产品及投资方案部

| 2025年10月20日

每周投资策略

中信证券
CITIC SECURITIES

中信証券財富管理 (香港)
CITIC Securities Wealth Management (HK)

每周投资策略

上周环球
大类资产表现

本周主要地区
经济数据公布日程

(1) 中国市场焦点

四中全会："十五五"
经济增长及政策展望

股票
维系A股行情的两个非常
重要条件；
具身智能机器人投资策略

ETF
Global X中国机械人及人
工智能ETF

(2) 美国市场焦点

中美贸易冲突
仅是短期扰动

股票
降息交易有望延续；
英伟达；美光

ETF
华夏纳斯达克100 ETF

债券
5-10年期美债

(3) 贵金属专题

明年一季度金价有望
超过4,500美元

股票
黄金的货币属性和
避险属性再度强化；
赤峰黄金；山东黄金

ETF
SPDR® 金ETF；
iShares白银信托ETF

资料来源：中信证券财富管理(香港)

中信证券
CITIC SECURITIES

上周环球股市表现

海外股市整体上涨，新兴市场受中美关系扰动拖累表现不佳

环球主要股票市场表现											
指数	收盘价*	1周变动	1个月变动	3个月变动	1年变动	本年变动	52周最低	52周最高	远期红利率	远期市盈率	远期EPS增长率
MSCI ACWI全球指数	983.90	1.2%	0.8%	6.2%	15.5%	16.9%	722.6	997.4	1.9%	19.2	14%
MSCI WORLD国际资本	4,296.41	1.4%	0.7%	5.8%	14.9%	15.9%	3,155.7	4,357.0	1.8%	20.2	13%
MSCI 新兴市场	1,361.60	(0.3%)	1.0%	9.7%	20.0%	26.6%	982.6	1,379.8	2.7%	13.7	17%
美国市场											
道琼斯	46,190.61	1.6%	0.4%	3.8%	6.8%	8.6%	36,611.8	47,049.6	1.9%	20.1	14%
标普500	6,664.01	1.7%	1.0%	5.8%	14.1%	13.3%	4,835.0	6,764.6	1.3%	22.5	15%
纳斯达克	22,679.97	2.1%	1.9%	8.6%	23.4%	17.4%	14,784.0	23,119.9	0.7%	29.7	26%
欧洲市场											
MSCI 欧洲	190.14	0.9%	3.6%	4.1%	14.8%	16.5%	152.6	192.3	3.3%	15.0	12%
STOXX 600	566.24	0.4%	2.8%	3.5%	8.1%	11.5%	464.3	574.3	3.4%	14.8	11%
英国富时100	9,354.57	(0.8%)	1.6%	4.3%	11.6%	14.5%	7,544.8	9,577.1	3.6%	12.9	11%
法国CAC 40	8,174.20	3.2%	5.0%	4.5%	7.8%	10.8%	6,763.8	8,257.9	3.3%	15.7	18%
德国DAX 30	23,830.99	(1.7%)	2.0%	(2.2%)	21.7%	19.7%	18,489.9	24,771.3	2.8%	15.5	15%
日本市场											
日本东证	3,170.44	(0.8%)	0.8%	11.6%	18.0%	13.8%	2,243.2	3,264.3	2.5%	15.7	11%
日经225	47,582.15	(1.1%)	6.2%	19.2%	22.3%	19.3%	30,792.7	48,597.1	1.8%	22.3	1%
亚太市场											
MSCI 亚太除日本	888.30	(0.9%)	0.4%	9.4%	20.4%	26.2%	629.9	904.4	2.3%	14.9	18%
沪深300	4,514.23	(2.2%)	(0.8%)	11.9%	19.2%	14.7%	3,514.1	4,726.4	2.7%	14.4	14%
恒生指数	25,247.10	(4.0%)	(6.2%)	3.1%	25.7%	25.9%	18,671.5	27,381.8	3.3%	11.2	13%
澳洲ASX200	8,995.29	0.4%	2.0%	4.1%	7.7%	10.2%	7,169.2	9,109.7	3.2%	19.5	12%
印度NIFTY	25,709.85	1.7%	1.5%	2.4%	3.9%	8.7%	21,743.7	25,781.5	1.5%	20.7	16%
台湾加权	27,302.37	0.0%	7.3%	18.1%	18.4%	18.5%	17,307.0	27,732.8	2.7%	17.6	21%
韩国KOSPI	3,748.89	3.8%	9.8%	17.4%	43.7%	56.2%	2,284.7	3,794.9	1.8%	11.3	26%
东盟市场											
MSCI 东盟	733.41	(2.6%)	(4.1%)	1.2%	2.1%	7.6%	585.4	766.1	4.3%	14.1	8%
新加坡STI	4,328.93	(2.2%)	0.1%	4.0%	19.4%	14.3%	3,372.4	4,474.1	5.1%	13.4	5%
印度尼西亚JCI	7,915.66	(4.1%)	(1.4%)	8.6%	2.3%	11.8%	5,882.6	8,288.3	5.4%	12.3	22%
泰国SET	1,274.61	(1.0%)	(2.5%)	6.4%	(14.7%)	(9.0%)	1,053.8	1,494.7	4.2%	12.8	-10%
马来西亚吉隆坡综指	1,607.18	(0.9%)	(0.3%)	5.7%	(2.1%)	(2.1%)	1,386.6	1,658.7	4.3%	14.2	6%
菲律宾综指	6,089.53	0.9%	(2.0%)	(3.3%)	(17.7%)	(6.7%)	5,804.6	7,452.7	3.5%	9.2	10%
拉美市场											
MSCI 拉丁美洲	2,479.88	2.4%	(2.2%)	8.8%	14.1%	33.9%	1,837.8	2,573.8	5.7%	10.0	6%
巴西IBOV	143,398.63	1.9%	(1.5%)	5.8%	9.6%	19.2%	118,222.6	147,578.4	6.8%	8.5	8%
墨西哥综指	61,743.92	1.9%	0.2%	8.9%	17.7%	24.7%	48,769.9	63,182.6	5.1%	12.6	8%

资料来源：彭博、中信证券财富管理 (香港)　注：截至2025年10月17日

中美贸易摩擦导致中港股市大幅回调

环球主要股票市场表现											
指数	收盘价*	1周变动	1个月变动	3个月变动	1年变动	本年变动	52周最低	52周最高	远期红利率	远期市盈率	远期EPS增长率
MSCI中国	84.28	(4.1%)	(5.8%)	8.6%	28.6%	30.2%	59.8	91.6	2.2%	12.6	16%
恒生指数	25,247.10	(4.0%)	(6.2%)	3.1%	25.7%	25.9%	18,671.5	27,381.8	3.3%	11.2	13%
恒生科技指数	5,760.38	(8.0%)	(9.1%)	5.7%	32.4%	28.9%	4,168.0	6,715.5	0.9%	19.3	45%
恒生国企指数	9,011.97	(3.7%)	(6.1%)	1.8%	25.5%	23.6%	6,762.7	9,770.2	3.0%	10.4	14%
富时A50	14,899.49	(0.6%)	(1.9%)	8.3%	13.2%	10.3%	12,182.8	15,344.7	3.1%	12.4	8%
沪深300	4,514.23	(2.2%)	(0.8%)	11.9%	19.2%	14.7%	3,514.1	4,726.4	2.7%	14.4	14%
中证500	7,016.07	(5.2%)	(3.4%)	15.3%	29.5%	22.5%	5,136.0	7,559.1	1.8%	20.7	21%
中证1000	7,185.48	(4.6%)	(4.9%)	9.9%	30.5%	20.6%	5,225.0	7,671.2	1.7%	23.4	25%
中证2000	2,963.33	(4.1%)	(6.6%)	6.2%	40.7%	26.2%	2,027.0	3,213.8	0.8%	68.9	-
中证全指	5,652.46	(3.5%)	(3.0%)	11.0%	26.1%	19.0%	4,252.8	5,967.4	-	-	-

