



## 大类资产及基金市场月度展望（2025年10月）： 左手科技右手黄金，静待宏微观数据的验证

### 要点摘要

#### 【大类资产表现回顾】

纵观9月全球市场，有两条主线贯穿始终：一是美联储货币政策转向的预期与落地：美联储的降息是本月最重要的宏观事件，降息落地直接影响大类资产的定价锚。二是地缘政治风险：美国的关税政策、欧洲的政局动荡，进一步影响特定国家地区的风险偏好变化，也通过供应链和贸易渠道影响全球经济前景预期，进而驱动资产价格分化。

整体而言，权益市场成长股取得胜于价值股的优异表现，利率在利好兑现和强劲的经济数据公布后上行，美元指数在降息落地前后呈现“V型”震荡，黄金则在降息预期下实际利率下行和美元指数走弱、多国央行持续购金以及避险需求三重共振下接连创历史新高。

#### 【香港金融市场跟踪】

- **资金流向：**9月，中国A股及港股上涨势能依然强劲。ETF基金净流入数据显示，本月中国大陆市场股票基金在此前连续四个月净流出后实现净流入，或显示出国际资金对于中国市场的投资比例仍较低。香港市场仍是国际资金投资中国资产的主要途径之一，香港市场ETF股票基金已连续四月净流入，而9月净流入开始较上月回落，或指示出现止盈迹象。
- **香港ETF基金：**新上市7只股票类ETF基金。
- **公募基金：**香港市场业绩居前的基金分别投向科技行业、贵金属及有色等资源行业、以及新兴市场股票。

#### 【未来市场焦点】

**展望10月，我们认为市场焦点将转向：**

- **政策效果验证与经济数据走向：**美国的经济数据将决定美联储后续政策的节奏，市场预期或随之而变。
- **企业盈利基本面：**资产表现或将逐渐从流动性驱动转向盈利驱动，三季度财报季将检验当前高估值的合理性。
- **地缘政治风险：**关注贸易摩擦是否升级，欧洲政治风险。

#### 【大类资产走势展望】

- **权益：**美股：经济基本面扰动降息预期，三季报验证企业盈利，预计三大指数延续涨势但波动加剧，科技股仍领衔。港股与A股：上涨趋势不改，但经济数据仍偏弱与资金获利了结或导致短期指数高位震荡，回调仍是买入机会。
- **债券：**美债：短期震荡，中长期配置价值凸显。中债：震荡偏弱，经济基本面与政策或长期托底。
- **大宗商品：**震荡上行，结构性牛市延续。
- **贵金属：**黄金：降息+央行需求+避险继续支撑金价高位震荡上行。白银：工业属性与金融属性共振，表现可能优于黄金。

2025年10月1日

宏观策略报告

#### 主要股市指数近一年表现



#### 主要利率近一年表现



#### 主要商品指数一年表现



#### 主要汇率一年表现



#### 黄金及比特币近一年表现



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

JIANG CHAOYI  
SFC CE No.: BWT372  
+852 62345097  
jadejiang@guosen.com.hk

## 目录

<b>一、大类资产市场回顾.....</b>	<b>3</b>
1.1 权益资产：“美联储降息预期”主导下的科技股与新兴市场狂欢 .....	3
1.2 固定收益：从近“衰退交易”到政策明朗化的剧烈波动 .....	5
1.3 大宗商品：整体震荡上行，贵金属和部分工业金属的表现亮眼 .....	6
1.4 黄金白银：多重逻辑共振，不断突破历史新高 .....	7
<b>二、基金市场跟踪 .....</b>	<b>9</b>
3.1 全球资金流向.....	9
<b>3.2 香港 ETF 基金.....</b>	<b>9</b>
3.2 香港公募基金 .....	12
<b>三、大类资产表现展望.....</b>	<b>13</b>
<b>3.1 市场关注焦点.....</b>	<b>13</b>
<b>3.2 大类资产最新观点.....</b>	<b>14</b>

## 一、大类资产市场回顾

纵观9月全球市场，有两条主线贯穿始终：

**一是美联储货币政策转向的预期与落地：**美联储的降息是本月最重要的宏观事件，降息落地直接影响大类资产的定价锚。

**二是地缘政治风险：**美国的关税政策、欧洲的政局动荡，进一步影响特定国家地区的风险偏好变化，也通过供应链和贸易渠道影响全球经济前景预期，进而驱动资产价格分化。

整体而言，成长股取得胜于价值股的优异表现，利率在利好兑现和强劲的经济数据公布后上行，美元指数在降息落地前后呈现“V型”震荡，黄金则在多国央行持续购金、实际利率下行、美元指数走弱以及避险需求四维共振下接连创下历史新高。

