% | -0.42%  |
|      |     | 中证信用债      | 212     | -0.54% | 0.24%   |
|      |     | 中证转债       | 485     | 1.97%  | 17.11%  |
| 境外   | 美欧  | 道琼斯工业指数    | 46398   | 1.87%  | 9.06%   |
|      |     | 标准普尔500指数  | 6688    | 3.53%  | 13.72%  |
|      |     | 纳斯达克指数     | 22660   | 5.61%  | 17.34%  |
|      |     | 欧洲STOXX50  | 5530    | 3.33%  | 12.95%  |
|      | 亚太  | 日经225      | 44933   | 5.18%  | 12.63%  |
|      |     | 印度SENSEX30 | 80268   | 0.57%  | 2.72%   |
|      |     | MSCI越南     | 603     | 0.04%  | 47.92%  |
|      | 美元债 | 美国10Y利率    | 4.23%   | 7.00   | -41.00  |
| 汇率   |     | 美元指数       | 97.82   | -0.03% | -9.83%  |
|      |     | 美元兑人民币     | 7.12    | -0.20% | -2.47%  |
| 另类   |     | 伦敦金        | 3857.83 | 11.92% | 47.01%  |
|      |     | 上海金        | 874.40  | 11.13% | 39.76%  |
|      |     | 布伦特原油      | 66.15   | -1.97% | -11.37% |

数据来源：Wind，截至2025年9月30日

► 2025年四季度大类资产配置展望：美国降息重启，境内政策“空中加油”

对于2025年四季度的大类资产配置逻辑，境外境内分别阐述如下：

**境外：美国重启降息。**美联储于9月重启降息，将政策利率降低25bp至4.0–4.25%区间。经济与就业有望在财政、货币政策“双宽松”支撑下保持韧性，就业与住房市场的供给短缺压力仍是隐忧，“再通胀”风险仍然存在。基于“双目标”研判，美国经济韧性仍有支撑，通胀仍有上行压力，美联储降息空间或相对受限，2026年宏观政策组合可能切回“宽财政、稳货币”。

**境内：政策“空中加油”。**三季度实际经济增速或降至4.7%，前三季度累计增速5.1%，略高于全年经济增长目标，为增量政策留有空间。考虑到当前存量政策效果减弱、实体有效需求不足、下半年经济增长中枢或下行，四季度宏观政策“空中加油”的必要性和可行性均上升。预计四季度财政政策将继续优化存量政策，相机出台增量政策，货币政策预计将保持“适度宽松”。

根据市场研判与分析，我们对未来6个月的大类资产配置做如下建议（见表2）：

表2：大类资产配置建议表

| 资产类别 |      | 市场前瞻                                                                                                                                              |
|------|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 权益   | A股   | 当前市场虽未过热，但存在结构性泡沫，叠加境外扰动因素，短期预计高位震荡，行业轮动加快。中期看，政策稳股市态度明显，流动性支撑估值，企业盈利有望企稳回升，短期扰动后市场仍有望回归震荡向上态势。需要注意的是，A股整体估值已大幅提升，其向上动力的强度和持续性可能不及过往半年配置时需做好预期管理。 |
|      | 港股   | 境外扰动对港股的冲击更大，短期内港股波动加剧。中长期来看，港股具有结构性优势（外资流入 + 上市条件偏宽 + 优质标的集中 + 民企价值重估），仍将维持震荡上行的格局，结构上关注红利 + 科技成长。                                               |
|      | 美股   | 当前美股估值处于历史高位，但流动性宽松将对估值提供支撑，未来美股上行将主要依赖于盈利驱动而非估值扩张，整体上涨斜率可能趋缓。结构上均衡配置，避免过度集中于高估值科技股。                                                              |
| 固收   | 国内固收 | 债市仍将面临多空交织的局面，预计维持震荡。短债利率处于较为利好的环境中，长债利率仍有上行风险，但上行有顶。                                                                                             |
|      | 美元债  | 美债利率维持高位震荡，中短久期美债确定性更高。                                                                                                                           |
| 另类   | 黄金   | 美国启动降息叠加短期避险助推金价持续创新高，目前金价已充分定价降息、美国政府停摆等因素，短期注意波动，中期继续看涨。                                                                                        |

表3：投资策略配置建议表

| 资产分类 | 投资策略 | 配置建议（未来6个月） | 策略建议                                                                    |
|------|------|-------------|-------------------------------------------------------------------------|
| 现金   | 现金   | —           | 银行间资金利率近期中枢整体稳定，现金类产品投资收益相对平稳。从长期来看，存款产品和现金类产品收益仍在下降趋势之中。               |
| 固收   | 存款   | —           |                                                                         |
|      | 纯债   | 中低配         | 优先配置安全性较高的中短债，有一定波动承受能力的投资者可适度配置长债，也可配置固收+增厚收益。                         |
|      | 固收+  | 标配          | 权益市场中期上涨趋势未改，流动性充裕有利于股债偏强共振，固收+产品的配置价值凸显。                               |
| 权益   | 主观多头 | 中高配         | 短期市场波动加大，中期利好因素仍将支撑股市上涨，维持中高配，配置时需做好预期管理。结构上红利为长期底仓，科技成长为进攻方向。          |
|      | 量化多头 | 标配          | 市场活跃度维持在历史高位，管理人在市值风格的暴露整体下降，有利于量化选股策略获取超额收益前期快速上涨期积累的潜在风险已逐渐释放，维持标配建议。 |
| 另类   | 黄金   | 标配          | 对黄金维持标配，建议继续持有，但不要盲目追涨，可把握短期回调窗口逐步定投配置。                                 |
|      | 市场中性 | 标配          | 市场活跃度维持在历史高位，对冲成本收敛至近几年的平均水平，前期快速上涨期积累的潜在风险已逐渐释放，维持中性策略标配建议，但需降低收益预期。   |
|      | 多策略  | 标配          | 商品期货市场波动率和趋势性均处于中低位，未来或存在反弹机会，维持标配建议。                                   |
|      | 结构化  | 标配          | 报价有所提升，但市场点位已经不高，建议选择胜率更高的结构进行配置。                                       |