资料来源：彭博、中信证券财富管理 (香港)　注：截至2025年10月17日

上周环球
债市表现

市场不确定性增，美债受青睐

上周环球债市表现										
市场	当前收益率 (%)	收益率1周变动(bp)	收益率1个月变动(bp)	1个月回报	3个月回报	本年度回报	当前利差(bp)	利差1周变动(bp)	利差1个月变动(bp)	10年平均利差(bp)
国债										
美国国债	3.80	-6	-7	0.7%	3.6%	6.4%				
欧洲核心	2.33	-6	-8	0.8%	0.9%	(0.1%)				
英国金边债	4.47	-12	-7	1.1%	2.0%	3.3%				
日本国债	1.59	-4	2	0.0%	(0.4%)	(4.7%)				
中国国债	1.66	-2	1	0.0%	(0.8%)	0.2%				
企业债										
美国投资级	4.72	-7	-2	0.6%	4.4%	7.9%	**77**	(1)	4	117
美国高收益	7.18	-11	18	(0.1%)	2.4%	7.1%	**291**	(11)	19	406
欧洲投资级	2.98	-5	-8	0.6%	1.2%	3.4%	**81**	1	2	121
欧洲高收益	5.71	-2	13	(0.2%)	1.0%	3.7%	**312**	(1)	22	394
英国投资级	5.15	-8	-9	0.9%	2.3%	5.3%	**88**	4	(1)	143
亚洲投资级	4.55	-3	-6	0.7%	4.0%	8.4%	**81**	3	0	154
亚洲高收益	8.11	11	26	0.4%	4.1%	8.2%	**394**	19	15	712
AT1 债券指数	6.36	-6	10	0.2%	3.5%	9.7%	**263**	1	16	384
新兴市场外币	6.25	-2	-5	0.9%	5.1%	10.3%	**230**	3	(1)	350
新兴市场本币	5.81	-2	1	(0.5%)	2.4%	13.5%				
中资美元债										
中资美元债	4.74	-2	-5	0.7%	3.3%	7.5%	**103**	3	(2)	283
中资美元债投资级	4.32	-4	-9	0.8%	3.6%	7.4%	**60**	2	(3)	145
中资美元债高收益	7.74	7	24	0.3%	2.0%	7.9%	**414**	14	61	873
中国境内债										
中国境内债	1.83	-2	1	0.0%	(0.6%)	0.4%	**14**	(0)	1	32
中国境内企业债	2.25	-3	-2	0.1%	0.1%	1.3%	**41**	(3)	0	97

资料来源：彭博、中信证券财富管理 (香港)　注：截至2025年10月17日

避险情绪推动贵金属再创新高，原油受供需格局影响继续回落

上周环球外汇及商品表现

		1周变动	1个月变动	3个月变动	1年变动	本年度变动	52周最低	52周最高
货币	**当前价格**							
美元指数	98.43	(0.6%)	1.6%	(0.3%)	(5.2%)	(9.3%)	96.22	110.18
欧元/美元	1.17	0.3%	(1.3%)	0.5%	7.6%	12.6%	1.01	1.19
美元/日元	150.61	(0.4%)	2.5%	1.4%	0.3%	(4.2%)	139.89	158.87
英镑/美元	1.34	0.5%	(1.5%)	0.1%	3.2%	7.3%	1.21	1.38
美元/瑞典克朗	9.45	(0.6%)	1.7%	(3.1%)	(10.3%)	(14.6%)	9.19	11.32
美元/挪威克朗	10.07	(0.5%)	2.5%	(2.2%)	(7.8%)	(11.6%)	9.74	11.53
美元/瑞郎	0.79	(0.8%)	0.6%	(1.4%)	(8.4%)	(12.6%)	0.78	0.92
美元/加元	1.40	0.1%	1.8%	1.9%	1.6%	(2.5%)	1.35	1.48
澳元/美元	0.65	0.4%	(2.3%)	0.2%	(2.9%)	5.0%	0.59	0.67
纽币/美元	0.57	0.0%	(4.0%)	(3.5%)	(5.5%)	2.3%	0.55	0.61
在岸人民币/美元	7.13	(0.1%)	0.3%	(0.8%)	0.1%	(2.4%)	7.09	7.35
港币/美元	7.77	(0.2%)	(0.1%)	(1.0%)	(0.1%)	0.0%	7.75	7.85
能源								
WTI原油期货	57.54	(2.3%)	(10.2%)	(14.8%)	(18.6%)	(19.8%)	55.12	80.77
布伦特原油期货	61.29	(2.3%)	(9.8%)	(11.8%)	(17.7%)	(17.9%)	58.40	82.63
NYMEX天然气期货	3.01	(3.2%)	(3.0%)	(15.1%)	28.2%	(17.2%)	2.20	4.90
金属								
COMEX期金	4,189.90	5.4%	13.6%	25.2%	55.7%	58.6%	2,541.50	4,358.00
COMEX期银	50.10	6.0%	20.1%	31.7%	57.7%	71.3%	27.55	53.77
LME期铜	10,601.92	1.1%	6.5%	9.9%	12.4%	22.2%	8,501.00	11,047.28
LME期铝	2,778.14	0.6%	3.5%	7.8%	9.8%	9.5%	2,268.00	2,810.50
LME期锡	34,962.00	(3.2%)	2.0%	5.9%	12.4%	21.2%	27,250.00	38,080.31
DCE铁矿石	806.00	(1.2%)	(1.7%)	3.2%	4.7%	3.5%	690.00	865.00
SHFE螺纹钢	2,985.00	(1.2%)	(2.5%)	(2.6%)	(10.5%)	(9.5%)	2,831.00	3,363.00

资料来源：彭博、中信证券财富管理 (香港)　注：截至2025年10月17日

每周投资策略 (1)

(1) 中国市场焦点

四中全会："十五五"经济增长及政策展望

股票

维系A股行情的两个非常重要条件；具身智能机器人投资策略

ETF

Global X中国机械人及人工智能ETF

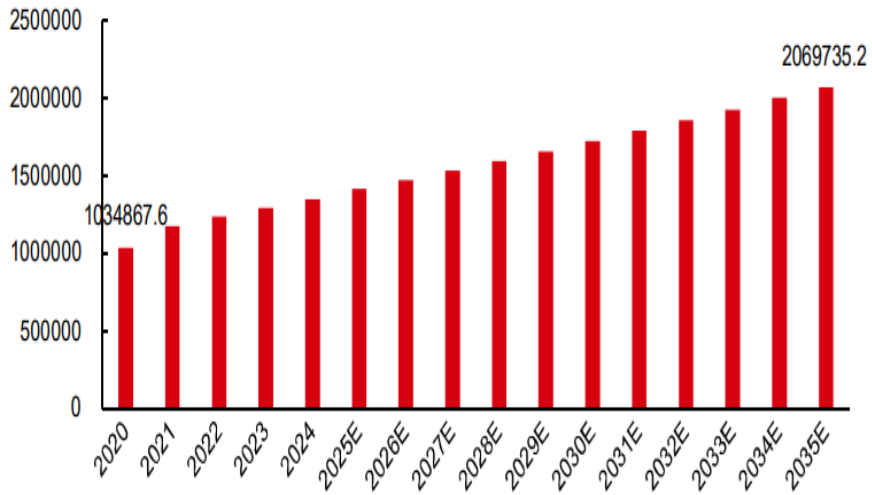
资料来源：中信证券财富管理(香港)

四中全会：
预期“十五五”经济增长目标在4%-4.5%左右

- 中共第二十届四中全会将于10月20-23日在北京召开，预计10月23日闭幕时将发布全会公告，简要介绍建议大纲。根据我们的测算，如果要在2035年实现经济总量翻倍，以2020年的GDP为103.5万亿元为基数，到2035年应达到约207万亿元，未来十年仅需保持3.86%的年均增速即可，据此我们认为“十五五”期间设定4%-4.5%左右的增速目标，能确保顺利达成目标。

- 在人均收入方面，2020年居民人均可支配收入为32,189元，2035年翻一番需要在未来十年保持约3.99%的年均增速。**结合人均收入和人均GDP走势趋同的特点，我们认为“十五五”时期保持4%-4.5%左右的稳健增长，不仅符合当前经济发展趋势，也能保证与2035 年远景目标顺利衔接。**

总量翻倍的视角下，“十五五”期间保持 4%，“十六五”期间 3.7%的年均增长速度就能完成 2035 远景 (亿元)