### 1.1 权益资产：“美联储降息预期”主导下的科技股与新兴市场狂欢

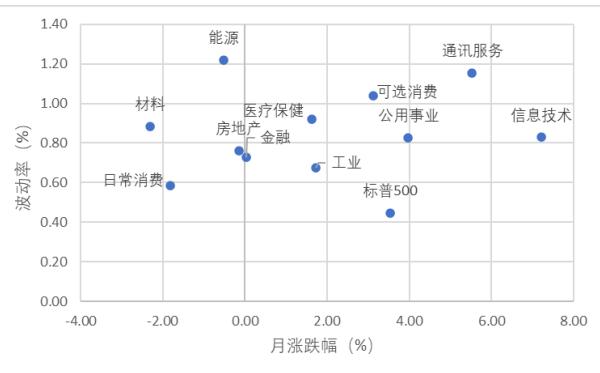
- 以科技股为主的纳斯达克指数和代表美国大盘的标普500指数均在月中创下历史新高。英伟达、英特尔等表现尤为亮眼，后者更因获得英伟达50亿美元投资及合作的消息，9月18日单日暴涨超22%，单月涨幅超40%。
- 新兴市场，特别是中国资产表现突出。中国创业板指月涨幅超12%，恒生科技指数月涨幅超11%，均创近3年以来新高。驱动因素有三点：首先，中美利差预期收窄缓解了人民币汇率和资本外流压力；其次，中国国内科技领域的产业利好政策提供基本面支撑；最后，市场风险偏好的整体回升，使更多资金流向估值相对低位的新兴市场。
- 欧洲股市则受本土因素困扰，表现相对滞后。德国的DAX指数和法国的CAC40指数受到本国政治不确定性及美国贸易保护主义政策的双重压制。

表1：权益资产表现

全球主要股指	最新收盘价	过去30日走势	月度涨跌幅 (%)	年初至今	过去一年
<b>发达市场</b>					
纳斯达克指数	22660.01		5.61	17.34	24.58
日经225	44932.63		5.18	12.63	18.49
标普500	6688.46		3.53	13.72	16.07
罗素2000指数	2436.48		2.96	9.25	9.26
法国CAC40	7895.94		2.49	6.98	3.41
道琼斯工业平均	46397.89		1.87	9.06	9.61
英国富时100	9350.43		1.78	14.41	13.52
德国DAX	23880.72		-0.09	19.95	23.57
澳洲标普200	8848.80		-1.39	8.45	7.00
<b>新兴市场</b>					
恒生科技	6465.66		13.95	44.71	36.07
创业板指	3238.16		12.04	51.20	48.88
沙特全指	11502.97		7.54	-4.43	-5.91
韩国综合指数	3424.60		7.49	42.72	32.06
恒生指数	26855.56		7.09	33.88	27.07
台湾加权指数	25820.54		6.55	12.09	16.18
中证500	7412.37		5.23	29.46	29.06
巴西IBOVESPA指数	146237.00		3.40	21.58	10.94
沪深300	4640.69		3.20	17.94	15.50
中证1000	7574.96		1.83	27.15	32.69
富时新加坡海峡指数	4300.16		0.71	13.53	19.94
上证指数	3882.78		0.64	15.84	16.37
印度SENSEX30	80267.62		0.57		
越南VN30指数	1863.13		-0.12	38.55	37.75
俄罗斯RTS	1023.75		-9.96	14.61	6.02

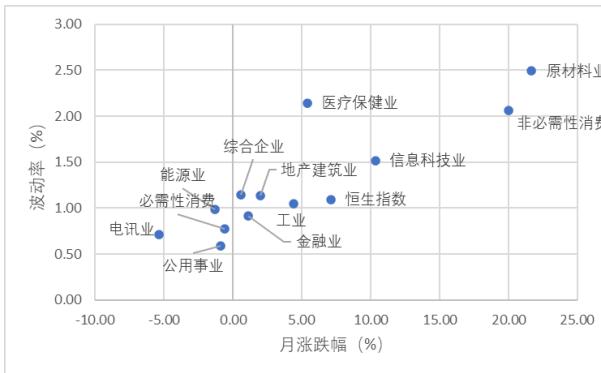
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 1：标普 500 行业指数月涨跌幅



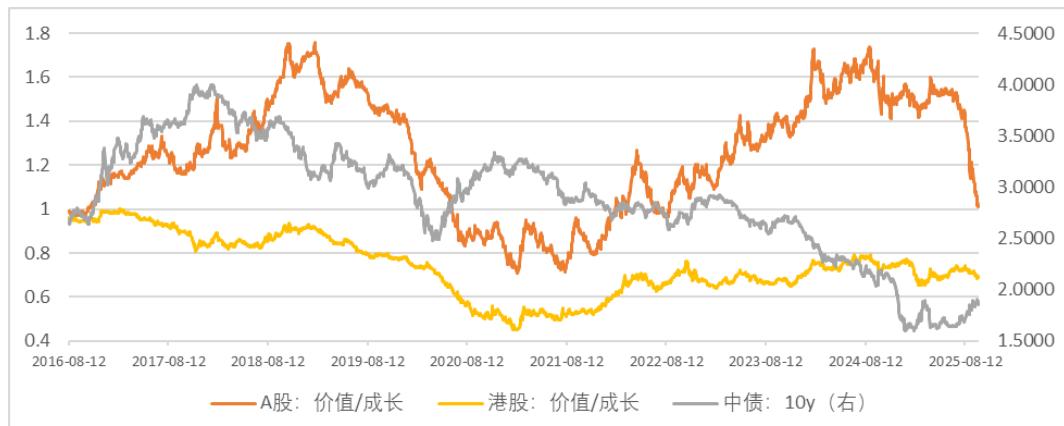
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 2：恒生综合行业指数月涨跌幅



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 3：港股、A 股风格走势



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 4：美股风格走势



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 5：中证 500 股权风险溢价及股息率/rf 比值



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 6：恒指股权风险溢价及股息率/rf 比值



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

## 1.2 固定收益：从近“衰退交易”到政策明朗化的剧烈波动

9月，全球债市经历了从担忧衰退到迎接宽松的转折，波动剧烈。月初，由于美国8月非农就业数据远逊于预期，市场对经济“软着陆”的预期有所减弱，美债收益率全线下行。拐点出现在9月18日美联储宣布降息25个基点之后，美债收益率在降息“靴子落地”后不降反升，债券市场出现获利了结。