定稿日期：2025/10/11

招商银行私人银行部、招商银行研究院联合出版

## 正文目录

### 2025年四季度主题： 境外交易货币政策降息重启，境内交易流动性持续宽松

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| • 境外：美国重启降息，经济有望保持韧性 .....        | 4  |
| • 境内：经济波动运行，政策有望“空中加油” .....      | 4  |
| • 境内固收：中期维持偏弱震荡 .....             | 5  |
| （一）利率债：偏弱震荡，利率上行有顶 .....          | 6  |
| （二）信用债：波动加大，暂避长债 .....            | 6  |
| （三）固收投资建议：维持中短久期配置，长债配置价值初现 ..... | 6  |
| • 境内股票：中期上涨趋势未改，但需做好预期管理 .....    | 7  |
| （一）A股大盘：中性偏乐观 .....               | 7  |
| （二）A股结构：红利+科技成长均衡配置 .....         | 7  |
| （三）港股展望：流动性驱动震荡上行 .....           | 8  |
| （四）策略建议：中高配A股主观多头、标配量化多头 .....    | 8  |
| • 美股：维持震荡上行，科技股吸引力下降 .....        | 9  |
| • 美元债：利率高位震荡 .....                | 10 |
| • 汇率：维持震荡 .....                   | 10 |
| • 商品：维持标配 .....                   | 11 |

### 大类资产配置策略：股债均衡

## 2025年四季度主题： 境外交易货币政策降息开启，境内交易流动性持续宽松

### ► 境外：美国重启降息，经济有望保持韧性

三季度以来，美国经济与就业表现发生显著背离，经济逆势走强但就业迅速转冷。美国经济在消费回暖驱动下加速扩张。与此同时，美国就业表现却显著转冷，成为美联储重启降息的直接动因。美联储于9月重启降息，将政策利率降低25bp至4.0-4.25%区间。尽管特朗普团队继续施压降息，但以鲍威尔为代表的多数委员仍然保持审慎态度，认为通胀上行与就业下行风险同时存在。

**中期看，经济与就业有望在财政、货币政策“双宽松”支撑下保持韧性，就业与住房市场的供给短缺压力仍是隐忧，“再通胀”风险仍然存在。**美联储降息有望进一步降低私人部门融资成本，对经济形成第二重支撑。一面是财政与科技对经济的托举，另一面是重启降息对传统产业的支撑，“强经济”有望延续。随着时间推移，动能有望从经济向就业传导，尽管科技对经济与就业的分化影响仍然存在，但总体而言经济对就业仍有带动效果。

基于“双目标”研判，美国就业韧性仍有支撑，通胀仍有上行压力，美联储降息空间或相对受限，2026年宏观政策组合可能切回“宽财政、稳货币”。

图1：三季度美国消费显著回暖

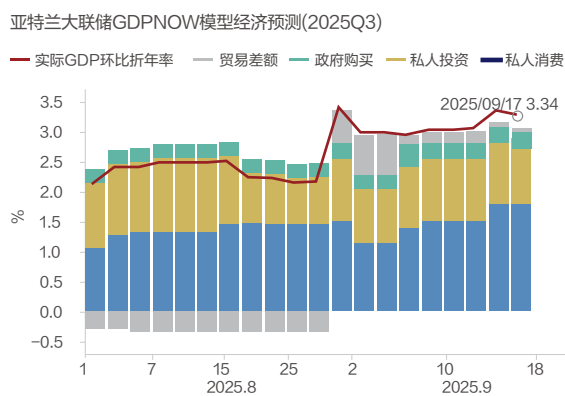
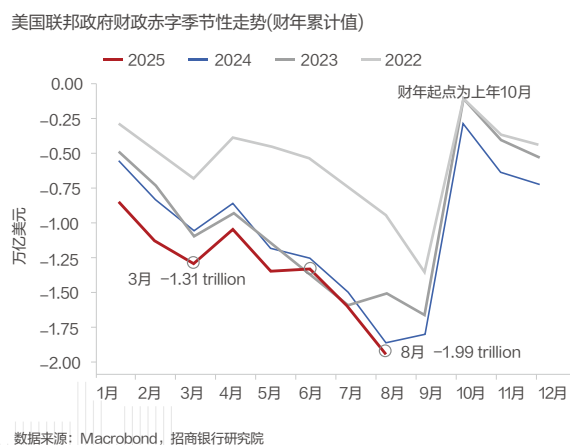


