

# 市场短期调整，节后行情或延续

——2025 年 10 月宏观及大类资产月报

宏观深度研究

## ● 大类资产表现及配置策略

**大类资产表现：**9 月，上证综指下跌 0.8%，沪深 300、创业板指、科创 50 分别上涨 1.2%、9.0%、8.2%。债市走弱，债券市场整体下跌 0.6%，国债收益率上升，1 年、5 年、10 年期国债收益率分别上升 3.3bp、1.8bp、1.9bp。海外港股恒生指数上涨 4.2%，美股三大股指普遍上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普 500 指数分别上涨 1.5%、4.8%与 2.8%。

**A 股大势研判：**节前交投清淡，节后日历效应较强、大会临近，市场有望维持上涨。节前又逢季末，DR007 月底有所抬升，对股市微观流动性有所影响，市场略有震荡。月底央行四季度例会增量信息有限，四季度降准降息概率有待观察。市场表现上，2013 年以来，上证综指节前 5 日平均收益率 -1.42%，节后当日、5 日、10 日平均收益率 0.94%、1.41%、0.82%，日历效应较为显著。9 月 30 日披露中国 9 月制造业 PMI，海外即将披露 9 月非农数据，鉴于鲍威尔最新一次表态较为鹰派，对美股估值也较为悲观，若十一期间海外就业数据超预期向好或对美联储年内降息预期有所扰动。预计节前维持交投清淡，部分资金节前流出规避长假期间不确定性。节后 10 月政治局会议、四中全会召开，APEC 会议中美领导有望见面，整体市场情绪有望延续。

**A 股配置策略：**科技板块重点关注存储等半导体设备与材料端补涨机会，高景气关注储能、风电、汽车智能化板块，以及受益降息周期的贵金属、工业金属。半导体方面，长江存储三期落地、阿里人工智能资本开支继续上修预期下，半导体上游设备与材料端补涨机会有一定持续性。存储端 9 月以来涨价信号明确，年末降价格局已被打破。储能方面，136 号文后储能需求侧表现好于预期，海外出口保持高增速，储能电芯维持高开工率，8 月招标数据再次向好，电芯端开始涨价，行业景气度持续验证，有望向上游产业链传导。风电方面，上半年抢装影响低于预期，风机已连续涨价 4 个季度，四季度浙江、山东、辽宁 GW 级别深远海海风项目有望推进，“十五五”相关新能源规划有望提振板块估值。工业金属方面，铜铝行业数据向好并不显著，中美经济数据有走弱迹象，国内外交易所库存绝对水平并非近年最低、库存去化速度也并不显著强于往年。但全球央行降息趋势下、叠加供给端扰动，价格向下仍有支撑，低成本优势矿企有望长期受益。汽车智能化方面，工信部网站发布《智能网联汽车 组合驾驶辅助系统安全要求》的征求意见稿，L2 智驾有望加速渗透。10 月建议关注政策面有望受益于内需提振的消费板块、反内卷相关光伏、生猪、化工白马及氢燃料电池、深海科技、低空等科技主题机会建议继续关注。

**债券策略：**整体看，利率上行动能仍未有减弱迹象。基本面看，9 月以来，中国港口集装箱仍维持在相对高位，这表明 9 月份出口可能依旧有韧性，加上美联储降息等利好因素，10 月出口也将维持高位。同时一些高频指标，如第一财经高频经济活动指数显示 9 月经济开始季节性回升，建信高金宏观因子均显示 9 月份宏观景气持续回升。10 月双节加持经济，国补等宏观政策将逐步发力，宏观基本面仍将延续平稳向好运行。股票市场表现维持强势，高位震荡。即使短期调整，对情绪影响可能也并不大，反而可能加速资金从债券市场流出。整体看，我们预计 10 月份 10 年期国债收益率上行趋势仍将延续，10 年期国债收益率短期有望上行至 2%附近。

**风险提示：**政策落地节奏以及效果存在不确定性；房地产投资有待提振；全球经贸风险较大；美国通胀大幅上升

## 邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn  
登记编号：S0280520050003

## 钟 山（分析师）

zhongshan01@cctgsc.com.cn  
登记编号：S0280525060002

## 段雅超（分析师）

duanyachao@cctgsc.com.cn  
登记编号：S0280525060001

## 窦 凯（研究助理）

doukai@cctgsc.com.cn  
登记编号：S0280124090001

## 相关报告

《上证指数创下近十年新高，市场集中度临近历史高位》2025-08-30

《上证指数创 10 年新高，后市怎么看》2025-08-27

《临近筹码密集区，关注中央政治局会议》2025-07-27

《关注 7 月政治局会议，结构性政策依然可期》2025-06-29

《政策预期支撑，二季度市场情绪或修复》2025-06-01



## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1、 大类资产回顾及配置策略.....  | 4  |
| 1.1、 市场回顾：自下而上题材不断、短端流动性充裕，上证指数宽幅震荡.....                         | 4  |
| 1.2、 权益大势研判：节前交投清淡，节后日历效应较强、大会临近，市场有望维持上涨.....                   | 6  |
| 1.3、 权益策略：关注存储等半导体设备与材料端补涨机会，高景气的储能、风电等板块，以及受益降息周期的贵金属、工业金属..... | 7  |
| 1.4、 债券策略：债券利率上行趋势或将延续，操作仍需谨慎.....                               | 7  |
| 1.5、 财经日历 .....  | 8  |
| 2、 经济基本面.....  | 10 |
| 2.1、 中国经济短期季节性回升 .....   | 10 |
| 2.2、 美国经济韧性，通胀温和上升 .....   | 13 |
| 3、 微观流动性.....  | 16 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1： 9 月自下而上题材不断，短端流动性充裕，外部关税不确定性降低，美联储如期降息后部分资金获利了结，尽管基本面偏弱运行，上证指数于 3800-3900 点间震荡..... | 4  |
| 图 2： 主要宽基指数涨跌不一，创业板指、科创 50 领涨 .....  | 5  |
| 图 3： 中信一级行业指数涨跌不一，电力设备及新能源、电子、有色金属、房地产、传媒领涨 .....  | 5  |
| 图 4： 9 月两市日均成交金额为 2.41 万亿元.....  | 6  |
| 图 5： 截至 9 月 25 日，融资融券余额为 24443 亿元.....   | 6  |
| 图 6： DR007 处于 2018 年以来低位 .....   | 6  |
| 图 7： 2025 年以来股票型基金份额平稳增长 .....   | 6  |
| 图 8： 9 月，10 年期国债收益率上行至 1.9%附近.....   | 7  |
| 图 9： 9 月以来，高频指标稳中有升.....   | 8  |
| 图 10： 9 月以来，中国港口集装箱吞吐量依旧维持高位.....  | 8  |
| 图 11： 8 月中国经济波动较大.....   | 11 |
| 图 12： 高炉开工率高于上年同期.....   | 11 |
| 图 13： 铁水产量高于上年同期.....  | 11 |
| 图 14： PTA 开工率回升.....   | 12 |
| 图 15： 汽车产业链开工率平稳.....  | 12 |
| 图 16： 沥青开工率大幅上升.....   | 12 |
| 图 17： 水泥发运率高于上年同期.....   | 12 |
| 图 18： 集装箱吞吐量继续高于上年同期.....  | 12 |
| 图 19： 螺纹钢需求季节性回升.....  | 12 |
| 图 20： 新房销售季节性回升.....   | 13 |
| 图 21： 二手房销售季节性回升.....  | 13 |
| 图 22： 美国失业率小幅上升.....   | 14 |
| 图 23： 关税对美国通胀的影响逐渐显现.....  | 14 |
| 图 24： 美国财政赤字率仍较高.....  | 14 |
| 图 25： 金融条件改善支撑经济.....  | 14 |
| 图 26： 美联储上调 2026 年经济和通胀预期.....   | 14 |
| 图 27： 美国消费仍很稳健.....  | 14 |
| 图 28： GDPNow 预测三季度美国 GDP 季调环比折年率为 3.9%.....  | 15 |
| 图 29： 市场预期美联储年内再降息 2 次.....  | 15 |
| 图 30： 8 月新基金发行额较 7 月有所上升，同比大幅增加 .....  | 16 |