中国债市在股债“跷跷板”效应和“反内卷”政策推升通胀预期的压力下波动下行，且收益率曲线进一步陡峭化。

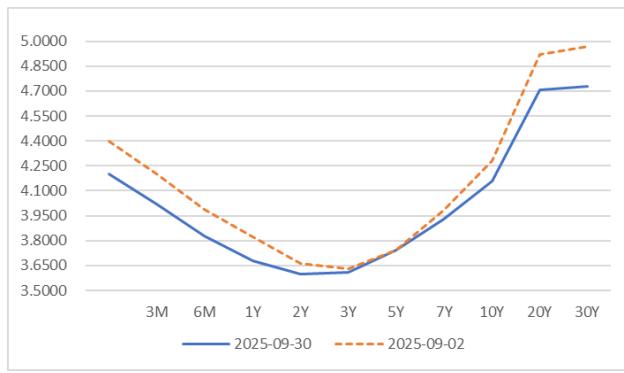
欧洲债市则被主权债务风险的阴影笼罩，内部利率走势进一步分化。市场对法国等国家财政可持续性的担忧加剧，欧洲国家之间（如法德）利差走阔。

表 2：全球主要利率表现

全球主要利率	最新收盘价	过去30日走势	月度涨跌 (%)	年初至今	过去一年
中国10Y	1.857		0.0192	0.1441	-0.2930
德国10Y	2.78		0.0200	0.3500	0.5700
美国10Y	4.1483		-0.0762	-0.4257	0.3623
日本10Y	1.662		0.0490	0.5510	0.7680

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 7: 美债收益率曲线变化



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 8: 中债收益率曲线变化



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

### 1.3 大宗商品：整体震荡上行，贵金属和部分工业金属的表现亮眼

9月，全球大宗商品市场在宏观经济预期、地缘政治紧张和具体供需关系的共同作用下，整体呈现震荡上行的格局，其中贵金属和部分工业金属的表现亮眼。

- 铜：全球制造业复苏的预期和绿色能源转型背景之下，电动车、电网投资和AI数据中心建设对铜的庞大需求，与主要产区因故停产的供应扰动形成共振，共同推动铜价创下阶段新高。
- 原油：价格全月波动中上行。一方面，中东与俄罗斯的紧张局势升级，加剧市场对全球能源供应的担忧，为油价提供上涨动力；同时，OPEC+考虑新一轮增产的消息以及美国夏季驾驶旺季结束带来的需求担忧，则对油价上行构成压力。
- 农产品：走势分化，棕榈油在印尼生物柴油政策带来的强劲需求预期下，价格表现强势，而大豆等品种则因市场担忧出口需求疲软，价格承压。

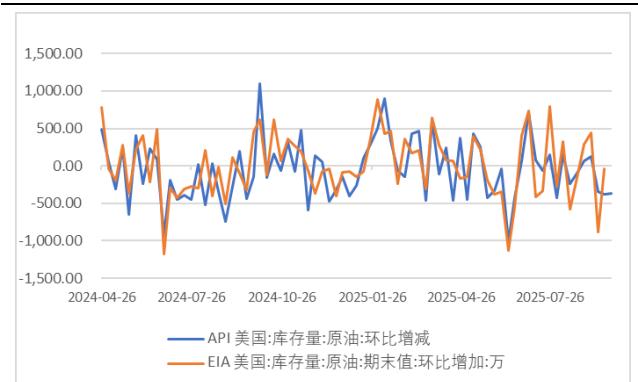
表 3: 主要大宗商品表现

主要大宗商品	最新收盘价	过去30日走势	月度涨跌幅 (%)	年初至今	过去一年
COMEX白银	46.84		+15.02	+60.18	+48.90
NYMEX天然气	3.33		+11.14	-8.31	+13.96
COMEX黄金	3887.60		+10.57	+47.20	+46.18
LME铜	10296.00		+3.98	+17.43	+4.75
LME铝	2687.00		+2.73	+5.31	+2.89
ICE11号糖	16.60		+1.41	+13.81	+26.12
DCE铁矿石	780.50		-0.83	+7.39	+4.95
SHFE螺纹钢	3072.00		-1.13	+11.12	+16.74
ICE2号棉花	65.72		-1.23	-3.92	+10.72
ICE布油	66.15		-1.97	+11.37	+7.74
SHFE热轧卷板	3253.00		-3.07	-5.45	+9.76
CBOT大豆	1000.75		-5.10	-0.96	+5.32
CBOT豆粕	273.20		-5.47	+13.79	+20.02

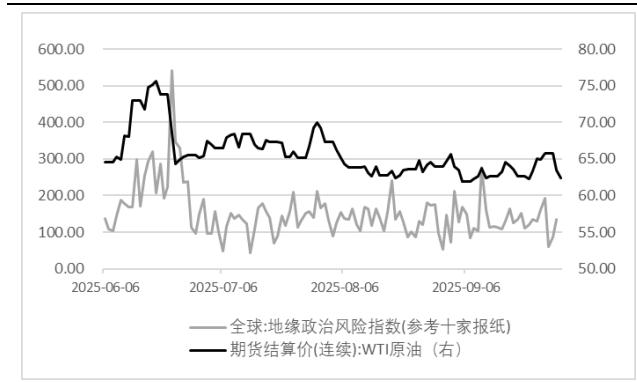
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 9: 原油库存变化