图2：三季度美国财政重回扩张



## ► 境内：经济波动运行，政策有望“空中加油”

三季度经济运行减速放缓，6月以来多项主要数据表现低于市场预期，指向下半年我国经济增长中枢或有所下行，中枢由上半年的5.3%降至4.7%左右。经济运行情况需关注内需修复、价格承压和重点领域风险三条线索。年内外需走弱是大概率情形，出口增速将温和放缓；供需矛盾仍然较为突出，价格持续承压；重点领域风险仍需关注，房地产领域止跌回稳态势待巩固，地方政府债务领域负担依然较为沉重，对项目建设形成制约。

**前瞻地看，三季度实际经济增速或降至4.7%，前三季度累计增速5.1%，略高于全年经济增长目标，为增量政策留有空间。**由于我国物价运行持续低迷，名义增长持续承压，去年下半年基数较低，年内价格有望温和上行，对名义增长的拖累边际缓解。但经济实际增速走低，下半年名义GDP增速可能持续低于4%，微观主体对经济的体感或持续偏冷。

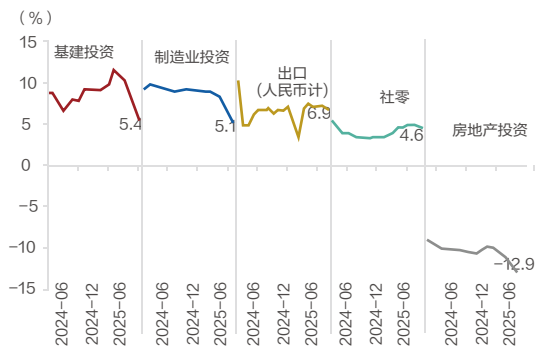
**政策方面，7月中央政治局会议要求宏观政策“增强灵活性预见性，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，有力促进国内国际双循环，努力完成全年经济社会发展目标任务”，考虑到当前存量政策效果减弱、实体有效需求不足、下半年经济增长中枢或下行，四季度宏观政策“空中加油”的必要性和可行性均上升。**

**预计四季度财政政策将继续优化调整存量政策，相机出台增量政策。**存量政策方面，一是加快各类财政资金支付使用。截至8月末，财政存款规模约7.84万亿，较去年同期多1.1万亿。二是优化新增专项债收储政策，支持房地产市场修复。增量政策方面，预计四季度将提前使用明年1万亿化债额度。

**货币政策预计将保持“适度宽松”，结构性工具运用多于总量工具，量的扩容重于价的调降。**价格工具上，四季度或择机小幅降息10bp。数量工具上，央行年内恢复国债买卖的可能性或将上升。一方面，若四季度财政提前使用明年1万亿化债额度，发债需求上升，央行购债予以配合，有利于避免债券市场大幅波动；另一方面，央行去年购买的短期国债已到期约7,200亿，四季度MLF也即将到期1.9万亿，重启购债有利于保持流动性充裕。

图3：出口、消费、投资均有放缓

出口、投资和消费累计同比(2025年8月)



数据来源：Wind，招商银行研究院

图4：税收收入由负转正

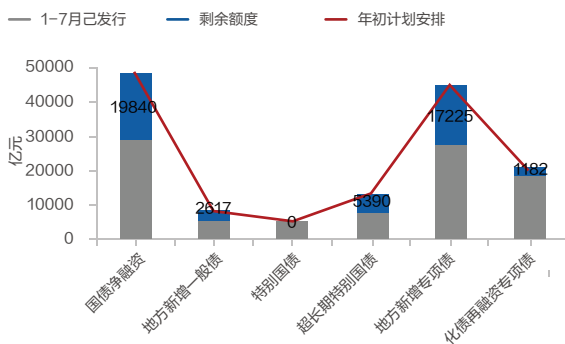
中国生产消费当月同比增速



数据来源：Macrobond，招商银行研究院

图5：8-12月政府债净融资或较去年少增2.3万亿

2025年政府债券发行融资情况



数据来源：Wind，招商银行研究院

## ► 境内固收：中期维持偏弱震荡

### （一）利率债：偏弱震荡，利率上行有顶

预计四季度债市仍将面临多空交织的局面，短久期债券处于较为利好的环境中，长久期债券需提防超调风险，但利率上行有顶。

一是经济基本面修复弹性有待观察，债市利空相对有限。8月份宏观经济数据多数低于预期，通胀仍在低位运行，房地产继续磨底，融资需求偏弱。短期内，“反内卷”推动产能治理可能有一定紧缩效应，但预计价格复苏或相对缓慢，对债市难以构成实质性利空。

二是政策面不确定性增加，或加大债市波动。四季度中美关税谈判进展、“十五五”规划、年底重要会议召开、潜在的财政政策“空中加油”等，若催化市场对明年经济预期修复，或将带来长端利率上行。此外，公募费率新规或于年内落地，机构调仓对债市或仍有一定负面冲击。

三是政府债供给或将回落，需求仍有一定支撑，对债市影响中性。供给方面，预计四季度政府债净融资额将同比少增，供给冲击整体有限。需求方面，7月以来实体信贷同比偏弱体现私人部门融资意愿不强，银行等机构对债券资产的配置需求仍在。