资料来源：Wind，国家统计局，中信证券

人均可支配收入增速需在未来十年保持 3.99%的增速以实现2035 年人均收入翻倍的远景目标 (元)

资料来源：Wind，国家统计局，中信证券

“十五五”政策展望：若干新赛道上的突破

- 《人民日报》表示二十届四中全会上，将研究如何制定「十五五规划」纲要草案。我们梳理了各部门近期发言，预计“十五五”时期的产业政策将集中在三个方面：
  - (1) 科技创新：工信部等部门提出要开辟人形机器人、脑机接口、量子信息等新赛道，打造未来产业先导区；
  - (2) 绿色低碳：交通、生态环境和水利等部门强调绿色物流、数字孪生水利建设和新污染物治理，以“双碳”目标为引领形成新的增长点；
  - (3) 民生改善：商务、农业农村和民政等部门将着力服务消费、智慧农业和养老服务，推动居民生活质量持续提升。
- 中央各部门已经谋划并将实施一系列面向未来的产业政策和改革举措，通过科技创新、产业升级和绿色转型来培育新的增长点。

通过各领域的政策引导和资源投入，“十五五”时期将形成若干新赛道上的突破：

例如数字经济、人工智能、生物技术、新能源与储能等都有望出现高速增长的新支柱产业。

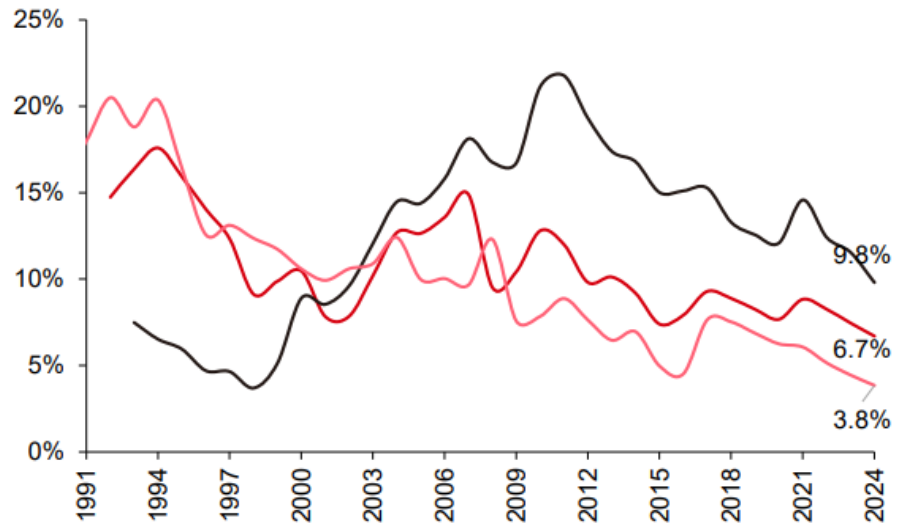
资料来源：CBO，中信证券

“反内卷”政策将直接改善上市公司利润率

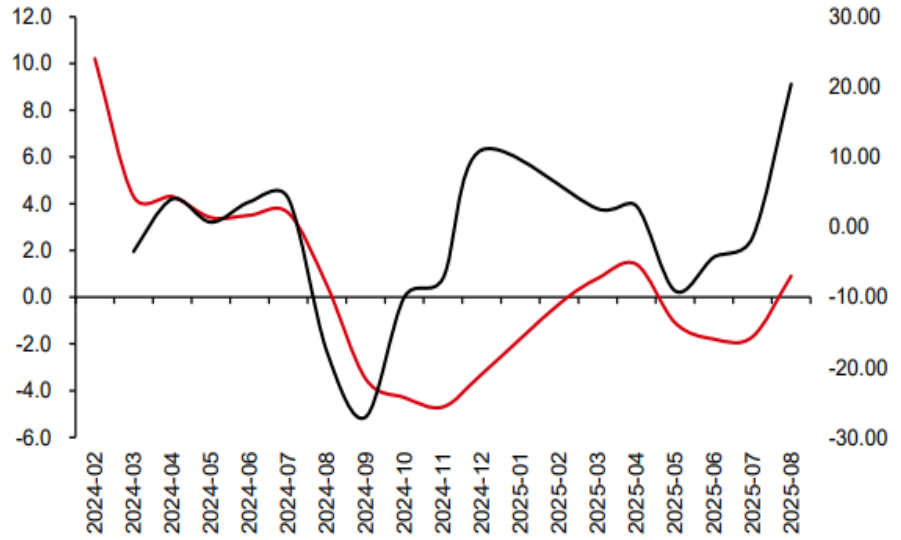
- 外部环境对中国企业而言是机遇期，如果继续回到老路竞争性扩张产能，中国企业可能会错过这个关键的窗口期，甚至招致更多的贸易壁垒和非商业手段对抗。**四中全会关于“十五五”规划指导意见的出台对本轮产能周期至关重要，它将明确下个五年工业产能扩张的预期。**

- 自2010年以来，非金融上市公司、工业企业和宏观资本回报率分别下降至9.8%、6.7%、3.8%，这个趋势一旦扭转可能开启制造业长期牛市；2025年8月，规模以上工业企业单月利润增速大幅上升至20.4%；**2025年1-8月份，规模以上工业企业累计利润由1-7月份同比下降1.7%转为增长0.9%，扭转了自今年5月份以来企业累计利润持续下降态势。**

2025中报境外营收占比较高的企业ROE维持较高水平



中国规模以上工业企业利润累计同比开始企稳回升 (%)



资料来源：Wind，中信证券

贸易环境的稳定以及中国的反内卷是维系行情的两个非常重要的条件

- 10月开始贸易领域争端更加频繁：日本自民党新任总裁高市早苗鹰派姿态，美国计划对中国相关船舶征收高价港口费等。中美关系最关键，**预计10月APEC峰会双方可能会在一些具有现实需求且分歧较小的领域达成局部交易，全面协议达成或在明年Q1。**
- **当前A股市场的特征是配置型资金占据主导，意味后续市场大概率还是会回归结构性牛市的特征。**
- 具体配置方向，聚焦在有**真实利润兑现**或者**强产业趋势的行业**：
  - **趋势性品种**：重点关注**资源、消费电子、创新药**和**游戏**；
  - **配置型品种**：则可以左侧布局**化工、军工**；
  - 重点提示关注**供给在内、需求增长在外**，且单一供给国有持续定价能力的行业，建议关注**钴、稀土、钨、磷化工、农药、氟化工**等。

行业配置框架：资源+出海+新质生产力

- 资源安全、企业出海和科技竞争依然是最为重要的结构性行情线索，对应的是资源+出海+新质生产力的行业配置框架。
- 预计国庆中秋假期前后的变化或将继续围绕在资源、端侧AI和国产半导体制程等方向。
- 10月底的四中全会和APEC会议同样至关重要，“十五五”规划可能会加强供给端的“反内卷”逻辑，而中美能否保持贸易关系稳定则将锚定需求端的全球化逻辑，二者共同构成了中企“出海全球化”的基石。
- 落脚到配置层面，面对当前市场，我们建议保持定力、忽略短期波动，聚焦在有真实利润兑现或者强产业趋势的行业。

具身智能机器人：具身模型企业多处一级市场，可关注二级市场映射标的

具身模型企业融资规模及估值水平仍处低位

公司名称	类别	成立时间	最新融资轮次	最新融资时间	融资金额	代表性投资机构
自变量机器人	模型	2023.12	A轮	2025.5	累计融资金额超10亿元。	美团、水木清华校友种子基金（清华系）
千寻智能	模型	2024.1	Pre-A+轮	2025.7	Pre-A轮融资5.28亿元、Pre-A+轮融资近6亿元，累计融资金额超10亿元。	京东、哈勃投资（华为系）、Prosperity7 Ventures（沙特风投）
穹彻智能	模型	2023.11	Pre-A++轮	2025.3	已完成三轮数亿元融资。	红杉中国、华控电科（清华系）、Prosperity7 Ventures（沙特风投）
千诀科技	模型	2023.6	Pre-A+轮	2025.5	累计融资金额达数亿元。	**景业智能**、水木清华校友种子基金（清华系）
灵初智能	模型	2024.9	天使轮	2025.5	获得千万元级天使轮融资。	智元机器人、高瓴创投
星海图	模型+本体	2023.9	A+轮	2025.7	A5轮融资金额达1亿美元，累计融资金额近15亿元。	美团、百度、高瓴创投、蚂蚁、华控电科（清华系）、北京机器人基金（**首程控股**）
银河通用	模型+本体	2023.5	A轮	2025.6	宁德时代领投轮次融资金额达11亿元，累计融资金额已超过24亿元。	**宁德时代**、**首程控股**、**金力永磁**、美团
智元机器人	模型+本体	2023.2	B+轮	2025.7	2025年3月投后估值约150亿元。	京东、腾讯、高瓴、百度