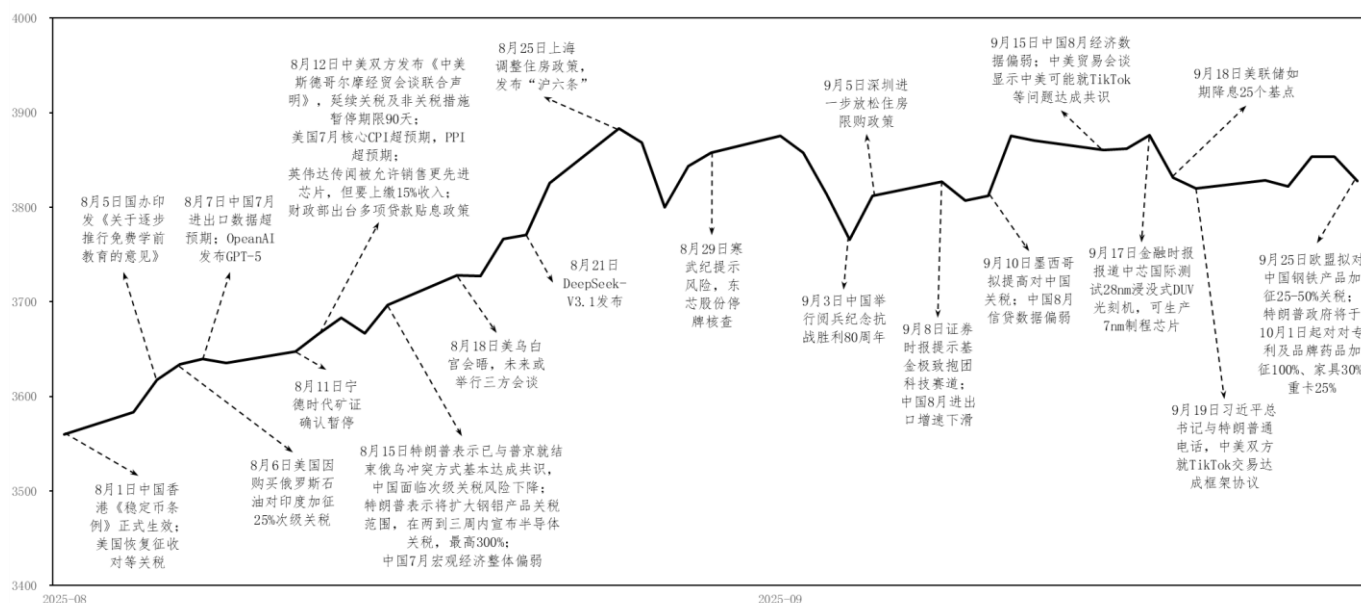
|   |    |
|---|----|
| 图 31： 债券型基金发行额占比上升，股票型基金、混合型基金发行额占比下降 ..... | 16 |
| 图 32： 9 月主要股东资金净流出大幅增加 .....                | 16 |
| 表 1： 未来一个月宏观及行业重要事件 .....                   | 9  |

## 1、大类资产回顾及配置策略

9月，上证综指下跌0.8%，沪深300、创业板指、科创50分别上涨1.2%、9.0%、8.2%。债市走弱，债券市场整体下跌0.6%，国债收益率上升，1年、5年、10年期国债收益率分别上升3.3bp、1.8bp、1.9bp。海外港股恒生指数上涨4.2%，美股三大股指普遍上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普500指数分别上涨1.5%、4.8%与2.8%。

### 1.1、市场回顾：自下而上题材不断、短端流动性充裕，上证指数宽幅震荡

图1：9月自下而上题材不断，短端流动性充裕，外部关税不确定性降低，美联储如期降息后部分资金获利了结，尽管基本面偏弱运行，上证指数于3800-3900点间震荡



资料来源：Wind，诚通证券研究所

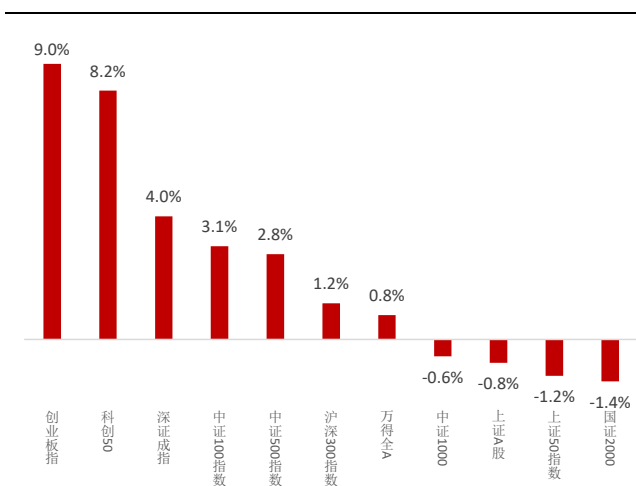
**市场回顾：**9月以来市场震荡调整，上证指数于近日测试3900点指数关口，之后指数走出一波调整，跌破30日均线，整体仍处于3800点-3900点区间震荡。基本面方面，下半年以来，前置效应消退，经济数据波动加大。8月，供给及需求扩张速度均有所放缓。供给端，工业、服务业生产同比增速分别从5.7%、5.8%回落至5.2%、5.6%。需求端，投资累计同比增速从1.6%下降至0.5%，房地产投资累计同比降幅从12%扩大至12.9%，社会消费品零售总额同比增速从3.7%下降至3.4%，出口、出口交货值同比增速分别从7.2%、0.8%下降至4.4%、-0.4%。不过年底前政策面观察窗口较为密集，若三季度GDP数据有走弱预期，10月政治局会议有望提及增量经济政策。资金面展望较为乐观。DR007处于2018年以来低位，市场短端流动性较为充裕。股票型基金市场份额较2024年年底增长3.6%，较为平稳。3月以来两融余额稳步回升，新增开户数也自5月以来持续回暖。此外，美联储9月如期降息25个百分点，年内预计仍会降息两次，至少50个百分点，海外流动性较为充裕。