四是权益市场或仍持续偏强运行，对债市情绪构成一定压制。9月以来股指进入高位盘整，四季度A股或有继续上行的空间，这也意味着难以排除债券市场超调的风险。

图6：三季度同业存单(AAA)利率中枢稳中有升



数据来源：Wind，招商银行研究院

图7：三季度国债收益率曲线转陡



数据来源：Wind，招商银行研究院

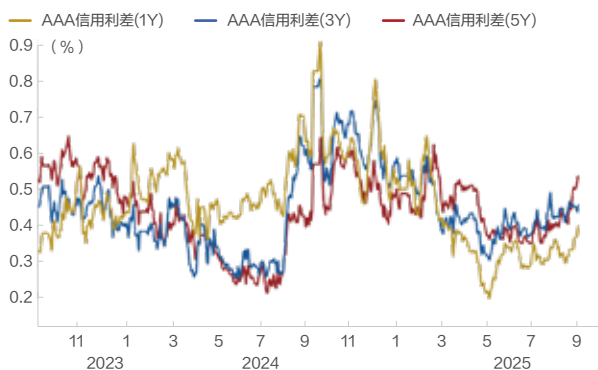
## （二）信用债：波动加大，暂避长债

**预计信用债波动加大，长久期信用债或仍有回调风险。**从影响信用利差的两方面因素考虑，一方面短期内债市扰动增多，债市情绪偏弱，或抬高流动性溢价；另一方面地方政府仍在化解隐债，企业现金流有望改善，尽管工业盈利与流动资产增速略有回落，预计信用风险溢价抬升幅度有限。

**供求角度来看**，供给端，四季度前期是信用债融资小月，叠加近期债市回调，信用债供给偏弱格局将延续；需求端，理财债基赎回扰动下，超长利率债、二永债需求偏弱，不过短久期、高等级信用债票息优势仍在，回调风险较小，具有较高性价比，机构配置力量仍有一定支撑。

**图8：三季度长期品种信用利差有所扩大**

AAA级中票信用利差



数据来源：Wind，招商银行研究院

## （三）固收策略建议：维持中短久期配置，长债配置价值初现

### 1、对于需要满足流动性管理需求的投资者，可继续持有现金类产品，增加稳健低波理财、短债基金或理财

预计资金面或整体稳定，现金类产品收益相对平稳。从长期来看，现金类产品收益仍在下降趋势之中，更多现金类产品收益或下降至1%附近。投资者可考虑保持当下现金类产品的配置仓位，适度增加稳健低波理财、短债基金或理财。

### 2、对于稳健型投资者，继续持有纯债类产品，谨慎拉长久期

债市短期扰动增加，波动率或有所抬升，配置长久期品种需要谨慎，重视赔率。10年期国债利率回升至1.8%后初步具备一定配置价值，可以尝试逐步介入。对于有一定波动承受能力的投资者，届时可以选择久期两年以上的中长期债券基金。

### 3、对于稳健进阶投资者，可适时选配固收+产品

预计国内流动性相对充裕，有利于股债偏强共振，固收+策略的配置价值凸显，可适时布局含有转债和权益资产的固收+产品。建议稳健进阶投资者继续持有固收+理财、QDII理财，可以考虑的策略包括：+量化中性策略、+指数增强、结构化、+多资产/多策略（境内外债券/权益/衍生品）等。

## ► 境内股票：中期上涨趋势未改，但需做好预期管理

### （一）A股大盘：中性偏乐观

回顾三季度，上证指数在7月至8月持续上涨并创下十年新高后，9月转入高位盘整，主要围绕3800点区间震荡。在此过程中，市场结构分化明显，以科技创新为代表的成长板块继续保持强势表现，而银行等传统红利板块则遭遇资金流出，此消彼长格局有效平抑了A股大盘的整体波动幅度。近期横盘调整主要源于两方面因素：一是前期过快上涨积累了回调压力，在宏观经济基本面尚未出现实质性改善的背景下，市场存在内在修正需求；二是官媒对局部估值泡沫风险做出警示，引发部分投资者风险偏好下降。

**展望四季度，支撑行情上行的底层逻辑依然存在，若后续无利空事件，调整到位后仍具上行空间。**一方面，流动性宽松延续，国内低利率环境下的资产配置需求与海外美联储降息周期形成合力，资金持续向权益资产寻求收益；另一方面，政策层面持续呵护资本市场，有形之手有能力有意愿实现“持续稳定和活跃资本市场”，“巩固资本市场回稳向好势头”。

**预计四季度A股经济基本面支撑有限，但对行情尚不构成风险。**名义GDP增速或持续低于4%，与近两年平均水平基本持平。尽管微观主体对经济环境感知仍偏冷，但股票定价更关注增速边际变化。在当前名义GDP增速难现明显恶化的背景下，业绩对估值扩张影响偏中性。

**行情是否有泡沫？**从估值看，当前上证指数市盈率10年分位数为95%，市净率分位数为56%，股息率分位数为53%，估值虽难言便宜，但仍未到泡沫程度。需警惕的是，部分科技板块已出现明显估值溢价，如计算机行业指数目前市盈率180倍、市净率5.7倍，均处于过往10年90%的分位数。官媒近期对科技股抱团风险提示值得重视。

**行情能持续多久？**历史经验显示，1997年以来6轮牛市从低点到高点持续时间通常不少于2年。本轮行情最低点出现在去年2月初，参考历史规律，行情或至少持续到2026年春节前后。此外，行情终结与否可观测三个核心指标：一是持续上涨后监管政策风向是否变化；二是弱美元环境是否持续；三是基本面预期是否修正。此外，技术指标在趋势初期参考价值有限，但在行情加速末段可提升监测权重。

**整体而言，当前市场虽未过热，但存在结构性泡沫，叠加境外扰动因素仍存，短期预计高位震荡，行业轮动加快。中期看，政策稳股市态度明显，流动性支撑估值，企业盈利有望企稳回升，短期扰动后市场仍有望回归震荡向上态势。需要注意的是，A股整体估值已明显提升，其向上动力的强度和持续性可能不及过往半年，配置时需做好预期管理。**