资料来源：烯牛数据、36氪创投、中信证券

模型训练存本体及存数采设备需求，可关注专业级本体及动捕相关设备供应商

- **模型训练存本体需求，可关注专业级本体供应商：**
  - 对于具身模型开发者而言，相比全尺寸人形本体，**6-7轴协作机械臂是更具性价比的训练本体**：1) 根据优必选年报，目前全尺寸本体市场价格一般在50万元及以上区间，根据GGII数据，本土单臂协作机器人均价已来到10万以下价格区间，相比于全尺寸本体，机械臂本性价比优势突出；2) 具身模型训练重点在上肢，全尺寸机器人尽管更完备，但下肢部分对于桌面级操作的训练无所裨益，“双臂+轮式底盘”往往是更受青睐的本体。
  - 建议关注专业级训练平台部署厂商：π0模型的训练过程中采用了UR、Trossen、ARX、Franka、Trossen及广和通的机械臂本体，值得注意的是，广和通于2025年3月发布了具身智能机器人开发平台Fibot，助力厂商客户复现斯坦福Mobile ALOHA相关算法；腾讯Robotics X实验室在训练VLA模型的过程中采用了越疆的X-Trainer双臂遥操作AI训练平台，该款产品由越疆于2024年4月发布。
- **模型训练存数采设备需求，可关注动捕相关设备供应商：**
  - 动作捕捉设备方案多元，海外厂商**Xsens**占领导地位。
  - 本土动捕厂商中，诺亦腾已与国内多家头部机构达成合作。
  - 纯光学捕捉存落地案例，“光学+惯性”混合方案值得关注：凌云光推出的FZMotion光学运动捕捉系统已服务宇树科技、优必选、小米等厂商。混合动捕方案也正在增多，例如诺亦腾的HybridTrack动捕设备即融合了光学及惯性动捕。

算力及云计算资源长期受益，可关注行业核心卖铲人

开源趋势不利于数据及算法构筑长期壁垒

真实数据

采用Google Open-X Embodiment及智元AgiWorld开源数据。

模型架构

采用Physical Intelligence流匹配算法。

具身本体

采用傅利叶GR系列机器人本体。

合成数据

采用Omniverse系统+开源SOTA视频生成模型作为基座。

构筑GR00T N1/1.5机器人大模型，并开源给英伟达生态伙伴，迅速赋予整机厂大小脑能力

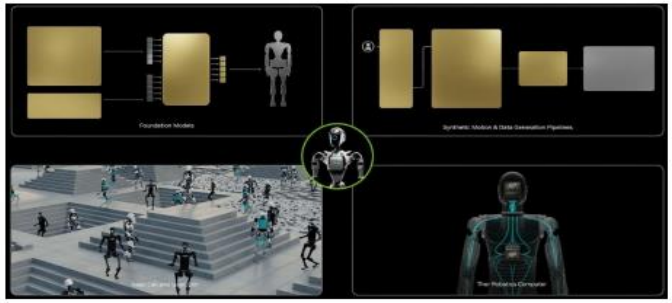
算力及云计算资源提供方受益模型训练规模化

生态链伙伴为获取开源资源，需购买卖铲人配套基础设施，生意具长期粘性且受益模型性能规模化提升需求

华为具身智能云平台

资料来源：华为官网

英伟达机器人平台



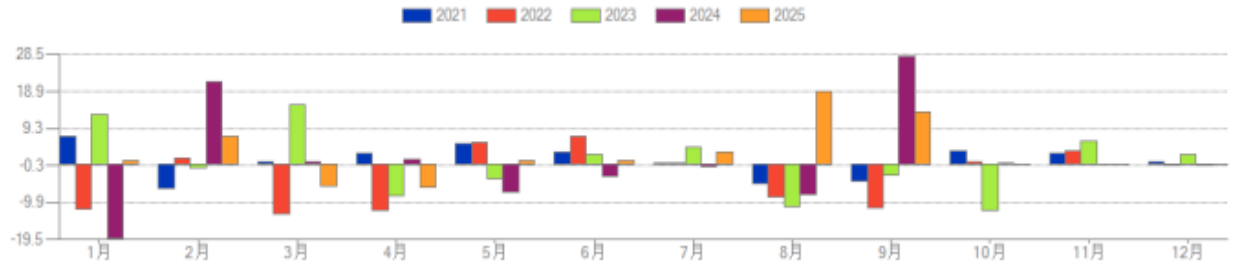
- 具身智能机器人投资策略：(1) 资本布局者：景业智能 (688290 CH)、宁德时代 (3750 HK; 300750 CH)；(2) 卖铲人：越疆 (2432 HK)、凌云光 (688400 CH)；(3) 云计算及算力提供者：英伟达 (NVDA US)、腾讯 (700 HK)。*(中信证券 - 刘海博)*

Global X中国机械人及人工智能ETF

- Global X中国机械人及人工智能ETF (2807 HK) 旨在投资于能够受惠于中国机械人和人工智能发展和应用之公司，包括主要业务为用于工业机械人和自动化的硬件及软件开发、非工业机械人、自动驾驶汽车和人工智能产品之公司。本基金是被动ETF并旨在提供在扣除费用及开支前，与FactSet中国机械人与人工智能指数表现紧密相关的投资回报。

总回报图*

月度表现图 (2021年1月至2025年9月)



ETF信息

收盘价	HKD 57.32
总资产 (百万)	HKD 514.99
总资产日期	10/16/2025
成立日期	08/07/2020
主要基准	FDS CN RBTAI NTR
货币	港币
最低投资	--
代码	2807 HK
ISIN	HK0000637857

彭博分类

基金种类	ETF
基金资产级别侧重	股票
所在国	香港
基金目标	技术
基金类型	--
基金市值侧重	整体市场
基金的地域侧重	中国
基金货币侧重	--

业绩

	ETF	基准
平均回报 1年 每周	25.97	27.39
总回报 3个月	17.46	19.20
总回报 6个月	32.69	33.51
总回报 1年	29.16	28.93
年迄今总回报	20.27	23.36

资料来源：彭博　　*截至2025年10月17日

每周投资策略 (2)

(2) 美国市场焦点

中美贸易冲突升温仅是短期扰动

股票

降息交易有望延续；英伟达；美光

ETF

华夏纳斯达克100 ETF

债券

5-10年期美债

资料来源：中信证券财富管理(香港)

中美贸易冲突升温，预期是短暂事件

- 美国当地时间10月10日，特朗普单方面声称将从11月1日起，在现有基础上对中国进口商品加征额外100%关税，并对所有关键软件实施出口管制。中国反制，宣布对美国船舶征收新的特别港务费，并对高通启动反垄断调查。10月12日，双方交锋现缓和迹象，中国商务部表示呼吁通过对话解决分歧，特朗普则暗示愿为紧张局势降温。

- 当前局势中，中美双方仍然相互依赖，中国在科技产品、飞机及其零部件等方面仍然严重依赖美国。结合特朗普政府对市场整体影响的敏感性，**我们推测接下来的局势可能会出现以下两种情况：**

  - **(1) 在11月1日100%关税引入的最后期限之前达成某种协议或谅解，相关关税可能解除或推迟；**
  - **(2) 由于中国没有立即妥协并对此实施反制措施，贸易战可能会短暂再度升级，100%的关税会生效。**