图 10: 全球地缘政治风险



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

## 1.4 黄金白银：多重逻辑共振，不断突破历史新高

黄金是9月最耀眼的资产，现货黄金价格突破3800美元/盎司的历史关口。其上涨受到三重动力推动：1) 美联储降息预期导致美元走弱和实际利率下行，持有无息黄金的机会成本降低；2) 全球央行持续购金为金价提供了结构性支撑；3) 全球多地政治不确定性催生持续的避险需求。

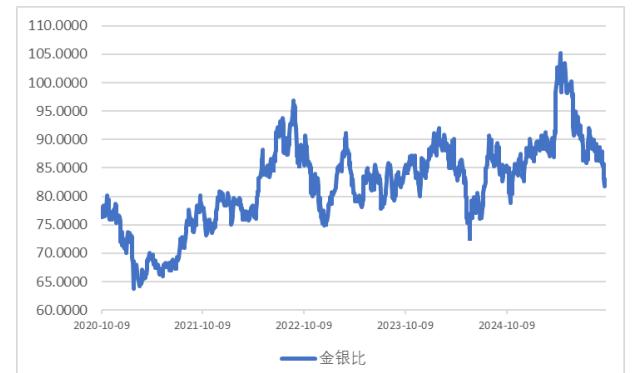
白银迎来现象级的上涨行情，其金融属性、工业基本面与宏观环境的多重共振：1) 美联储降息预期压低美元和实际利率，提升了白银吸引力。2) 金银比修复，月初金银比高达约86，远高于40-80的历史均值区间，白银存在补涨需求。3) 避险需求：全球地缘政治紧张及经济不确定性促使资金流入贵金属。4) 工业属性驱动，光伏、新能源汽车持续提供需求增量。5) 供应缺口：全球白银已连续数年出现供应短缺，2025年缺口预计仍在4000吨左右，为价格提供强劲支撑。

表 4：主要贵金属表现

黄金及其他贵金属	最新收盘价	过去30日走势	月度涨跌幅 (%)	年初至今	过去一年
NYMEX铂	1617.40		18.02	77.64	63.19
COMEX白银	46.84		15.02	60.18	48.90
NYMEX钯	1292.50		14.99	42.06	29.22
COMEX黄金	3887.60		10.57	47.20	46.18

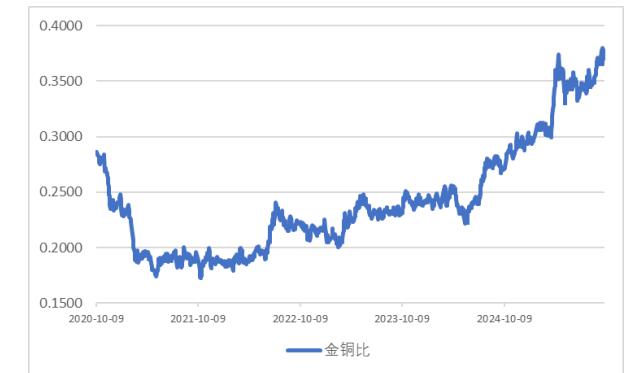
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 11：金银比走势



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 12：金铜比走势



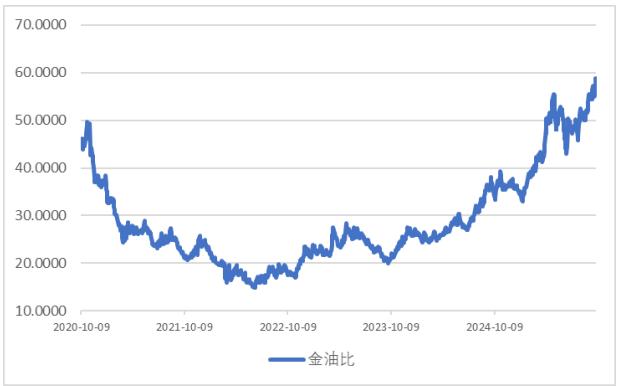
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 13：金油比走势