图9：两大资金来源：国内低利率+美联储降息

低利率资产荒与弱美元环境

— 中国10年国债利率 — 上证指数股息率 — 美元指数(右轴)

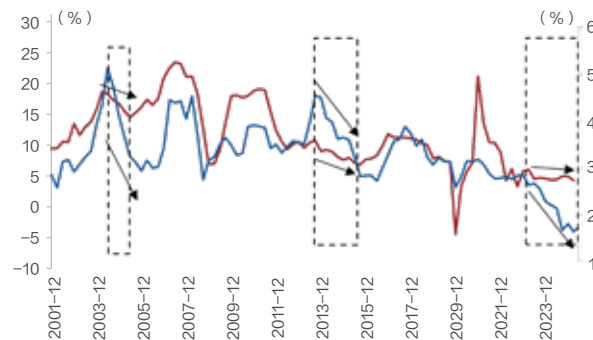


数据来源：Wind，招商银行研究院

图10：本轮行情和 2014-2015 年“水牛”相像

水牛三要素：利率快下+经济缓下+宏大叙事

— 中国名义GDP增速 — 10年期国债利率(右轴)

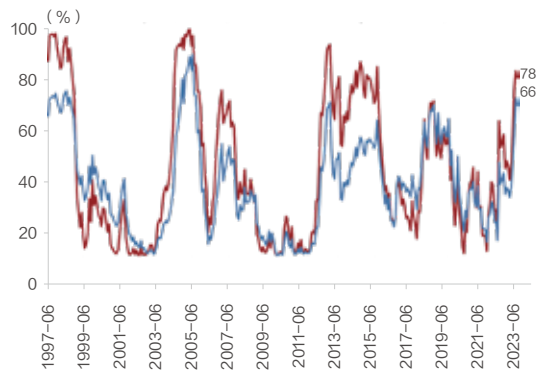


数据来源：Wind，招商银行研究院

图11：上证指数估值中性偏高但未至泡沫

上证估值：PE、PB与股息率倒数三者加权

— 5年综合估值分位数 — 10年综合估值分位数



数据来源：Wind，招商银行研究院

图12：历轮牛市持续的时间基本不少于2年

| 历轮牛市 | 上证综指    |         |      | 深证综指    |         |      |
|------|---------|---------|------|---------|---------|------|
|      | 牛市起点    | 牛市终点    | 上涨月数 | 牛市起点    | 牛市终点    | 上涨月数 |
| 第1轮  | 1999-05 | 2001-06 | 25   | 1999-05 | 2001-05 | 24   |
| 第2轮  | 2005-06 | 2007-10 | 28   | 2005-07 | 2008-01 | 30   |
| 第3轮  | 2008-10 | 2009-08 | 10   | 2008-11 | 2010-11 | 24   |
| 第4轮  | 2013-06 | 2015-06 | 24   | 2012-12 | 2015-06 | 30   |
| 第5轮  | 2016-01 | 2018-01 | 24   | -       | -       | -    |
| 第6轮  | 2019-01 | 2021-02 | 25   | 2018-10 | 2021-12 | 39   |

数据来源：Wind，招商银行研究院

## （二）A股结构：红利+科技成长均衡配置

预计四季度成长占优的局面将延续，一是美联储处于宽松周期，未来大概率仍将降息，全球流动性趋于宽松，利于成长风格；二是以人工智能和机器人等为代表的新一轮技术进步将推动A股科技行业景气提升。

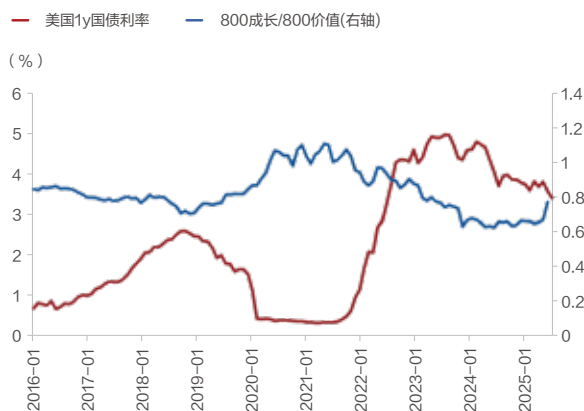
**在结构配置方面，可以将红利股作为长期的稳健底仓，科技股作为投资主线的进攻性配置，而估值相对低位的消费股也可作为辅助性配置，以平衡风险和收益。**

**科技板块是A股的投资主线，可关注传媒和通信行业。**市场风格成长占优有利于科技板块。计算机、电子、传媒和通信的景气度在一级行业中均位居前列。中证TMT上半年净利润增速已经回升至13.5%，科创50指数虽然净利润增速还在下行，但营收增速已经边际回升。在DeepSeek等国产大模型推动的技术平权趋势下，我国AI产业进入大规模应用阶段。科技板块的分析师盈利预测也在边际好转，景气度有望维持高位。不过，计算机行业的估值过高，电子行业经过上个月大涨，估值也过高，相对而言传媒和通信行业更值得关注。

**红利板块可作为长期的稳健底仓配置。**红利板块可作为长期的稳健底仓配置。尽管在当前市场风险偏好持续上升、成长风格占优的背景下，红利板块的短期吸引力相对不足，但其长期配置价值依然稳固。而中期来看，红利板块的主要行业中，煤炭行业景气度较差，而银行估值较高，在行业比较中不占优势。