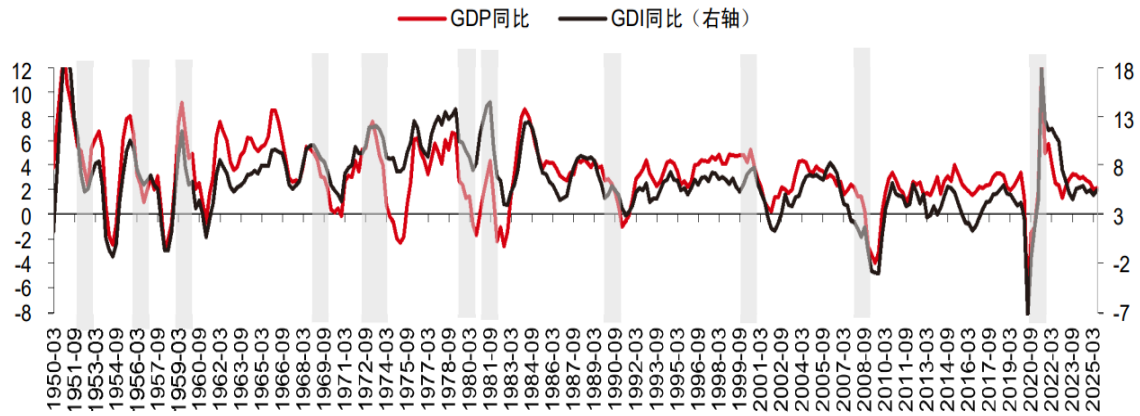
- **我们认为，中美之间最终有望在11 月 1 日前达成阶段性协议，避免关税大幅上升。**美国经济状况、最高法院判决、中期选举均对特朗普产生边际约束，在关税落地层面更倾向于通过谈判方式谋求利益交换，而非采取过度对抗策略。中美元首存在会晤机会，10 月底韩国庆州 APEC 峰会前后被普遍视为潜在契机，市场关注焦点在于双方是否在会前通过高层通话确认更多细节。我们认为，会晤能否成行取决于中美双方在接下来的一个月中能否就经贸、科技与安全议题取得实质性共识。

当前美国就业市场降温信号明显但经济仍显韧性，年内将继续降息两次

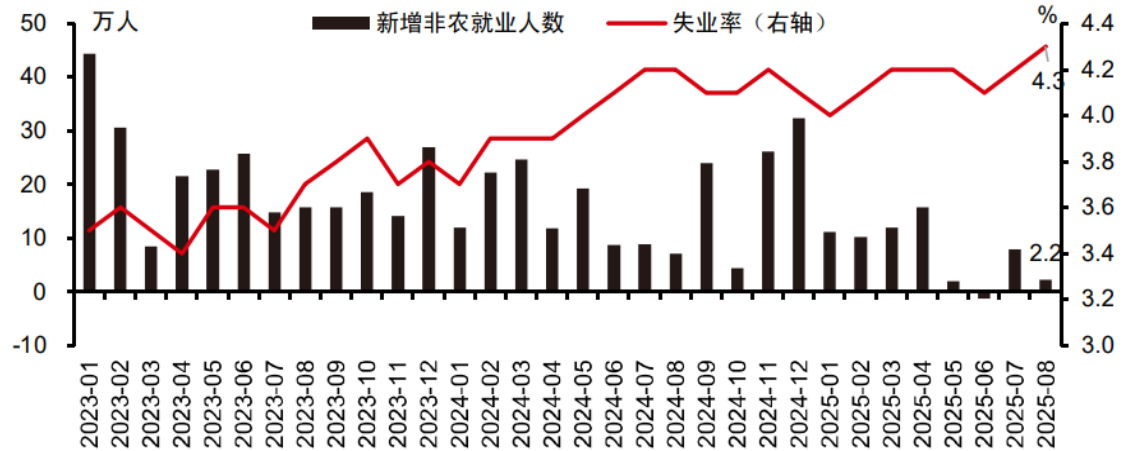
- 8月新增非农就业人数大幅低于预期，显示就业市场延续下行趋势。不过，上半年GDP保持正增长，整体经济韧性尚存。失业率仍处于历史低位，通胀较疫情后峰值显著回落且长期预期稳定。**展望四季度，美国经济或仍将继续降温并逐渐接近底部，在降息支撑下仍有“软着陆”预期。**

- 美联储 2025 年 9 月议息会议降息 25bps，鲍威尔表示这是一次风险管理式降息，在双重使命中偏向控制就业市场下行风险，旨在通过政策调整应对潜在风险、避免经济滑向衰退，而非针对已发生的衰退。**我们依旧预计美联储将在 10 月和 12 月的议息会议上分别再次降息 25bps**，明年的降息路径则需等到新任美联储主席人选最终落地才会更加清晰。

美国实际 GDP 及 GDI 增速 (%) 保持稳定



美国就业市场在三季度显著降温



资料来源：Wind，中信证券

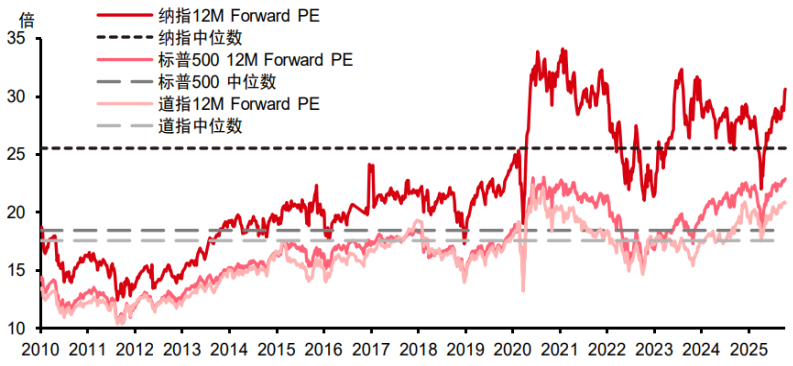
预防式降息有利于股市上涨，降息交易有望延续至年底

- **预防式降息有利于股市上涨。**预防式降息周期，在经济软着陆的预期下，流动性宽松通常会降低融资成本、提振风险偏好，推动股市上涨。我们认为本轮可参考的是1995年、2019年和2024年三次预防式降息中美股表现。

- 在预防式降息中美股有三大特征：
  - (1) 在**Fed Put** 托底环境下，美股难有明显向下调整，即使是面对关税冲击；
  - (2) 对利率敏感的指数或板块表现突出；
  - (3) 美股降息交易大约在首次降息后持续三个月左右。

- **科技主题依旧是四季度美股市场中的最优选择。**本轮降息交易至今，纳指生物技术等对利率更为敏感的板块表现突出。不过，展望四季度，我们认为科技巨头主导的美股市场中 AI浪潮仍是主旋律，产业因素叠加 Fed Put 托底，科技主题依旧是四季度美股市场中的最优选择。策略上，我们建议遵从“边走边看”的逻辑，并紧密关注宏观预期、科技巨头指引、AI 产业进展等核心变量，短期需重点关注：**OpenAI 产品&货币化进展、Gemini 3.0 发布、美股软件+AI 货币化指引、科技巨头 Q4 财报、美联储降息节奏等。**

市场预期标指各行业2025财年盈利和营收同比增长率



资料来源：彭博，中信证券

英伟达；美光

- **英伟达 (NVDA US; 183.22美元;目标价: 270美元) 成长天花板远超主流认知。**尽管ASIC构成一定挑战，我们认为英伟达未来几年在AI芯片市场份额仍将稳定在80%以上。网络业务方面亦有突破迹象，同时推理token需求持续增长，显示“AI热潮随时结束”的担忧并不成立。我们预计2026年底Rubin GPU问世后，公司业绩将持续增长，其收入表现有望超越前代Blackwell。当前OpenAI需求真实性、行业融资结构、AI ROI等话题引发一定市场担忧，但这些并非不可解难题，我们依然看好AI算力板块的潜力。(*中信里昂– Bhavtosh Vajpayee)*

一年股价走势图*

- **美光 (MU US; 202.38美元; 目标价: 240美元) 存储价格快速上涨。**AI训练与推理算力需求持续超预期，主要CSP接连宣布AI数据中心新建计划，相关AI资本开支合作频繁，带动整个AI产业链加速扩张。作为AI计算的核心，存储需求不止于HBM，服务器DRAM同样在供给紧张、库存低位的格局下近期ASP大幅飙升。我们认为2026年DRAM价格有望上涨20%，内存价格上涨趋势有望2026年全年维持，甚至延续至2027年上半年。 美光的利润率也有望在2026年迎来大幅跃升。(*中信里昂 – Sanjeev Rana)*