9月以来，外部环境整体趋于稳定。9月15日中美西班牙贸易会谈显示中美可

能就 TikTok 等问题达成共识，9 月 19 日习近平总书记与特朗普通电话，其后中美双方就 TikTok 交易达成框架协议，未来双方元首或于 10 月在韩国举行的 APEC 会议上低调会晤。但美国仍鼓动墨西哥对华加征关税，欧盟也计划对中国钢铁产品加征 25-50% 关税，贸易领域不确定性仍然存在。科技行业利好不断，9 月 17 日金融时报报道中芯国际测试 28nm 浸没式 DUV 光刻机，可生产 7nm 制程芯片；海外算力需求持续增加，AI 巨头继续增加资本开支。地产方面，9 月 5 日，深圳市继北京和上海之后调整住房政策，明确深圳市居民在市内六个区购房不限套数，非深市户籍的居民家庭在市内六个区可购买两套房，单身视同家庭。

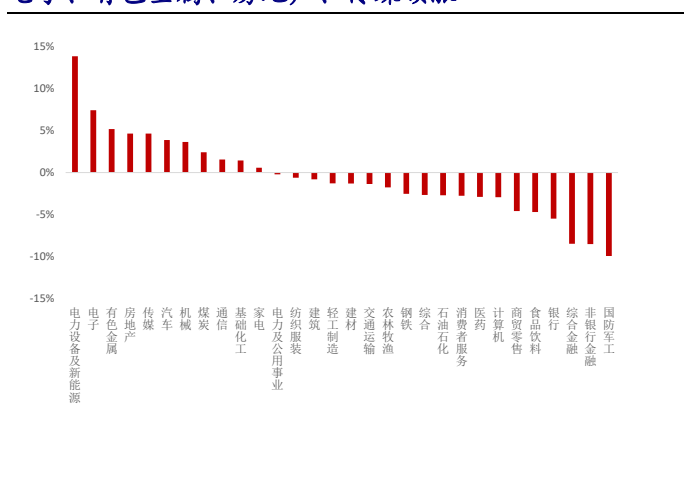
行业方面，中信一级行业指数涨跌不一，其中电力设备及新能源、电子、有色金属、房地产、传媒板块表现突出，领涨市场。具体来看，电子、传媒板块主要受益于 9 月以来科技行业密集释放的多重利好。从板块整体表现看，电子、传媒板块在人工智能浪潮、海外算力需求拉动的双重驱动下，业绩兑现节奏持续加快。半导体设备、材料受长江存储三期项目推进带动，长存、长鑫 2026 年扩产在即。阿里上周表示计划在 3800 亿 AI 基础设施投入基础上追加资本，目标到 2032 年数据中心能耗提升 10 倍（对比 2022 年）。有色金属板块领涨，源于贵金属及铜的带动。24 日自由港麦克莫兰旗下印尼格拉斯伯格（Grasberg）铜矿因重大泥石流事故所引发意外停产，第四季度铜、金销量将远低于预期。2026 年铜金产量预计降低 35%，产能将在 2027 年恢复。受此影响铜期货上涨。电力及新能源板块方面，电源设备及新能源动力系统领涨，主要源自产业景气度再次验证，宁德时代电芯再次涨价；9 月 23 日，中关村储能产业技术联盟数据显示，8 月储能系统中标规模 17.7 GW/45.7 GWh（含集采/招采），同比增长 237.1%/691.4%，环比增长 762%/1005.4%。与此同时，从风格来看，成长风格受益于市场风险偏好恢复，领涨市场，价值股整体表现居后。

图2：主要宽基指数涨跌不一，创业板指、科创 50 领涨



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图3：中信一级行业指数涨跌不一，电力设备及新能源、电子、有色金属、房地产、传媒领涨

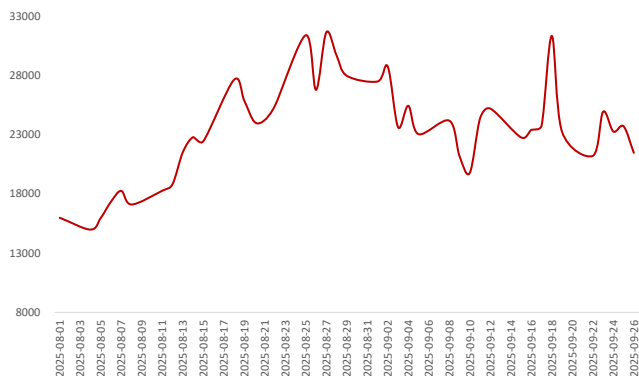


资料来源：Wind，诚通证券研究所

资金面来看，9 月两市日均成交金额为 2.41 万亿元，9 月以来市场整体交投较为活跃，整体继续放量，较 8 月的 2.28 万亿元上升 5.9%。截至 9 月 25 日，融资融券余额为 24443 亿元，整体较 8 月继续上升。

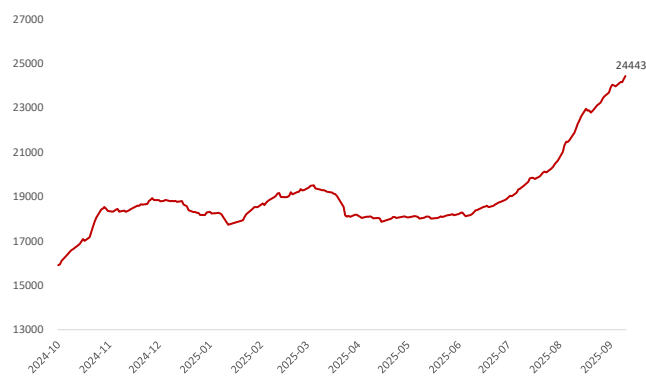


图4： 9月两市日均成交金额为 2.41 万亿元



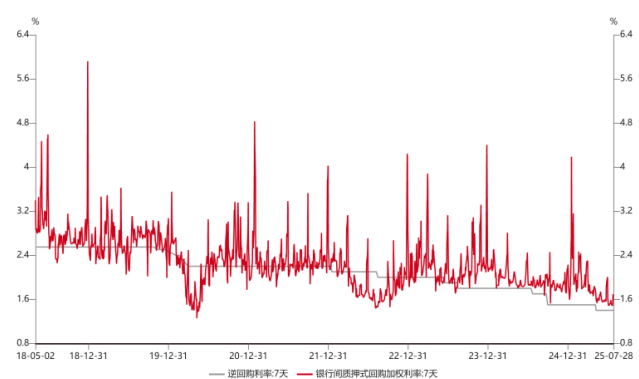
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图5： 截至 9 月 25 日，融资融券余额为 24443 亿元



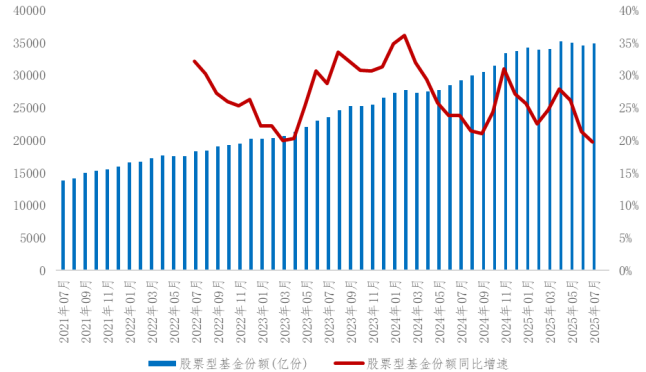
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图6： DR007 处于 2018 年以来低位