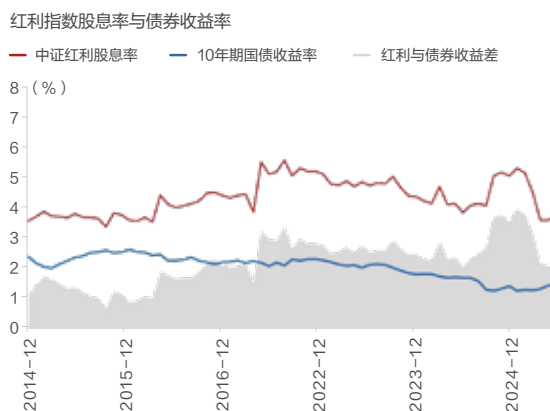
**消费板块作为扩大内需的主要方向，在顶层政策的支持下，呈现结构性机会。**食品饮料行业的估值分位数在所有一级行业最低，是市场的估值洼地。因此，虽然食品饮料行业的基本面短期改善有难度，但是极低的估值水平足以弥补，其配置价值较上月提高，建议关注。

图13：美国经济预期回落



数据来源：Wind，招商银行研究院

图14：红利板块股息率优势缩小



数据来源：Wind，招商银行研究院

### （三）港股展望：流动性驱动震荡上行

回顾三季度，恒生指数累计涨幅约10%，涨幅与A股相当，市盈率和市净率已修复至过去10年80%的偏高分位数水平。港股行情背后的驱动逻辑也与A股存在相似之处，主要得益于两个关键因素。一是基本面，中美关系的缓和以及反内卷政策的持续推进，促使市场对基本面形成了较大的预期差。二是流动性，国内低利率环境导致资产荒现象持续存在，这使得南下资金持续流入港股市场，同时弱美元环境也促使海外资金对港股等新兴市场进行再平衡配置。

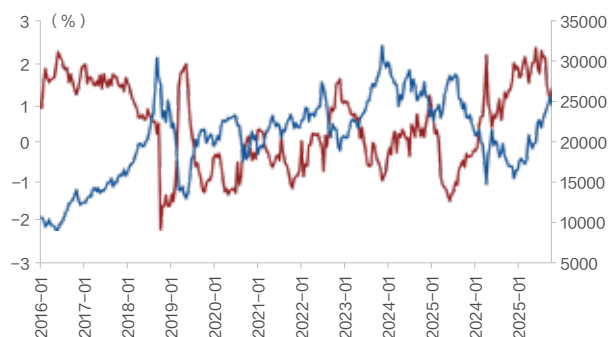
**展望四季度，资金面的两大支撑逻辑相对稳固。**国内低利率资产荒的局面预计仍将延续，而美联储降息周期也有望继续推进，因此，港股四季度大概率仍将维持高位震荡或继续震荡上行的格局。

**在港股的结构配置方面，维持中高配红利板块、标配恒生科技的观点。**红利资产虽然短期内可能难以获得超额收益，但从长期角度出发，鉴于其较高的股息率，仍可作为底仓进行配置。科技等成长板块对流动性较为敏感，与当前的宏观交易逻辑相契合，可作为短期进攻性仓位配置。

图15：低利率资产荒有利于南下资金配置港股

红利指数股息率与债券收益率

— 中证红利股息率 — 10年期国债收益率



数据来源：Wind，招商银行研究院

### （四）策略建议：中高配A股主观多头、标配量化多头

**主观多头：**中高配主观多头产品。短期市场波动加大，中期利好因素仍将支撑股市上涨，维持中高配，配置时需做好预期管理。结构上红利为长期底仓，科技成长为进攻方向。

**量化多头：**标配量化多头产品。市场活跃度维持在历史高位，管理人在市值风格的暴露整体下降，有利于量化选股策略获取超额收益，前期快速上涨期积累的潜在风险已逐渐释放，维持标配建议。

## ► 美股：维持震荡上行，科技股吸引力下降

回顾9月，标普500指数继续上涨，再创历史新高，与我们之前美股震荡上行的判断一致。

**展望未来，我们认为当前美股估值处于历史高位，但美联储的宽松货币政策将对估值提供支撑，限制估值大幅回落的空间，同时企业盈利持续强劲增长，并伴随分析师预测的边际上调。未来美股上行将主要依赖于盈利驱动而非估值扩张，整体上涨斜率可能趋缓。**

首先，美股企业盈利表现强劲且超出市场预期。2025年第二季度标普500指数成份股整体盈利同比增长约11%，显著高于分析师季初预期的7%。这一增长主要得益于科技和通信服务行业的强劲表现。从前瞻性指标看，分析师对2025年全年净利润增长的预测持续边际上调，反映了市场对美国经济避免陷入衰退的信心，以及企业通过成本控制和效率提升维持利润率的能力。