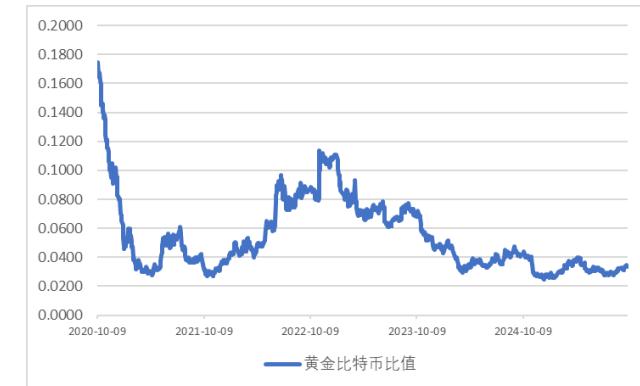


图 14：黄金比特币比值走势





资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 15: 黄金的金融属性：实际利率



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 16: 黄金的货币属性：美元指数



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

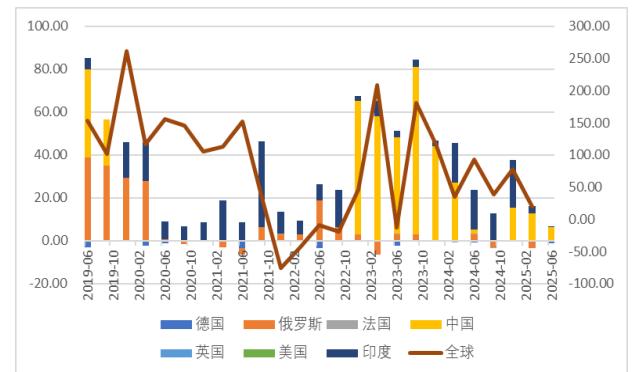
图 17: 黄金的避险属性：地缘政治风险指数



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

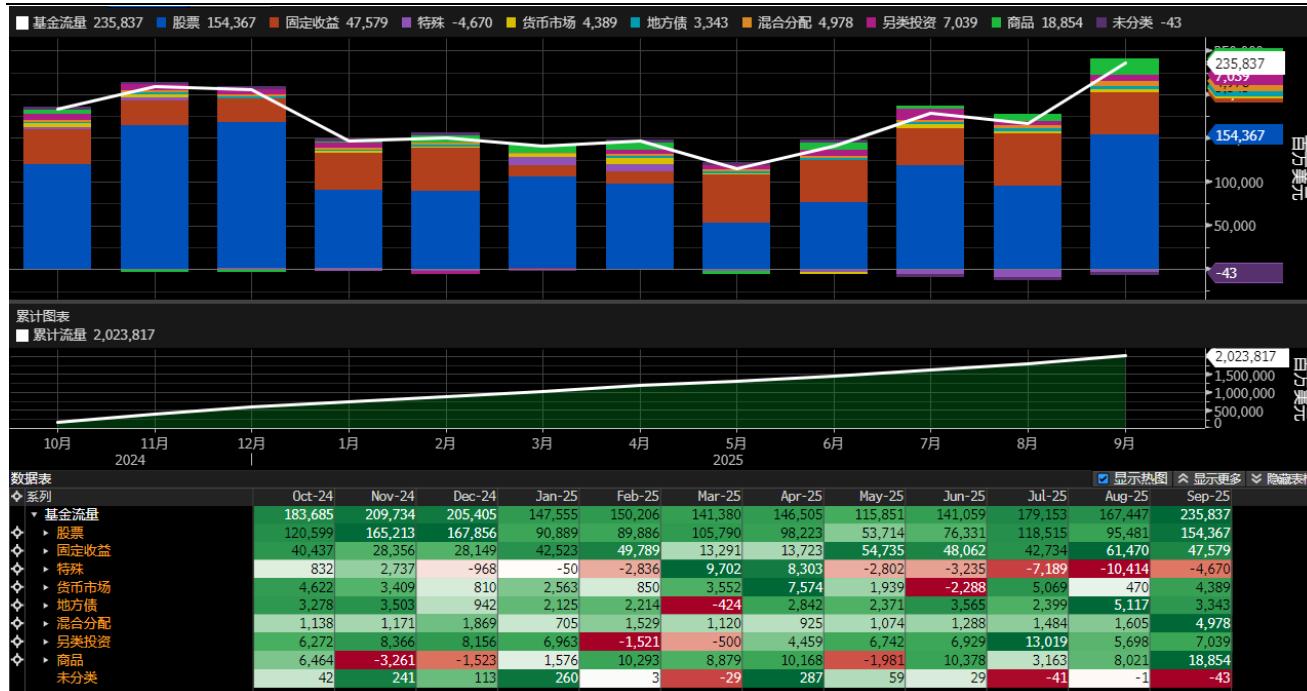
## 二、基金市场跟踪

### 3.1 全球资金流向

9月，全球ETF市场净流入2358.37亿美元，较上月增加683.9亿美元。

其中，股票基金净流入1543.67亿美元，较上月增加588.86亿美元，固定收益基金净流入475.79亿美元，较上月减少138.91亿美元，商品基金净流入188.54亿美元，较上月增加108.33亿美元。