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图7： 2025 年以来股票型基金份额平稳增长



资料来源：Wind，诚通证券研究所

债市走弱，债券市场整体下跌 0.6%，国债收益率上升，1 年、5 年、10 年期国债收益率分别上升 3.3bp、1.8bp、1.9bp。海外港股恒生指数上涨 4.2%，美股三大股指普遍上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普 500 指数分别上涨 1.5%、4.8%与 2.8%。

## 1.2、权益大势研判：节前交投清淡，节后日历效应较强、大会临近，市场有望维持上涨

节前交投清淡，节后日历效应较强、大会临近，市场有望维持上涨。节前又逢季末，DR007 月底有所抬升，对股市微观流动性有所影响，市场略有震荡。月底央行四季度例会增量信息有限，四季度降准降息概率有待观察。市场表现上，2013 年以来，上证综指节前 5 日平均收益率-1.42%，节后当日、5 日、10 日平均收益率 0.94%、1.41%、0.82%，日历效应较为显著。9 月 30 日披露中国 9 月制造业 PMI，海外即将披露 9 月非农数据，鉴于鲍威尔最新一次表态较为鹰派，对美股估值也较为悲观，若十一期间海外就业数据超预期向好或对美联储年内降息预期有所扰动。预计节前维持交投清淡，部分资金节前流出规避长假期间不确定性。节后 10 月政治局会议、四中全会召开，APEC 会议中美领导有望见面，整体市场情绪有望延续。

### 1.3、权益策略：关注存储等半导体设备与材料端补涨机会，高景气的

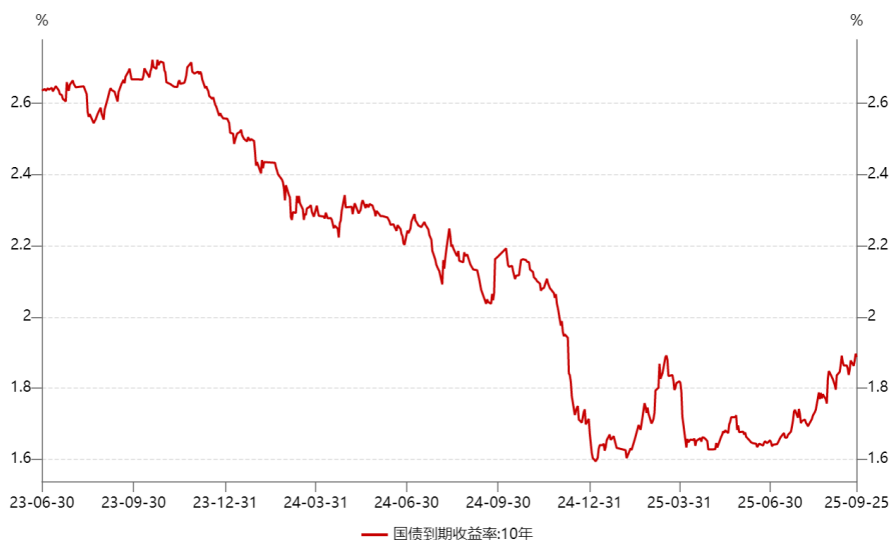
#### 储能、风电等板块，以及受益降息周期的贵金属、工业金属

科技板块重点关注存储等半导体设备与材料端补涨机会，高景气关注储能、风电、汽车智能化板块，以及受益降息周期的贵金属、工业金属。半导体方面，长江存储三期落地、阿里人工智能资本开支继续上修预期下，半导体上游设备与材料端补涨机会有一定持续性。存储端9月以来涨价信号明确，年末降价格局已被打破。TrendForce 9月24日数据显示AI需求推升储存，HDD供应不足促使订单转向企业级SSD，带动NAND Flash市场情绪转强。原厂库存近健康水位，预期4Q25合约与现货价格将全面上涨，板块行情预计持续性好于预期。储能方面，136号文后储能需求侧表现好于预期，海外出口保持高增速，储能电芯维持高开工率，8月招标数据再次向好，电芯端开始涨价，行业景气度持续验证，有望向上游产业链传导。风电方面，上半年抢装影响低于预期，风机已连续涨价4个季度，四季度浙江、山东、辽宁GW级别深远海海风项目有望推进，“十四五”相关新能源规划有望提振板块估值。工业金属方面，铜铝行业数据向好并不显著，中美经济数据有走弱迹象，国内外交易所库存绝对水平并非近年最低、库存去化速度也并不显著强于往年。但全球央行降息趋势下、叠加供给端扰动，价格向下仍有支撑，低成本优势矿企有望长期受益。汽车智能化方面，工信部网站发布《智能网联汽车 组合驾驶辅助系统安全要求》（“L2强制性国标”）的征求意见稿，L2智驾有望加速渗透。10月建议关注政策面有望受益于内需提振的消费板块、反内卷相关光伏、生猪、化工白马及氢燃料电池、深海科技、低空等科技主题机会建议继续关注。

### 1.4、债券策略：债券利率上行趋势或将延续，操作仍需谨慎

上月的月报中我们认为，此前支持国债收益率上行的一些动能目前看并没有发生明显变化，外部环境继续转好，9月一般为经济相对旺季，宏观基本面或能延续平稳向好运行，9月份10年期国债收益率上行趋势或将延续，若股票市场维持强势，10年期国债收益率短期有望上行至1.9%附近。

图8：9月，10年期国债收益率上行至1.9%附近



资料来源：Wind，诚通证券研究所

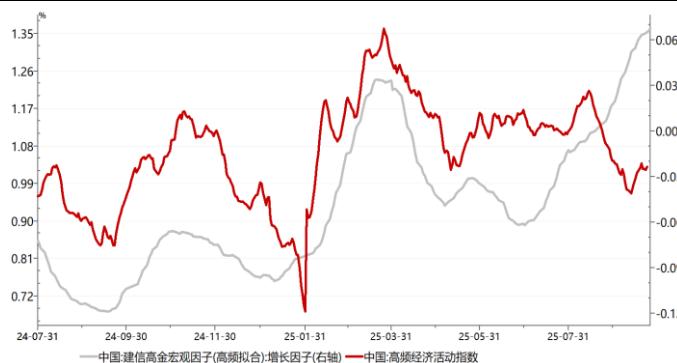
那么 10 月份国债收益率将怎么走？整体看，利率上行动能仍未有减弱迹象。

基本面看，9 月以来，中国港口集装箱仍维持在相对高位，这表明 9 月份出口可能依旧有韧性，加上美联储降息等利好因素，10 月出口也将维持高位。同时一些高频指标，如第一财经高频经济活动指数显示 9 月经济开始季节性回升，建信高金宏观因子均显示 9 月份宏观景气持续回升。10 月双节加持经济，国补等宏观政策将逐步发力，宏观基本面仍将延续平稳向好运行。

股票市场表现维持强势，高位震荡。即使短期调整，对情绪影响可能也并不大，反而可能加速资金从债券市场流出。

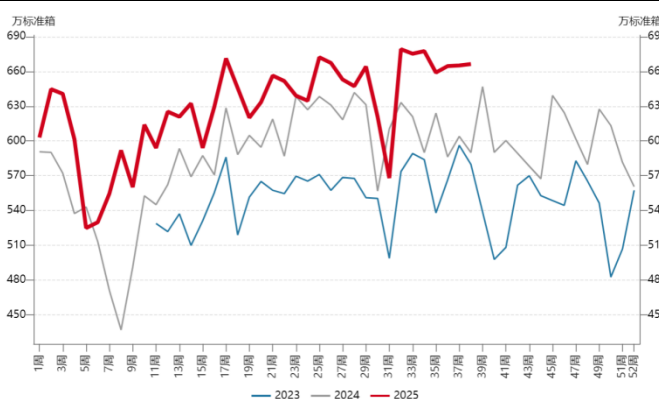
整体看，我们预计 10 月份 10 年期国债收益率上行趋势仍将延续，10 年期国债收益率短期有望上行至 2% 附近。