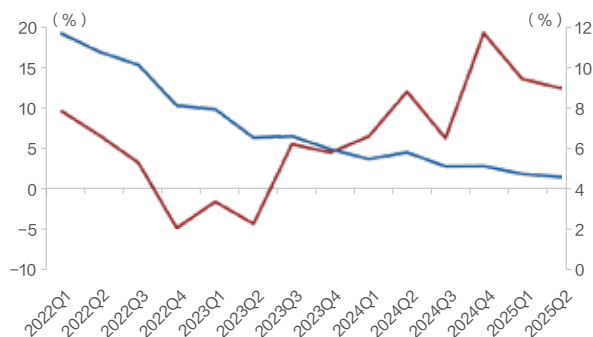
其次，美股估值偏高，但流动性宽松将有效支撑估值中枢，预计短期内难以显著扩张或回落。当前标普500指数的TTM市盈率接近30倍，高于过去10年均值的25倍，处于过去10年估值的90%分位数。在当前无重大可预见风险且美联储持续降息的支撑下，估值下行空间有限。

**策略上，我们维持对美股的标配建议，并在结构上强调均衡配置，避免过度集中于高估值科技股。**

图16：美股企业盈利表现强劲

美股企业盈利与经济增速

— 标普500盈利同比增速 — 美国GDP现价季调同比增速(右轴)

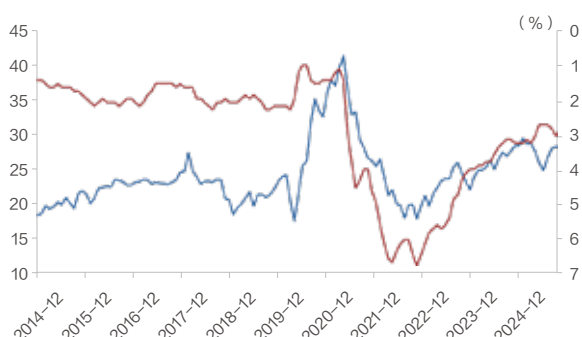


数据来源：Wind, Factset, 招商银行研究院

图17：美股估值偏高

美股估值水平与核心通胀

— 美国核心CPI(右轴、同比、逆序) — 标普500市盈率TTM



数据来源：Wind, 招商银行研究院

## ► 美元债：利率高位震荡

尽管美联储再度开启降息，但考虑到再通胀压力、财政扩张等因素，我们对长久期债券仍然谨慎。中短久期债券则更加具备确定性，建议维持高配。

美国国债方面，10Y美债利率预计将维持高位，年内宽幅波动。随着降息周期的重启，短端利率的下行或更具确定性。通常而言，短端利率更多反映流动性变化。在美联储降息方向基本明确的背景下，短端利率中枢预计将稳步回落。**长端利率走势则面临波折。预计利率曲线将延续陡峭化特征。**回溯历史，一旦美联储开启降息周期，美债利率曲线无一例外均显著走陡，且呈现牛陡特征。短期看，市场对降息的定价已经相对充分，10Y美债利率在下碰4.0%关口后可能会出现利好出尽的反弹走势。

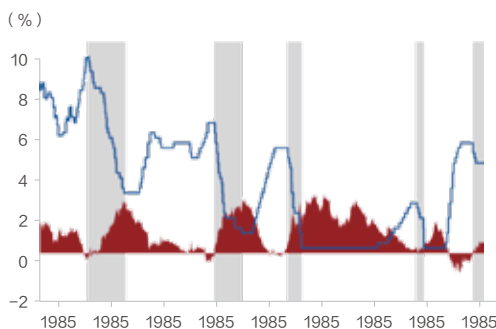
美元信用债方面，中短久期投资级债券拥有更高的确定性。对于高收益债来说，在美国宏观政策“双宽松”的背景下，美国经济韧性仍有支撑，风险偏好相对较高的投资者可以考虑适度配置以增厚组合收益。

中资美元债方面，中短久期的投资级债券确定性更强。板块上，建议关注金融、城投债，中低等级地产债则需相对谨慎。另外建议关注部分头部科技企业以及石油行业的央国企所发行的美元债，安全性相对较高。

图18：降息周期中美债利率曲线往往牛陡

降息周期中收益率曲线往往呈现陡峭化特征

— 10Y-2Y利差 — 联邦基金目标利率



数据来源：Macrobond，招商银行研究院

## ► 美元：维持震荡

维持区间震荡行情。美元仍处于多空交织的局面。利空方面，一是利差收敛。预计年内大概率会形成“美降欧停”的货币政策分化格局，美欧利差收敛将对美元指数产生一定压制。二是美元敞口的对冲需求上升。过去几年，由于美元表现较为强势，市场资金更倾向于持有美元多头敞口赚取汇兑收益。但今年这一形势出现反转，据德意志银行测算，市场资金正加速流入对冲型美元ETF产品，以降低美元敞口暴露。

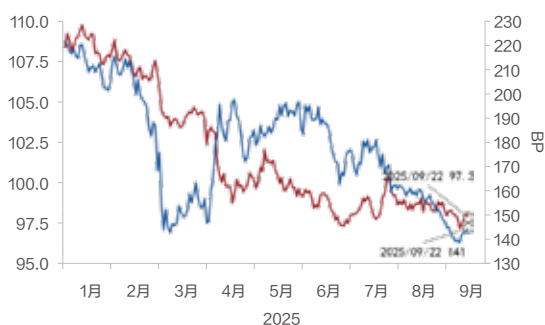
利多方面，一是考虑到货币财政“双宽松”对美国经济的支撑、关税对通胀的传导效应、市场对降息的定价相对充分等因素，后续降息预期存在收敛的可能，美元进一步下行空间有限；二是当前美元净空头持仓已经相对拥挤，表明市场的看空情绪已部分透支。