表5：全球ETF资金净流向



资料来源：彭博，国信证券（香港）财富研究部整理

### 3.2 香港ETF基金

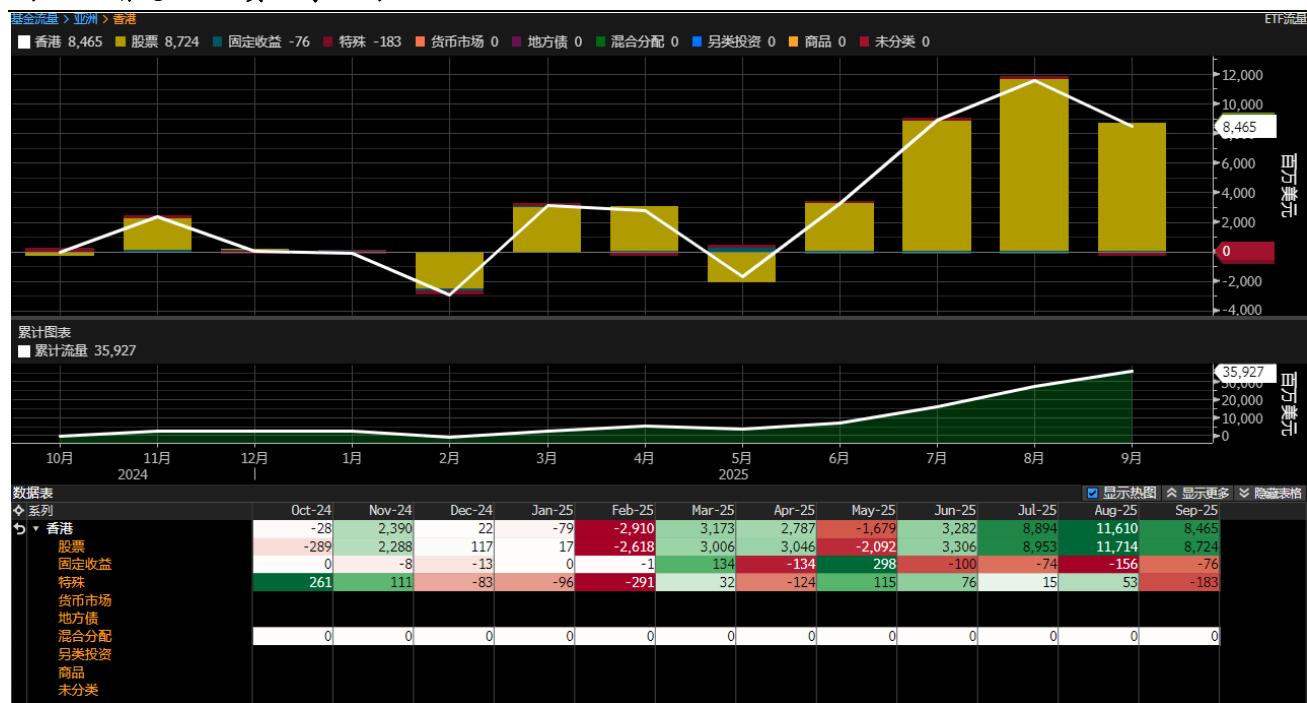
#### (一) 市场整体表现

9月，香港市场ETF基金净流入84.65亿美元，较上月减少31.45亿美元。

其中，股票基金净流入 87.24 亿美元，较上月减少 29.9 亿美元，而固定收益基金则净流出 0.76 亿美元，较上月减少 0.8 亿美元。

9 月，A 股及港股上涨势能依然强劲。从 ETF 基金净流入数据显示，本月中国大陆市场股票基金实现净流入 77.51 亿美元，而此前四个月均为净流出状态，或显示出国际资金对于整体中国市场的投资比例依然较低。香港市场仍是国际资金投资中国资产的主要途径，与中国大陆市场 ETF 股票基金 5-8 月持续净流出相比，香港市场 ETF 股票基金已连续四月实现净流入，而 9 月香港市场 ETF 基金净流入开始较上月回落，或指示出现止盈迹象。

表 6：香港 ETF 资金净流向



资料来源：彭博，国信证券（香港）财富研究部整理

表 7：中国 ETF 资金净流向



资料来源：彭博，国信证券（香港）财富研究部整理

图5：港交所 ETF 基金规模



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

数据统计口径：2025/09/30

图6：港交所 ETF 基金数量

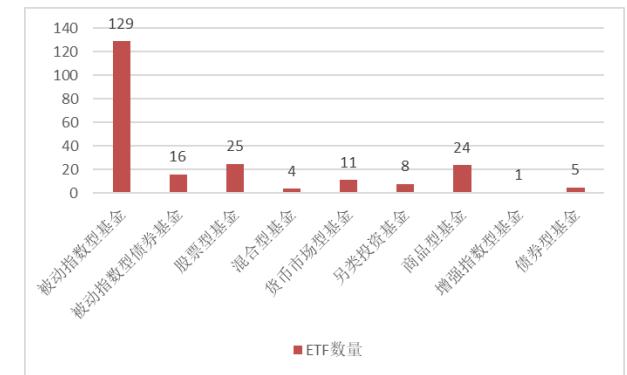


表8：本月回报居前 ETF 基金一览

基金全称	上市日期	基金成立日	本月回报(%)	今年以来回报 (%)	基金规模(亿美元)	基金类型
南方东英特斯拉每日杠杆(2x)产品	2025-03-24	2025-03-21	69.97	83.62	0.10	商品型基金
南方东英三星电子每日杠杆(2x)产品	2025-05-19	2025-05-13	42.28	109.40	0.09	商品型基金
南方东英恒生科技指数每日杠杆(2x)产品	2020-12-10	2020-12-07	27.99	74.92	12.50	另类投资基金
博时中国创业板指数每日杠杆(2x)产品	2022-05-12	2022-05-05	22.72	114.98	0.39	被动指类型基金
南方东英黄金期货每日杠杆(2x)产品	2020-06-05	2020-06-05	19.78	89.56	1.33	商品型基金
Global X 中国电动车及电池 ETF	2020-01-17	2020-01-16	19.43	45.85	1.59	被动指类型基金
潘渡招商区块链主题 ETF	2022-12-08	2022-12-01	18.22	42.81	0.16	股票型基金
Global X中国洁净能源ETF	2020-01-17	2020-01-16	18.19	28.36	0.60	被动指类型基金
南方东英 Coinbase 每日杠杆(2x)产品	2025-03-24	2025-03-19	16.13	85.61	0.04	另类投资基金
南方东英恒生指数每日杠杆(2x)产品	2017-03-14	2017-03-10	14.64	69.52	3.17	被动指类型基金
南方东英华泰柏瑞中证太阳能产业 ETF	2021-06-01	2021-05-25	14.60	27.28	0.06	被动指类型基金
GlobalX电动车及电池主动型ETF	2022-03-21	2022-03-18	14.06	34.51	0.01	股票型基金
华夏恒生科技指数ETF	2020-09-03	2020-08-31	13.88	45.32	2.60	被动指类型基金
南方东英恒生中国企业指数每日杠杆(2x)产品	2017-09-04	2017-03-14	13.87	60.53	0.40	被动指类型基金
恒生科技指数ETF	2020-09-04	2020-08-31	13.86	45.08	9.32	被动指类型基金
南方东英恒生科技指数ETF	2020-08-28	2020-08-28	13.84	44.80	95.17	被动指类型基金
招商恒生科技指数 ETF	2025-03-31	2025-03-25	13.84	17.82	0.93	被动指类型基金
三星中证中国龙网ETF	2018-06-20	2018-06-19	13.19	39.40	0.19	被动指类型基金
三星彭博环球半导体ETF	2021-11-09	2021-11-08	12.78	35.51	0.07	被动指类型基金
SPDR金ETF	2008-07-31	2004-11-12	12.38	47.27	536.76	商品型基金