一年股价走势图*

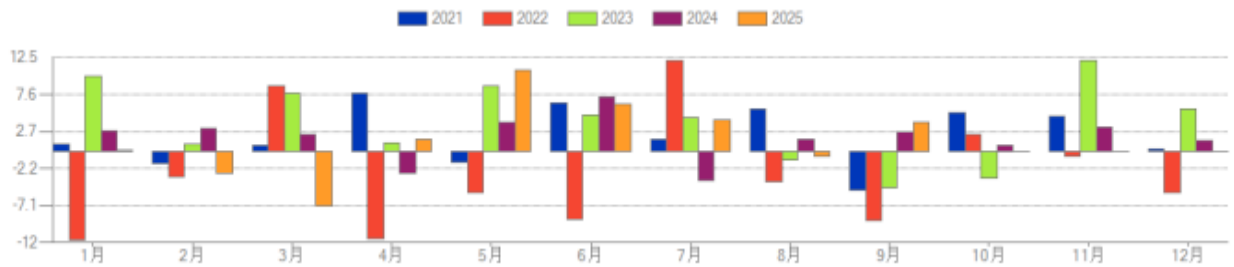
资料来源：彭博、中信证券财富管理 (香港) *截至17/10/2025

华夏纳斯达克100 ETF (3086 HK)

- 华夏纳斯达克100 ETF旨在尽量贴近纳斯达克-100指数的投资业绩（在扣除费用及开支之前）。纳斯达克100指数包含纳斯达克证券交易所市值最大的100家非金融领域公司，涵盖了全球领先的企业和科技行业巨头，其行业集中度使其成为投资科技、医疗、通讯及消费者领域的重要标杆。

总回报图*

月度表现图 (2021年1月至2025年9月)



ETF信息

收盘价	HKD 49.16
总资产 (百万)	HKD 787.26
总资产日期	10/16/2025
成立日期	02/18/2016
主要基准	Nasdaq-100 HKD Notio NTR
货币	港币
最低投资	--
代码	3086 HK
ISIN	HK0000280989

彭博分类

基金种类	ETF
基金资产级别侧重	股票
所在国	香港
基金目标	美国
基金类型	--
基金市值侧重	大盘
基金的地域侧重	美国
基金货币侧重	--

业绩

	ETF	基准
平均回报 1年 每周	22.25	25.50
总回报 3个月	5.15	6.54
总回报 6个月	32.00	36.32
总回报 1年	20.11	23.42
年迄今总回报	15.01	18.57

资料来源：彭博　　*截至2025年10月17日

市场不确定性增加，美债受青睐

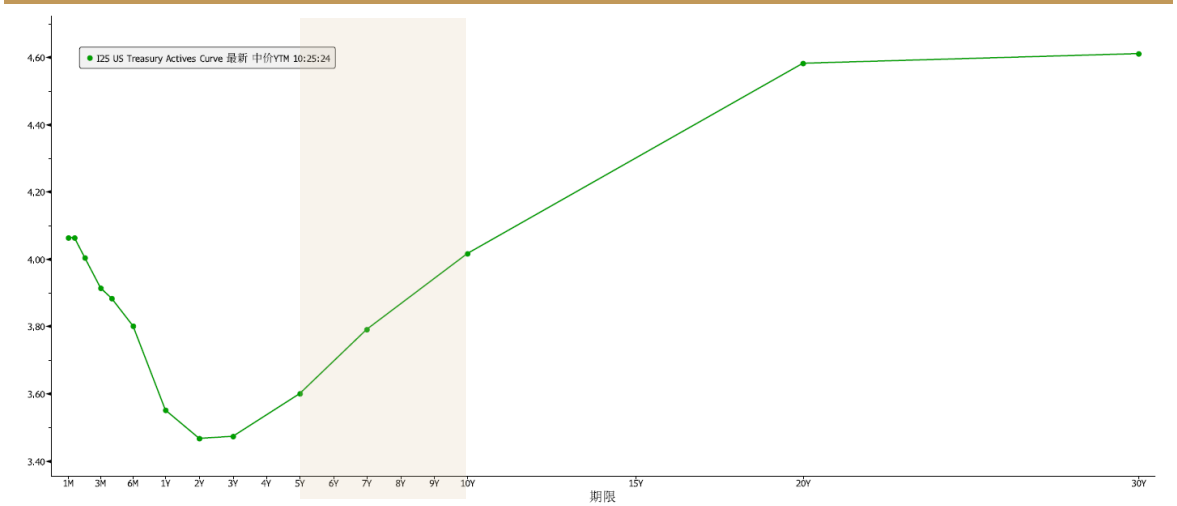
过去3周，市场出现多个不确定性因素，美债受追捧，10年期美债曾低见3.94%

1. 美国政府关门和贸易局势特然升级，对大多数投资者过去个月的乐观态度构成了明显挑战。
2. 美国政府持续停摆，重要经济数据有待公告，市场缺乏方向。
3. 美国两家地区银行披露重大信贷损失，引发了对美国消费者信贷健康状况的担忧，
4. 法国，日本政局分化，财政政策多变数。
5. 标普意外将法国的评级从AA-下调至A+，称法国政府财政状况的不确定性依然较高。

配置建议

- **美国降息路径清晰，美债再受投资者青睐。**
- **美国经济放缓，但未陷入衰退，建议配置5-10年期美债。**

美国收益率曲线



资料来源：彭博，中信证券财富管理(香港) 截至2025年10月20日

每周投资策略 (3)

(3) 贵金属专题

明年一季度金价有望超过4,500美元

股票

黄金的货币属性和避险属性再度强化；赤峰黄金；山东黄金

ETF

SPDR® 金ETF；iShares白银信托ETF

黄金价格续创新高

- 近期黄金价格续创新高，我们认为主要有以下的超预期因素：
- **美联储降息预期升温更快，市场充分交易了2025年全年三次降息预期。**在2025年8月杰克逊·霍尔年会以及9月美联储议息会议上，鲍威尔都明显侧重关注劳动力市场风险，释放鸽派信号。随着8月和9月的劳动力市场和通胀数据公布，以及白宫经济顾问委员会主席斯蒂芬·米兰被顺利任命为美联储理事，市场对降息预期反而更加清晰。
- **美国政府关门催化避险交易。**此次停摆与以往不同的是，特朗普政府更多持接受态度。一方面，特朗普希望通过政府停摆推动解雇联邦雇员；另一方面，通过停摆特朗普政府可以定向削减对民主党州的联邦援助。因此本次美国联邦政府关门可能时间较长，对市场的影响可能更大，由此形成了避险资金涌入黄金市场的局面。
- **地缘政治及关税扰动仍然存在。**尽管近期特朗普政府正在推动以色列与哈马斯的停火进程，但地缘政治局势并未出现更加平稳的迹象。9月，美国多次宣布对委内瑞拉出发的运毒船只进行袭击，并且在加勒比海部署大量的海军与空军军事力量，对委内瑞拉政府施加压力。另外，10月10日，特朗普发表关于稀土资源及国际贸易关系的言论，并表示将大幅提高关税，令投资者担心国际贸易关系将会恶化。

美国国会预算办公室估算2018-2019年政府局部停摆对经济的影响 (期间: 22/12/2018 - 25/1/2019)

美国国会预算办公室估算2018-2019年政府局部停摆对经济的影响
(期间: 22/12/2018-25/1/2019)

	2018年四季度	2019年一季度	2019年二季度	2019年三季度	2019年四季度
对实际GDP的影响 (%)	-0.1	-0.2	0.1	0.1	*
对实际GDP年化季度增长的影响 (%)	-0.2	-0.4	1.0	**	-0.3