图9： 9 月以来，高频指标稳中有升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图10： 9 月以来，中国港口集装箱吞吐量依旧维持高位



资料来源：Wind，诚通证券研究所

## 1.5、财经日历

10 月，国内需重点关注经济基本面动能是否继续减弱以及政治局会议。上半年，“抢出口”及财政前置发力，经济超出预期。下半年以来，前置效应消退，经济数据波动加大。8 月生产扩张放缓，累计增速稳健，工业生产同比增速 5.2%，较上月下降 0.5 个百分点；环比增速 0.37%，低于前 7 月均值 0.49%；政策支持力度减弱，投资波动较大，固定资产投资累计同比增速从 1.6% 下降至 0.5%，当月同比增速从 -5.4% 下降至 -7%。年底前政策面观察窗口较为密集，若三季度 GDP 数据有走弱预期，10 月政治局会议有望提及增量经济政策。

海外需重点关注美联储 10 月利率决议。9 月 18 日美联储如期降息 25 个基点，在上周美联储宣布降息后的首次公开演讲中，美联储主席鲍威尔和上周发布会上一样继续为进一步降息留下空间，并暗示在有挑战的风险环境下会谨慎降息。美国第二季度 GDP 年化季率终值被大幅上修为 3.8%，高于此前 3.3% 的修正值，为自 2023 年第三季度录得 4.7% 增长以来的最强劲表现，上修主要得益于消费者支出的意外强劲以及进口的下降。特朗普近期再次加征药品、家具、卡车关税，通胀压力持续，未来美联储降息路径面临更大变数，需重点关注美联储 10 月利率决议。



**表1：未来一个月宏观及行业重要事件**

| 星期一                | 星期二                 | 星期三                              | 星期四                   | 星期五  | 星期六   | 星期日   |
|--------------------|---------------------|----------------------------------|-----------------------|--|-------|-------|
| 9.29               | 9.30                | 10.1                             | 10.2                  | 10.3                                       | 10.4  | 10.5  |
|                    | 中国 9 月官方<br>制造业 PMI | 美国 9 月 ISM<br>制造业 PMI            |                       | 美国 9 月就业<br>数据                             |       |       |
| 10.6               | 10.7                | 10.8                             | 10.9                  | 10.10                                      | 10.11 | 10.12 |
|                    |                     |                                  | 美联储公布货<br>币政策会议纪<br>要 |  |       |       |
| 10.13              | 10.14               | 10.15                            | 10.16                 | 10.17                                      | 10.18 | 10.19 |
| 中国 9 月进出<br>口数据    |                     | 中国 9 月金融<br>数据<br>美国 9 月通胀<br>数据 |                       |  |       |       |
| 10.20              | 10.21               | 10.22                            | 10.23                 | 10.24                                      | 10.25 | 10.26 |
| 中国 9 月经济<br>运行数据   |                     |                                  |                       |  |       |       |
| 10.27              | 10.28               | 10.29                            | 10.30                 | 10.31                                      | 11.1  | 11.2  |
| 中国 9 月工业<br>企业利润数据 |                     |                                  | 美联储 10 月<br>利率决议      | 中国 10 月官<br>方制造业 PMI<br>美国 9 月 PCE<br>物价指数 |       |       |

资料来源：Wind，诚通证券研究所

## 2、经济基本面

### 2.1、中国经济短期季节性回升

上半年，“抢出口”及财政前置发力，经济超出预期。下半年以来，前置效应消退，经济数据波动加大。8月，供给及需求扩张速度均有所放缓。供给端，工业、服务业生产同比增速分别从5.7%、5.8%回落至5.2%、5.6%。需求端，投资累计同比增速从1.6%下降至0.5%，房地产投资累计同比降幅从12%扩大至12.9%，社会消费品零售总额同比增速从3.7%下降至3.4%，出口、出口交货值同比增速分别从7.2%、0.8%下降至4.4%、-0.4%。

当前美国对中国商品关税仍高达50%左右，随着“抢出口”消退，出口对经济的拉动或减弱。同时，年内如无新增政策，信用创造也可能重新向下。2025年新增政府债务总规模11.86万亿元，比上年增加2.9万亿元。前7月，政府债券净融资同比多增4.9万亿元。8月，政府债券净融资1.37万亿元，同比少融资2519亿元，今年以来首次同比少增，社融同比增速从9%下降至8.8%。M2增速能在一定程度上反映政府债券融资的支出强度，8月M2同比增速维持8.8%，没有进一步上升。截至9月26日，9月政府债券净融资1.2万亿元，低于上年同期的1.5万亿元。这些可能意味着信用扩张将重新向下，进而拖累经济修复。

从高频数据看，9月受天气好转、季末业务冲量、临近双节等因素影响，供需均有所改善。

需求端，港口集装箱吞吐量整体仍高于上年同期，同比增速从上月的6%上升至9%，可比经济体韩国前20日出口同比增长13.5%，这说明出口仍较稳健。对美国航线集装箱运价回升，美国圣诞节、元旦临近，对美出口可能有所改善。水泥发运率、沥青开工率高于上年同期，水泥发运率同比增速从11%上升至13.5%，沥青开工率同比增速从17%上升至32%。7月、8月受多重因素影响，单月投资同比负增长，9月可能有所回升。房地产销售边际改善，30大中城市商品房日均成交面积同比降幅由9.9%收窄至4%。9月1-21日，全国乘用车市场零售119.1万辆，同比去年9月同期增长1%，较上月同期增长8%。

生产端，限产影响有限，生产改善。钢铁产业链平稳，高于上年同期，高炉开工率、粗钢产量同比增速分别从5.9%、-2.4%上升至6.7%、0。汽车产业链平稳，基本持平于上年同期。PTA开工率同比降幅9.2%收窄至8.3%。

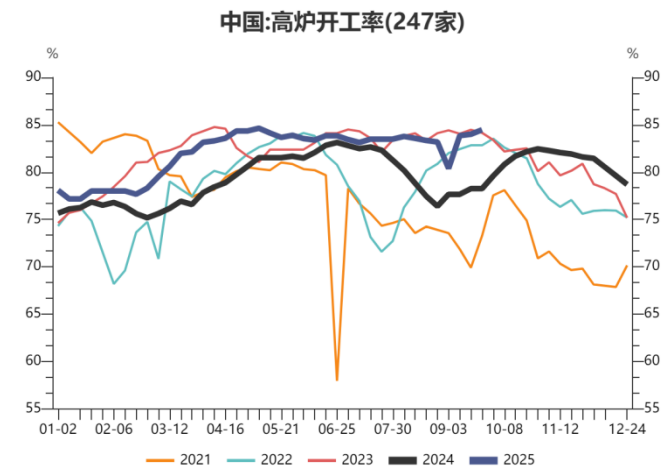
虽然9月经济可能季节性环比改善，但同时也将面临高基数，经济数据同比读数回升的压力仍较大。而且，短期季节性因素无法根本缓解出口、财政前置效应消退的影响。增量政策需早出快出、应出尽出，加快落实“适度宽松的货币政策”，巩固和增强经济回升向好态势。