综合上述因素，预计美元将维持区间震荡格局。

图19：美欧货币政策分化对美元产生压制

美元指数vs美德10Y利差

— 美元指数 — 美德10Y利差(右轴)



数据来源：Macrobond，招商银行研究院

## ► 另类：维持标配

**黄金：**随着美联储降息周期的再度开启，叠加央行购金趋势并未出现逆转，预计黄金将延续牛市格局。

**趋势上，预计黄金涨势未完。**一是美联储降息周期再度开启，叠加市场对联储独立性的担忧，金价易涨难跌。二是全球央行购金的底层逻辑仍是支撑黄金的中长期锚点。三是从资金流向来看，黄金ETF与纽约金净持仓均呈现流入态势，表明市场资金正加速布局黄金市场，做多热情提升。需要留意的是，近期上海金表现弱于伦敦金。即便剔除汇率因素，上海金相较国际金仍处折价状态，且幅度不小。主要可能是由于A股强势产生资金虹吸效应，亚洲盘对黄金的追逐热情下降。8月以来，尽管欧美资金加速流入黄金市场，但亚洲资金却呈现流出形态。

**策略上，对黄金维持标配，建议投资者继续持有，但不要盲目追涨，可把握短期回调窗口逐步定投配置。**

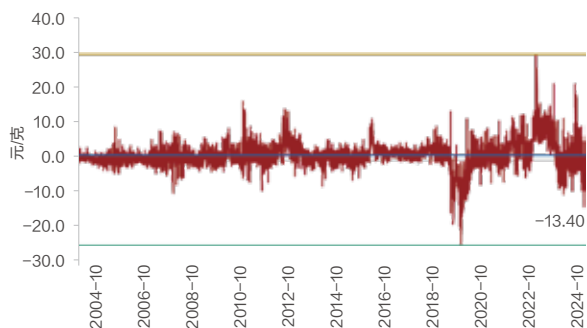
**商品期货（CTA）：**在宏观环境高度不确定的情况下，商品市场未来有可能产生持续的供需矛盾。当前商品期货市场波动率和趋势性均处于中低位，未来有较高的反弹机会，且CTA类策略管理人的整体规模暂未出现拥挤情况。**整体来看，对CTA类策略继续维持标配建议。**

**市场中性：**市场活跃度在9月份维持在历史高位，对冲成本收敛至近几年的平均水平，管理人在市值风格的暴露整体下降。近一月量化策略超额一般，主要因为市值类因子延续下跌，且交易类策略的因子表现较差。当前往后看，前期持续有利的市场风格拐点已经出现，积累的潜在风险已逐渐释放。综合考虑潜在收益以及基差成本，**维持中性策略标配建议，但需降低收益预期。**

图20：上海金处于折价状态

美债实际利率vs伦敦金走势

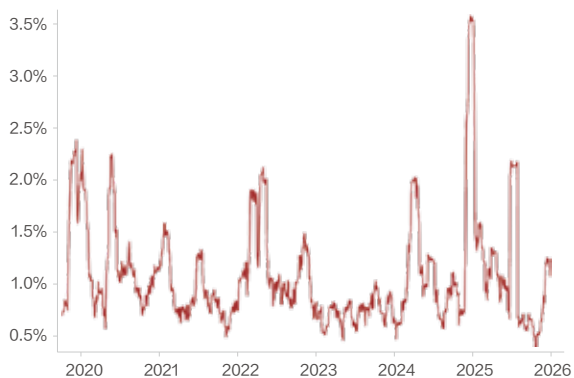
— 内外黄金价差 — 中枢值 — MAX — MIN



数据来源：Wind，招商银行研究院

图21：近一个月波动率上行至近几年的中高位水平

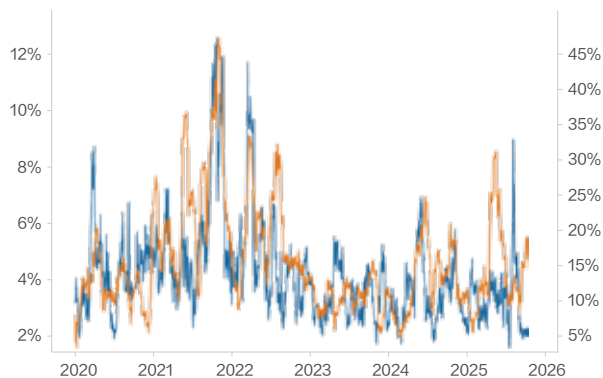
— 中证全指20日滚动波动率



数据来源：Wind，招商银行研究院

图22：市场活跃度下行但仍处于相对高位

— 商品品种指数20日截面波动率【当前分位:2.00%】 — Wind商品指数时序滚动20日波动率【当前分位:75.00%】(右)



数据来源：Wind，招商银行研究院



## 重要免责声明

理财非存款，市场有风险，投资须谨慎

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，本公司力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司以往报告及本报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。

招商银行有权在法律法规和监管规定允许的范围内对本报告予以解释。



招商银行私人银行持续创新，打造极致的金融服务体验，以全球化视野和本土化洞察，  
整合招行内外部资源，搭建“人-家-企-社”综合服务体系，  
为您个人、家族和企业提供财富管理、家业传承、企业投融资、慈善公益等优质服务。

更多信息，请致电 **40066-95555** 微信服务号：招商银行私人银行



招商銀行  
CHINA MERCHANTS BANK

**Private Banking**  
私人銀行



更多信息，请致电 95555，或登录 [cmbchina.com](http://cmbchina.com)