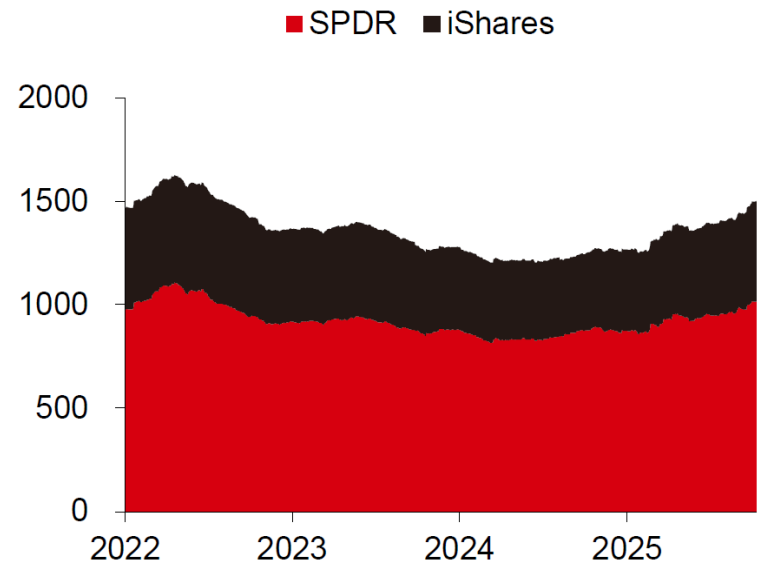
实际GDP是名义GDP除去价格变动　*= 0 - 0.05　**= -0.05 - 0

资料来源：CEIC、中信里昂

明年一季度金价有望超过4,500美元

- 我们认为，短期内黄金价格的快速上行可能是由各类避险情绪驱动，体现在市场行为上是8月底以来北美、欧洲的黄金ETF资金流入量迅速增长，COMEX市场管理基金和报告头寸的多头持仓迅速增长。**在这些情绪性因素消退后，黄金的快速上行行情可能暂告一段落。**
- 但去年以来，美国联邦债务问题愈发恶化、美元信用逐步受到质疑、全球央行的放量购金、美元利率逐步走向宽松等这些因素始终构成对黄金市场坚定的支撑。我们认为仍然**无需担心黄金价格大幅回撤的风险，反而仍需聚焦把握做多机会。**
- 从资金面来看，目前主要是北美、欧洲的资金流入，**亚洲资金在今年4月之后一直较为平淡，未来仍有可能接续推动价格上行。**
- 我们中性假设下**2026年3月金价有望超过4,500美元/盎司**，而在乐观假设下则有望超过4,800美元/盎司。在悲观假设下，金价预期仍然在4,000美元/盎司水平。

主要黄金ETF持有量（单位：吨）



资料来源：Wind、中信里昂　截至2025 年10 月10 日

白银弹性或显著高于黄金

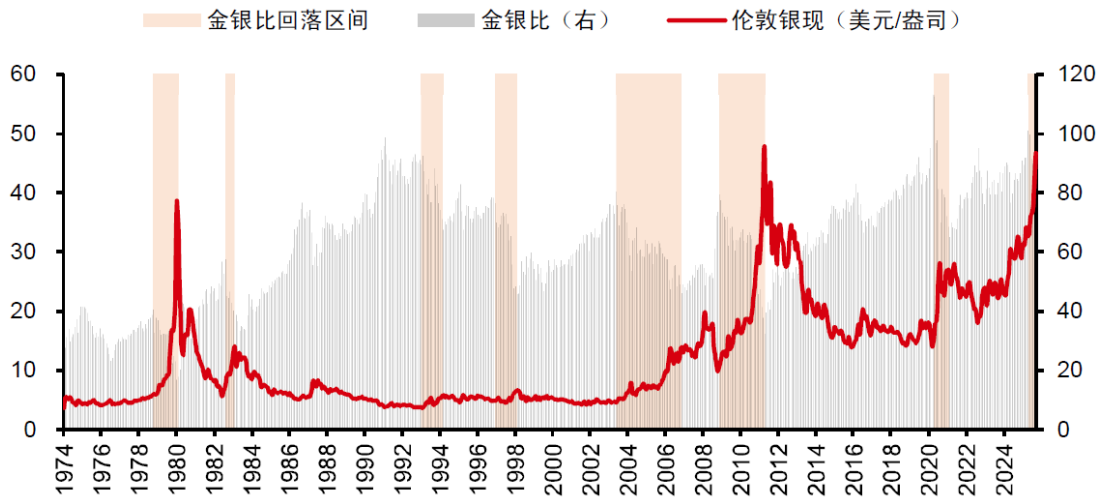
- 截至30/9/2025，**金银比已由二季度的历史极值回落至82.7，**但仍高于金银比历史上40-80范围。我们复盘了1974年布雷顿森林体系结束后，金银比周期性回落区间内银价的累计涨幅。历史上金银比回落且贵金属继续上涨的区间主要有7个，平均升幅达190%。本轮金银比自2025年4月21日开始触顶回落，**期间白银升幅为43% (截至30/9/2025)，仍远低于历史平均值。**

- 另一方面，**2025年北约峰会召开期间，近30个欧洲国家承诺将国防支出提高至GDP的5%，**其中3.5%用于核心国防支出，1.5%用于广义安全支出。白银的军事应用非常广泛，比如说制造火箭、导弹、炸弹和炮弹、战斗机、卫星、坦克和潜艇、鱼雷、夜视镜、通信设备、雷达系统、空间技术和核技术等。**军事应用需求可能成为白银价格的下个催化剂。**

历史上金银比回落期间白银涨幅显着

期间	涨幅
1978年11月~1980年2月	492.9%
1982年9月~1983年2月	95.7%
1993年2月~1994年3月	56.2%
1997年1月~1998年2月	34.9%
2003年6月~2006年11月	208.2%
2008年12月~2011年4月	365.1%
2020年5月~2021年2月	78.2%
平均	**190.2%**

金银比回落期间白银涨幅显着



资料来源：LME、中信证券

赤峰黄金；山东黄金

- 我们认为白宫“停摆”以及美国贸易政策的变化无端将对于美国经济和美元信用造成损伤，有助于黄金在货币属性以及避险属性层面的支撑。展望后市，在**美国经贸领域不确定性升温的背景下，欧美ETF流入或将进一步助力金价向上，叠加美元信用担忧加剧，推荐贵金属板块投资机会。**

- **赤峰黄金 (6693 HK; 31.72港元; 目标价: 35港元) 二季度业绩明显提升，增长后劲仍然可期。**2025 年二季度，金价强势运行叠加生产成本相对稳定推动公司业绩实现显著提升。展望后续，金价持续强劲叠加产量成本改善有望支撑公司三季度业绩增长，新建以及技改项目顺利推进有望为公司长期业绩增长提供后劲。(*中信证券 – 敖翀*)

- **山东黄金 (1787 HK; 37.9港元) 成长释放和弹性修复在即，资源重估再启航。**从成长、弹性和资源三维度，优先推荐公司在黄金板块中的配置价值。成长维度，公司自产金潜在增量超45吨，内生增长项目将推动产量翻倍，2025年起有望加速释放，公司矿产金业务纯度高，业绩弹性大，长期享受估值溢价，低成本新项目有望促进公司降本并放大业绩弹性。资源维度，公司资源禀赋突出，当前资源比价仅为历史顶部区间50-70%，金价快速上涨有望促进资源维度重估。(*中信证券 – 敖翀*)

一年股价走势图*

一年股价走势图*

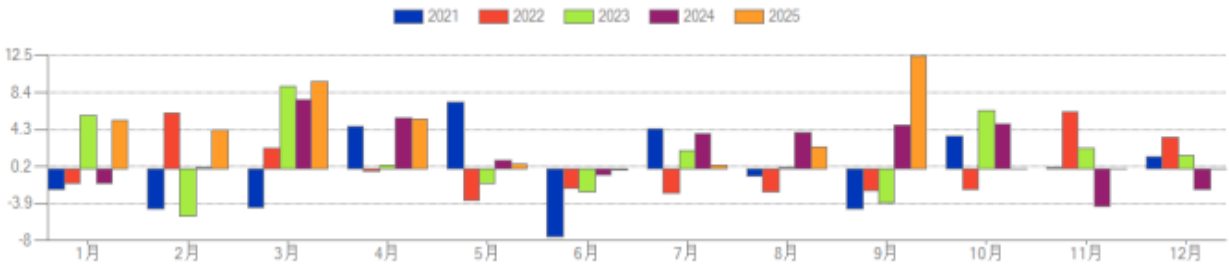
资料来源：彭博、中信证券财富管理 (香港) *截至17/10/2025

SPDR® 金ETF

- SPDR®金ETF (2840 HK) 是一只交易所买卖基金，旨在追踪黄金价格 (扣除信托费用)，黄金价格的波动可能会对股份价值产生重大不利影响。股份交易价格可能等于、高于或低于每股资产净值。