图11： 8月中国经济波动较大

| 一级指标        | 二级指标 | 三级指标                | 预期差/8月预期值 | 2025-08 | 2025-07 | 2025-06 | 2025-05 | 2025-04 | 2025-03 | 2025-02 | 2025-01 | 2024-12 |
|-------------|------|---------------------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 增长动力        | GDP  | GDP: 当季同比(%)        | --        | --      | --      | 5.2     | --      | --      | 5.4     | --      | --      | 5.4     |
|             | 消费   | 社会消费品零售: 当月同比(%)    | 🟢 3.8     | 3.4     | 3.7     | 4.8     | 6.4     | 5.1     | 5.9     | 4.0     | --      | 3.7     |
|             | 投资   | 固定资产投资: 累计同比(%)     | 🟢 1.3     | 0.5     | 1.6     | 2.8     | 3.7     | 4.0     | 4.2     | 4.1     | --      | 3.2     |
|             |      | ——房地产               | 🟢 -12.4   | -12.9   | -12.0   | -11.2   | -10.7   | -10.3   | -9.9    | -9.8    | --      | -10.6   |
|             |      | ——采矿业               | --        | 3.0     | 3.0     | 3.4     | 5.8     | 6.3     | 5.6     | 4.7     | --      | 10.5    |
|             |      | ——制造业               | 🟢 5.4     | 5.1     | 6.2     | 7.5     | 8.5     | 8.8     | 9.1     | 9.0     | --      | 9.2     |
|             |      | ——基建                | 🟢 5.4     | 5.4     | 7.3     | 8.9     | 10.4    | 10.9    | 11.5    | 10.0    | --      | 9.2     |
|             | 房地产  | 商品房销售面积: 累计同比(%)    | --        | -4.7    | -4.0    | -3.5    | -2.9    | -2.8    | -3.0    | -5.1    | --      | -12.9   |
|             |      | 房屋新开工面积: 累计同比 (%)   | --        | -19.5   | -19.4   | -20.0   | -22.8   | -23.8   | -24.4   | -29.6   | --      | -23.0   |
|             |      | 70城二手住宅价格: 当月同比 (%) | --        | -5.5    | -5.9    | -6.1    | -6.3    | -6.8    | -7.3    | -7.5    | -7.8    | -8.1    |
|             |      | 土地购置费: 累计同比 (%)     | --        | -10.2   | -8.9    | -7.0    | -7.1    | -5.9    | -4.5    | -0.3    | --      | -8.7    |
|             | 对外贸易 | 进口: 当月同比(%)         | 🟢 3.3     | 1.3     | 4.1     | 1.1     | -3.4    | -0.3    | -4.3    | 1.6     | -16.3   | 0.8     |
| 出口: 当月同比(%) |      | 🟢 5.9               | 4.4       | 7.2     | 5.8     | 4.7     | 8.1     | 12.2    | -3.1    | 5.9     | 10.7    |         |
| 贸易差额(亿美元)   |      | 🟢 1,003.3           | 1023.3    | 982.5   | 1146.0  | 1030.8  | 959.8   | 1022.4  | 312.8   | 1380.9  | 1051.8  |         |
| 经济运行        | 生产   | 工业增加值: 当月同比(%)      | 🟢 5.8     | 5.2     | 5.7     | 6.8     | 5.8     | 6.1     | 7.7     | 5.9     | --      | 6.2     |
|             | 景气度  | PMI(%)              | 🔴 49.3    | 49.4    | 49.3    | 49.7    | 49.5    | 49.0    | 50.5    | 50.2    | 49.1    | 50.1    |
|             | 就业   | 失业率(%)              | 🔴 5.3     | 5.3     | 5.2     | 5.0     | 5.0     | 5.1     | 5.2     | 5.4     | 5.2     | 5.1     |
|             | 价格   | CPI(%)              | 🟢 -0.20   | -0.40   | 0.00    | 0.10    | -0.10   | -0.10   | -0.10   | -0.70   | 0.50    | 0.10    |
|             |      | PPI(%)              | 🟢 -2.88   | -2.90   | -3.60   | -3.60   | -3.30   | -2.70   | -2.50   | -2.20   | -2.30   | -2.30   |
| 金融信贷        | 信贷融资 | 人民币贷款: 新增 (亿元)      | 🔴 5,813.8 | 5900    | -500    | 22400   | 6200    | 2800    | 36400   | 10100   | 51300   | 9900    |
|             |      | 人民币贷款余额: 同比 (%)     | 🟢 6.8     | 6.8     | 6.9     | 7.1     | 7.1     | 7.2     | 7.4     | 7.3     | 7.5     | 7.6     |
|             |      | 社融存量: 同比 (%)        | 🟢 8.9     | 8.8     | 9.0     | 8.9     | 8.7     | 8.7     | 8.4     | 8.2     | 8.0     | 8.0     |
|             | 货币供应 | M2: 同比(%)           | 🔴 8.7     | 8.8     | 8.8     | 8.3     | 7.9     | 8.0     | 7.0     | 7.0     | 7.0     | 7.3     |

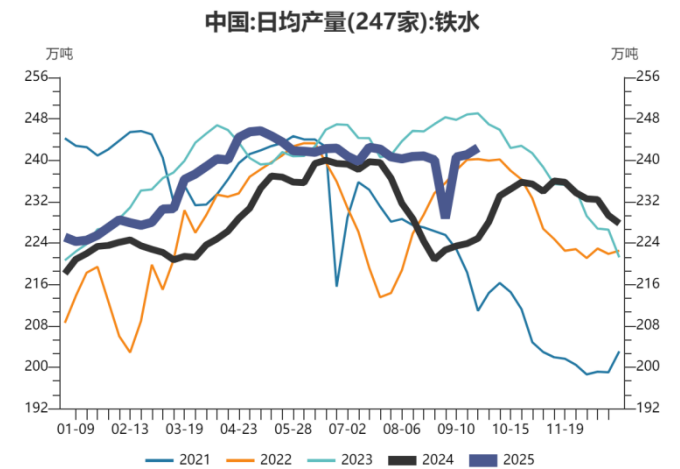
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图12： 高炉开工率高于上年同期



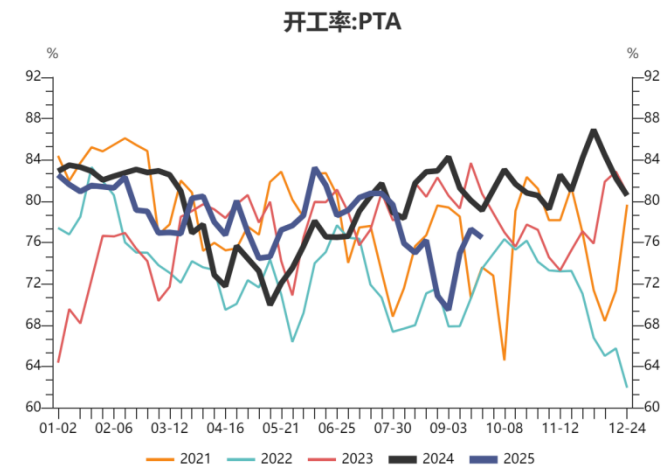
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图13： 铁水产量高于上年同期