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

## （二）本月上市 ETF

9月，香港市场新上市7只ETF基金。其中，5只被动指类型 ETF 基金，2只股票型 ETF 基金。

表9：本月新上市 ETF 一览

基金全称	上市日期	基金成立日	基金规模(亿美元)	基金类型
南方东英恒生港股通红利ETF	2025-09-30	2025-09-25	0.03	被动指类型基金
Global X纳斯达克100备兑认购期权主动型ETF	2025-09-30	2025-09-17	0.13	被动指类型基金
南方东英富时香港韩国科技+指数ETF	2025-09-26	2025-09-24	0.84	股票型基金
易方达(香港)MSCI亚太精选高股息指数ETF	2025-09-26	2025-09-22	0.81	被动指类型基金
易方达(香港)富时人工智能精选指数ETF	2025-09-26	2025-09-22	0.95	被动指类型基金
中国平安基金-平安科技精选ETF	2025-09-09	2025-09-03	0.77	股票型基金
中国平安基金-平安东西方股票精选ETF	2025-09-09	2025-09-03	0.76	被动指类型基金

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

## 3.2 香港公募基金

9月，香港市场业绩居前的基金分别投向科技行业股票、贵金属及有色等资源股、以及新兴市场股票。

表10：本月业绩居前基金一览

基金全称	基金成立日	本月回报 (%)	今年以来回报 (%)	最新基金规模 (亿美元)	基金类型
贝莱德全球基金-世界科技基金	2011-12-30	37.81	53.42	138.40	股票型基金
晋达环球策略基金-环球黄金基金	1990-11-26	23.74	123.99	5.22	股票型基金
施罗德环球基金系列-环球黄金	2016-06-29	21.96	133.71	9.92	股票型基金
富兰克林邓普顿投资基金-富兰克林黄金及贵金属基金	2010-04-30	20.72	133.23	6.77	股票型基金
木星黄金白银基金	2016-03-08	19.50	105.82	13.05	股票型基金
贝莱德全球基金-世界黄金基金	2006-05-19	18.11	109.91	57.83	股票型基金
安联环球投资基金-安联环球金属及矿业基金	2011-02-22	12.97	33.60	8.68	股票型基金
贝莱德全球基金-世界矿业基金	2012-10-11	11.93	33.84	46.58	股票型基金
联博中国净零排放股票基金	2022-04-20	11.65	56.53	0.03	股票型基金
安联环球投资基金-安联中国未来科技基金	2023-01-13	9.20	53.84	0.73	股票型基金
天利(卢森堡)-全球科技基金	2017-07-12	10.63	18.27	10.06	股票型基金
安本标准世界资源股票基金	2010-07-23	8.93	45.16	0.84	股票型基金
价值黄金ETF	2010-10-29	10.03	43.21	4.59	商品型基金
法盛(卢森堡)国际基金I-WCM 精选全球增长股票基金	2021-04-26	9.56	47.72	4.49	股票型基金
摩根大韩基金	2007-09-28	6.75	58.79	16.00	股票型基金
法巴能源转型基金	2013-05-17	9.54	31.86	6.83	股票型基金
摩根基金-环球自然资源基金	2006-09-12	8.59	37.37	8.15	股票型基金
汇添富中港策略基金	2019-12-31	9.40	43.28	0.97	股票型基金
亨德森远见中国跃升基金	2008-01-25	9.26	33.82	1.90	股票型基金
晋达环球策略基金-全方位中国股票基金	2015-10-29	9.21	39.09	4.13	股票型基金

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

数据统计口径：2025/09/29，本月业绩回报已披露的基金

表 11：本月规模居前基金一览

基金全称	基金成立日	本月回报 (%)	今年以来回报 (%)	最新基金规模 (亿美元)	基金类型
PIMCO基金-环球投资者系列-收益基金	2018-05-25	0.74	3.48	1006.00	债券型基金
安联环球投资基金-安联收益及增长基金	2011-11-18	1.24	8.43	536.56	混合型基金
富达基金-环球科技基金	1999-09-01	7.18	13.41	296.55	股票型基金
联博-美元收益基金	2014-01-02	0.98	0.72	242.89	债券型基金
施罗德环球基金系列-欧元企业债券	2009-04-30	0.63	4.65	183.98	债券型基金
富达基金-环球股息基金	2016-09-12	-0.05	9.06	178.78	股票型基金
Capital Group 资本集团新视野基金(卢森堡)	2015-10-30	3.23	8.55	177.30	股票型基金
PIMCO环球债券基金	1998-03-12	0.51	5.00	167.00	债券型基金
贝莱德全球基金-环球资产配置基金	2018-07-11	2.72	4.92	165.69	混合型基金
联博环球高收益基金	2014-01-02	5.24	16.20	147.27	债券型基金
贝莱德全球基金-世界科技基金	2011-12-30	37.81	53.42	138.40	股票型基金
富兰克林邓普顿投资基金-富兰克林生物科技新领域基金	2000-04-03	7.37	18.45	136.00	股票型基金
汇丰环球基金ICAV - 环球综合债券指数基金	2019-05-29	0.35	3.74	128.96	债券型基金
摩根基金-环球债券收益基金	2014-06-02	0.06	5.10	124.36	债券型基金
贝莱德全球基金-世界健康科学基金	2020-02-26	-0.46	-5.96	16.00	股票型基金
富兰克林邓普顿投资基金-富兰克林科技基金	2000-04-03	5.20	19.07	123.30	股票型基金
百达-全球趋势精选	2008-10-31	1.27	0.26	112.91	股票型基金
摩根投资基金-环球智选基金	1981-04-30	1.01	10.59	108.53	股票型基金
贝莱德全球基金-系统分析环球股票高息基金	2020-11-18	1.02	4.67	106.66	股票型基金
百达-机械人科技	2015-07-10	5.77	17.61	105.24	混合型基金