总回报图*

月度表现图 (2021年1月至2025年9月)



ETF信息

收盘价	HKD 3,106.00
总资产 (百万)	HKD 1,104,810.87
总资产日期	10/17/2025
成立日期	07/31/2008
主要基准	LBMA Gold Price PM USD
货币	港币
最低投资	美元 0.00
代码	2840 HK
ISIN	US78463V1070

彭博分类

基金种类	ETF
基金资产级别侧重	商品
所在国	美国
基金目标	贵金属
基金类型	--
基金市值侧重	--
基金的地域侧重	全球
基金货币侧重	--

业绩

	ETF	基准
平均回报 1年 每周	62.41	57.89
总回报 3个月	29.15	26.00
总回报 6个月	30.56	27.88
总回报 1年	61.10	57.01
年迄今总回报	66.27	61.94

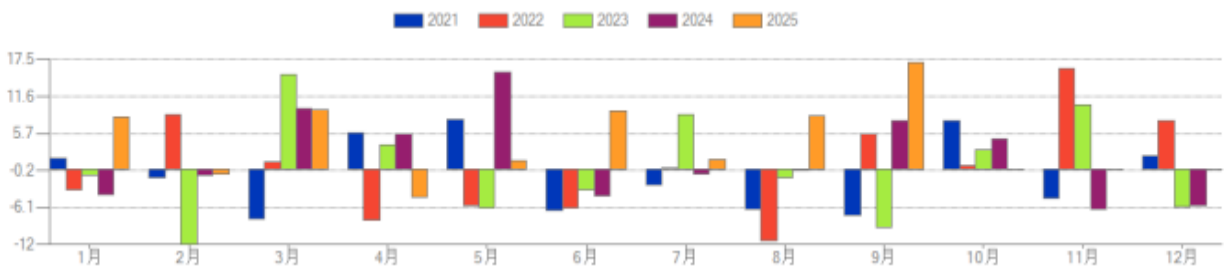
资料来源：彭博　　*截至2025年10月17日

iShares白银信托ETF

- iShares安硕白银ETF (SLV US) 是为了投资白银组成的信托。信托资产主要包括代表信托的管理人持有的白银。信托的目标是反映信托所拥有白银的价格，去除信托开支与负债。

总回报图*

月度表现图 (2020年X月至2024年X月)



ETF信息

收盘价	$ 46.99
总资产 (百万)	$ 26,949.78
总资产日期	10/17/2025
成立日期	04/28/2006
主要基准	LBMA Silver Price - Price/US
货币	美元
最低投资	美元 0.00
代码	SLV US
ISIN	US46428Q1094

彭博分类

基金种类	ETF
基金资产级别侧重	商品
所在国	美国
基金目标	贵金属
基金类型	--
基金市值侧重	--
基金的地域侧重	全球
基金货币侧重	--

业绩

	ETF	基准
平均回报 1年 每周	58.35	73.74
总回报 3个月	35.61	43.29
总回报 6个月	59.02	67.44
总回报 1年	62.65	70.07
年迄今总回报	78.47	87.16

资料来源：彭博　　*截至2025年10月17日

主要地区本周经济数据公布日程

主要国家本周经济数据公布日程						
公布日子/时间	地区	项目	时间	预测	前值	修正
10/20/2025 10:00	中国	GDP 同比	3季度	4.70%	5.20%	--
10/20/2025 10:00	中国	社会消费品零售总额同比	9月	3.00%	3.40%	--
10/20/2025 10:00	中国	工业增加值同比	9月	5.00%	5.20%	--
10/22/2025 14:00	英国	CPI 月环比	9月	0.20%	0.30%	--
10/22/2025 14:00	英国	CPI 同比	9月	4.00%	3.80%	--
10/22/2025 14:00	英国	核心CPI同比	9月	3.70%	3.60%	--
10/23/2025 20:00	墨西哥	社会消费品零售总额同比	8月	2.60%	2.40%	--
10/23/2025 22:00	美国	二手房销量年率	9月	4.06m	4.00m	--
10/24/2025 7:30	日本	国民消费物价指数同比	9月	2.90%	2.70%	--
10/24/2025 8:30	日本	标普全球日本PMI制造业指数	10月	--	48.5	--
10/24/2025 13:00	印度	HSBC India PMI Mfg	10月	--	57.7	--
10/24/2025 14:00	英国	零售销售环比	9月	-0.20%	0.50%	--
10/24/2025 14:00	英国	同比零售营收 含汽车燃料	9月	0.40%	0.70%	--
10/24/2025 14:00	英国	月环比零售营收 除汽车燃料	9月	-0.70%	0.80%	--
10/24/2025 14:00	英国	同比零售营收 除汽车燃料	9月	0.70%	1.20%	--
10/24/2025 16:00	欧元区	HCOB欧元区制造业PMI	10月	49.9	49.8	--
10/24/2025 16:30	英国	标普全球英国服务业PMI	10月	51	50.8	--
10/24/2025 16:30	英国	标普全球英国制造业PMI	10月	46.7	46.2	--
10/24/2025 20:00	巴西	IBGE通胀IPCA-15同比	10月	5.02%	5.32%	--
10/24/2025 20:00	巴西	IBGE通胀IPCA-15月环比	10月	0.25%	0.48%	--

资料来源：彭博　　注：GMT+0800 香港时间

主要地区本周经济数据公布日程

主要国家本周经济数据公布日程						
公布日子/时间	地区	项目	时间	预测	前值	修正
10/24/2025 20:30	美国	CPI 月环比	9月	0.40%	0.40%	--
10/24/2025 20:30	美国	Core CPI MoM	9月	0.30%	0.30%	--
10/24/2025 20:30	美国	CPI 同比	9月	3.10%	2.90%	--
10/24/2025 20:30	美国	Core CPI YoY	9月	3.10%	3.10%	--
10/24/2025 21:45	美国	标普全球-美国制造业PMI	10月	51.8	52	--
10/24/2025 22:00	美国	新建住宅销量年率	9月	707k	800k	--
10/24/2025 22:00	美国	密歇根大学消费者信心指数	10月	55	55	--
10/27/2025 20:30	美国	耐用品订单环比	9月	-0.60%	--	--

资料来源：彭博　　注：GMT+0800 香港时间

免责声明：

本文由中信证券财富管理 (香港) 撰写。中信证券财富管理 (香港) 是中信证券经纪 (香港) 有限公司和中信证券期货 (香港) 有限公司的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理 (香港) 或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理 (香港) 的官方观点和利益 (包括投资研究部门的观点) 存在差异，也可能不存在差异。

本文不包含支持投资决策的全部信息，您不应依赖它来评估投资任何证券或产品的优势。此外，读者应对法律、监管、税务、信用和会计方面的影响进行独立评估，并与其金融专业人士一起确定此处提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获得所有可用的相关信息。所载任何预测、数据、意见或投资技术和策略仅供参考，基于某些假设和当前市场状况，如有更改，恕不另行通知。

虽然信息来自被认为可靠的来源，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

任何人士于某司法管辖区其中作出购买或出售证券的邀请或招揽属违法时，本文不应被解释为发出此类邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

法律主体声明
香港：本资料由中信证券经纪 (香港) 有限公司 (下称“中信证券财富管理 (香港)”，中央编号AAE879)，一家受香港证券及期货事务监察委员会监管的公司发表及分发。

针对不同司法管辖区的声明
香港：根据任何时间下所适用法律和法规，中信证券财富管理 (香港)、其各自的关联公司或与中信证券财富管理 (香港) 有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理 (香港) 和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪 (香港) 有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本文。中信证券经纪 (香港) 有限公司2025版权所有，并保留一切权利。