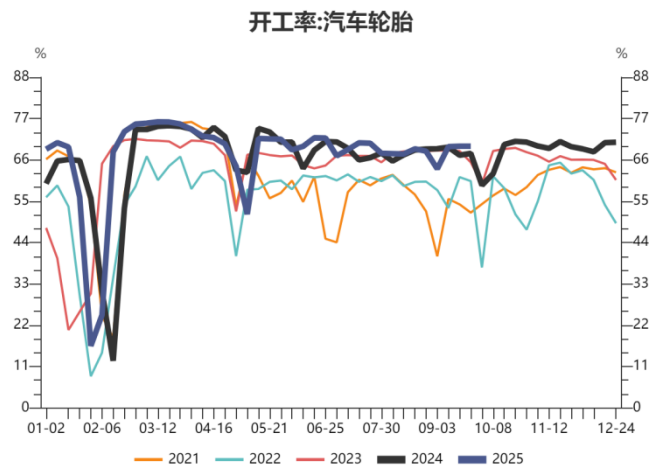
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图14: PTA 开工率回升



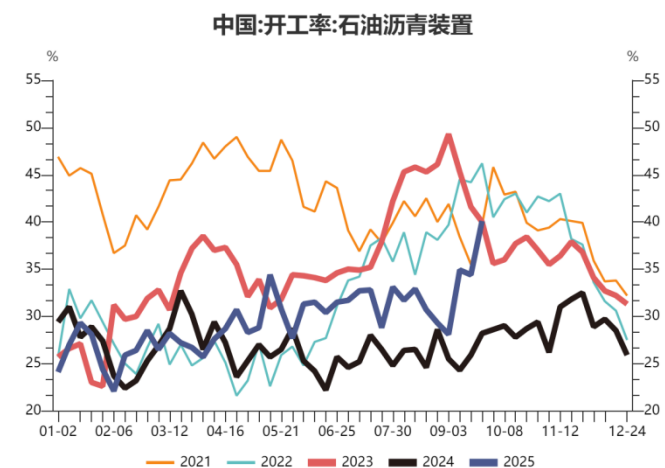
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图15: 汽车产业链开工率平稳



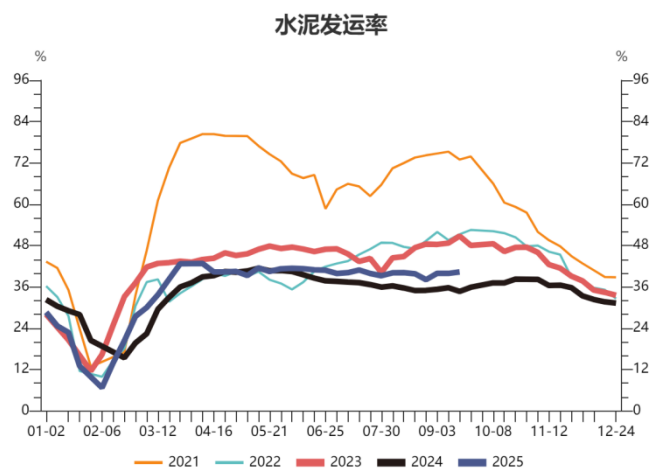
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图16: 沥青开工率大幅上升



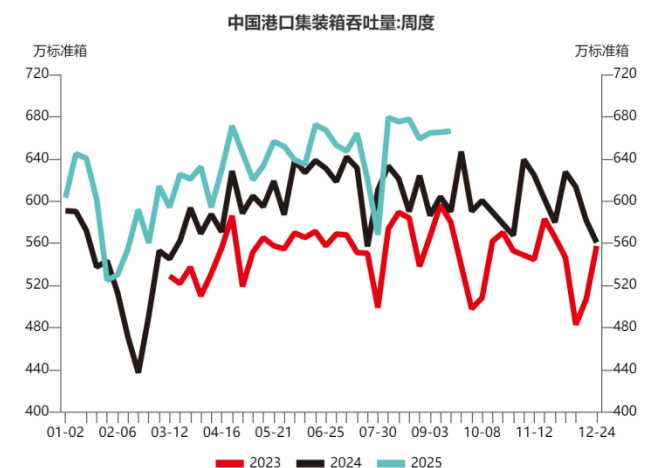
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图17: 水泥发运率高于上年同期



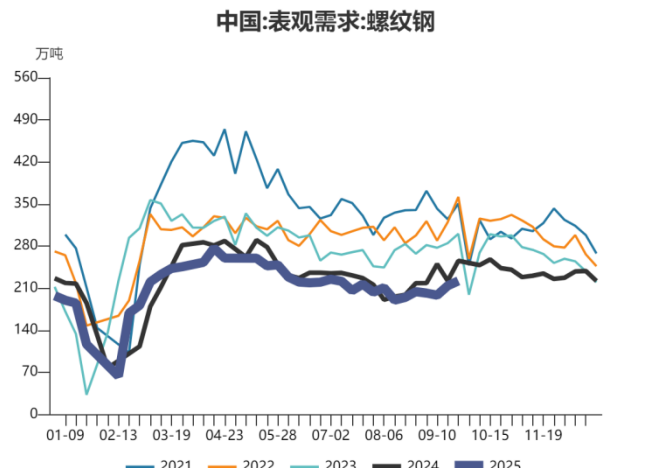
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图18: 集装箱吞吐量继续高于上年同期



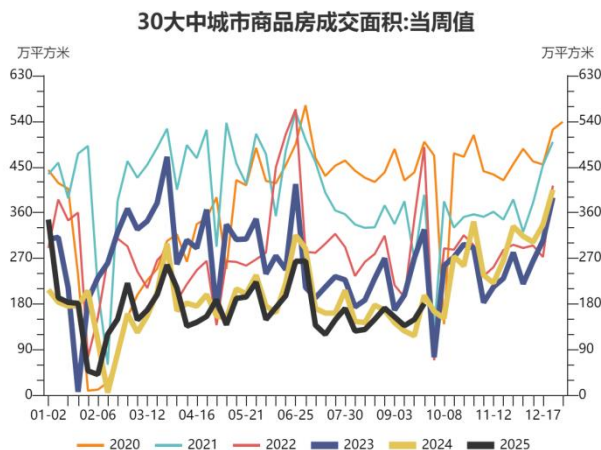
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图19: 螺纹钢需求季节性回升



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图20：新房销售季节性回升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图21：二手房销售季节性回升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

## 2.2、美国经济韧性，通胀温和上升

关税对美国经济的影响有通胀预期、通胀实现、经济衰退、经济修复四个阶段。

**第一阶段：通胀预期。**关税影响下，通胀预期上升，存在“抢进口”，经济主体提前增加耐用品消费、资本开支，同时也会减少一些非必需品、服务消费。**第二阶段：通胀实现。**供应链压力增加，终端消费品价格带动物价上涨，中间品投入成本上升后续也会继续传导到终端消费品。**第三阶段：经济衰退。**通胀导致消费与资本开支下降，经济滞胀。**第四阶段：经济修复。**全球产业链重构，通胀下降，经济修复。