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

数据统计口径：2025/09/29，本月业绩回报已披露的基金

### 三、大类资产表现展望

#### 3.1 市场关注焦点

展望 10 月，我们认为市场焦点将转向：

- **政策效果的验证与经济数据走向：**美联储降息后，美国的经济数据（尤其是通胀和就业）将决定其后续政策的节奏，市场预期或随之而变。
- **企业盈利基本面：**资产表现将逐渐从流动性驱动转向盈利驱动，三季度财报季将检验当前高估值的合理性。
- **地缘政治风险变化：**关注贸易摩擦是否会升级，以及欧洲政治风险是否会进一步发酵。

### 3.2 大类资产最新观点

展望10月，我们对大类资产的走势判断如下：

**表12：2025年10月大类资产走势展望**

大类资产	10月观点	投资分析	操作建议
权益	美股：经济基本面扰动降息预期，三季报验证企业盈利，预计三大指数延续涨势但波动加剧，科技股仍领衔。	1. 根据CME FedWatch，截至9月30日，美联储10月降息25个基点的概率达100%，流动性宽松或将支撑估值。 2. 美国经济前景尚不明朗，需警惕经济基本面走弱引发市场风险偏好降低，美股或大幅回撤，引发全球股市回调。 3. 特朗普关税政策不确定性可能压制市场情绪，但科技板块盈利增长预期强劲仍带来结构性机会。 4. 随着企业三季报开启，数据即将进一步验证“资本开支-业绩兑现”逻辑，需警惕部分个股估值过高后的获利了结或业绩不及预期的波动。	利用波动逢低布局，侧重高质量成长股，避免追高拥挤交易。建议超配AI算力、半导体、消费板块。
	港股与A股：中长期上涨趋势不改，但需警惕经济数据仍偏弱与资金获利了结，短期指数或高位震荡。	1. 外部美联储降息预期仍在，南向资金持续流入，港股流动性或将持续改善。 2. 政策红利驱动，聚焦科技与反内卷，或将继续提振市场预期。 3. 需警惕国内经济数据（如投资、消费）仍偏弱，可能制约指数大幅上行，或现高位震荡。	上涨趋势不改，回调仍是配置机会。建议超配：港股科技龙头、A股半导体等高端制造板块、“反内卷”受益板块、创新药。
债券	美债：短期震荡，中长期配置价值凸显。	1. 美联储降息已部分定价，10年期美债收益率可能在4.0%-4.3%区间波动，但经济数据（如非农偏弱）支撑进一步宽松预期。 2. 美国财政赤字和关税通胀可能推升长端收益率。 3. 目前债券市场信用利差处于历史低位。	逐步增持中久期（5-7年）国债，锁定较高票息。 避免长债，供给压力和通胀预期扰动将持续。 建议提升组合信用质

		史低位，因经济走弱的降息周期开启后，信用利差有走阔风险。	量，聚焦中短端高票息。
	中债：震荡偏弱，经济与政策或长期托底。	1. 市场对风险资产的偏好将持续，股债跷跷板效应仍将主导。 2. 中长期而言，经济弱复苏下债市仍是避险选择，货币政策仍有宽松空间，央行可能适时重启国债购买操作。	超配高等级信用债，关注政策性金融债。
大宗商品	震荡上行，结构性牛市延续。	1. 铜、铝等工业金属或将继续受益于美联储降息提振全球补库预期，电网投资与电动车需求增长，叠加矿山事故带来的供应扰动。 2. 原油仍受制于地缘风险与需求疲软的博弈，上行空间或有限。	中性配置，规避追多。
贵金属	黄金：降息+央行需求+避险支撑，高位震荡上行，伦敦金价可能挑战 3900 美元/盎司。	投资逻辑未变，中长期依旧看多。美元走弱，美联储降息压制实际利率，全球央行购金提供长期支撑，地缘风险强化避险属性，都将继续支撑金价。	持仓不动，回调至 3800 美元以下可加仓。
	白银：工业属性与金融属性共振，或将挑战 50 美元/盎司，表现可能优于黄金。	AI 需求预期、光伏需求爆发加剧白银供应短缺，且金银比仍有一定修复空间。	持仓不动，白银 ETF 或可作为替代加仓美股的选择。

## Information Disclosures

### Stock ratings, sector ratings and related definitions

#### Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

<b>Buy</b>	Relative Performance >20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
<b>Accumulate</b>	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
<b>Neutral</b>	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
<b>Reduce</b>	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
<b>Sell</b>	Relative Performance <-20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

#### Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

<b>Outperform</b>	Relative Performance >5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
<b>Neutral</b>	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
<b>Underperform</b>	Relative Performance <-5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

#### Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

#### Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

## 信息披露

### 公司评级、行业评级及相关定义

#### 公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6至12个月

买入	相对表现超过20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于5%至20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

#### 行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6至12个月

跑赢大市	相对表现超过5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

#### 利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去12个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

#### 免责条款

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和／或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和／或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本公司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。