关税对美国经济的影响处于第二阶段，通胀风险上升，就业风险仍不是很高。8月，美国CPI、PCE物价同比增速分别从2.7%、2.6%上升至2.9%、2.7%；核心CPI、PCE物价同比增速分别保持在3.1%、2.9%。其中，商品价格受关税影响，通胀持续上升。核心商品CPI同比增速从1.2%上升至1.5%，耐用品、新汽车、二手汽车及卡车CPI同比增速分别从1.2%、0.8%、4.8%上升至1.9%、1%、6%。商品PCE物价同比增速从0.6%上升至0.9%，耐用品、非耐用品PCE物价同比增速分别从1.1%、0.3%上升至1.2%、0.7%。

与此同时，经济整体稳定，失业率处于低位。虽然新增就业有所减弱，但由于劳动参与率下降以及新增移民减少导致新增劳动力供给也下降，最终8月失业率上升0.1个百分点至4.3%，仍处于低位，继续低于自然失业率。居民收入及支出仍比较稳健。8月，美国居民个人总收入环比增长0.4%，同比增长5%；零售环比增长0.6%，同比增长5%；居民支出环比增长0.6%，同比增长5.6%。9月26日，GDPNow预测三季度GDP季调环比折年率为3.9%。

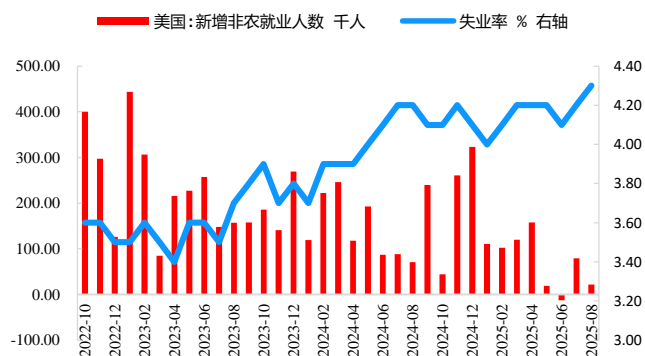
从结构性因素看，在人工智能等新技术的拉动下，美国潜在经济增速或回升至2.3%附近。从周期性因素看，美国财政赤字率仍在6%以上，这会通过财政支出、雇佣、转移支付、金融等多种渠道稳定经济。从短期金融条件来看，美联储降息后，金融条件将继续改善，进而支撑美国经济。

9月17日，美联储将联邦基金利率目标区间下调25个基点至4.00%-4.25%。市场预期年内还将降息2次。此轮降息是预防性降息，主要是因为劳动力市场有走弱迹象。未来即使经济增速有所下滑，但只要不大幅低于潜在增速，产出缺口就不会大幅下降，失业率也只是小幅上升。此时，通胀上升的重要性将大于失业率小幅



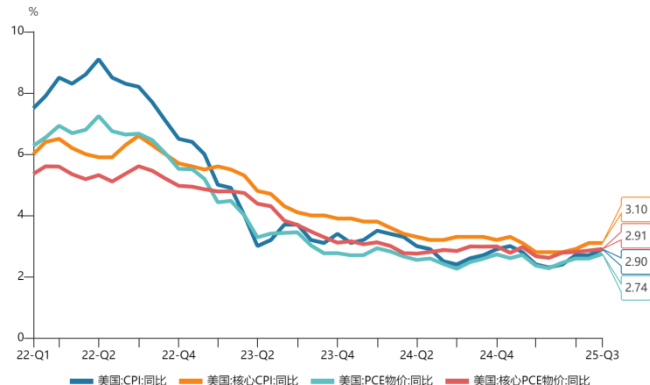
上升。需要警惕后续降息预期的变化，美联储可能进行少次预防性降息后停止降息。

图22： 美国失业率小幅上升



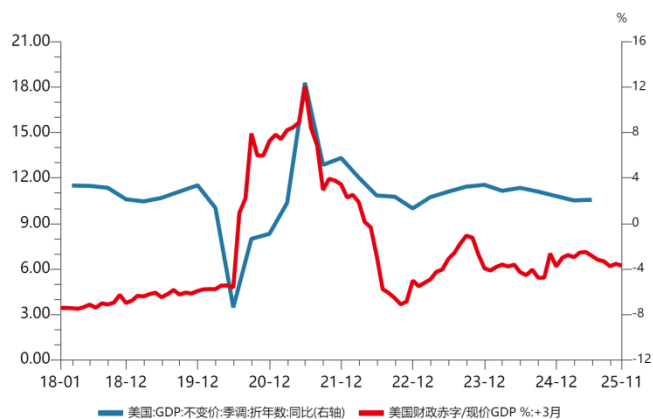
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图23： 关税对美国通胀的影响逐渐显现



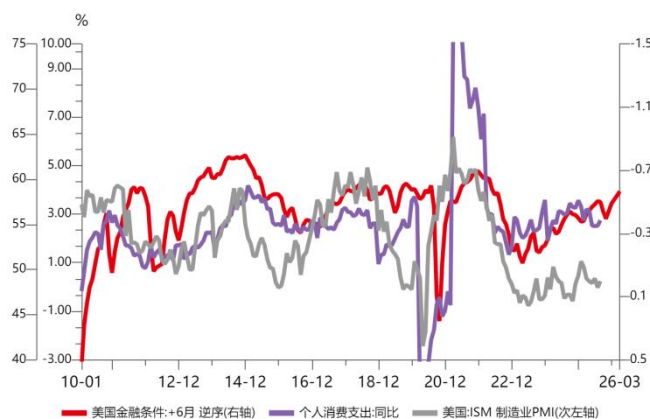
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图24： 美国财政赤字率仍较高



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图25： 金融条件改善支撑经济



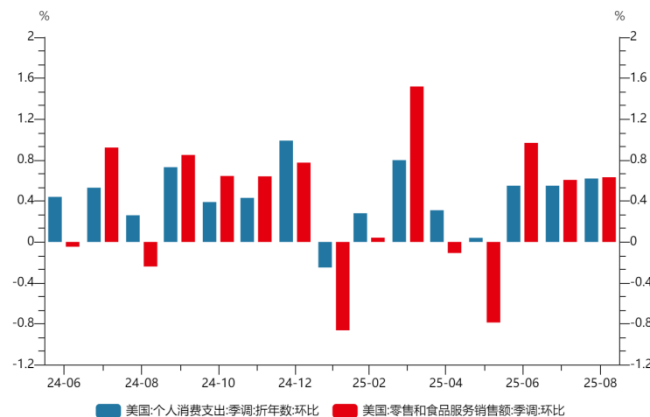
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图26： 美联储上调 2026 年经济和通胀预期

| Variable                                | Median <sup>1</sup> |      |      |      |            |
|---|---------------------|------|------|------|------------|
|   | 2025                | 2026 | 2027 | 2028 | Longer run |
| Change in real GDP                      | 1.6                 | 1.8  | 1.9  | 1.8  | 1.8        |
| June projection                         | 1.4                 | 1.6  | 1.8  |      | 1.8        |
| Unemployment rate                       | 4.5                 | 4.4  | 4.3  | 4.2  | 4.2        |
| June projection                         | 4.5                 | 4.5  | 4.4  |      | 4.2        |
| PCE inflation                           | 3.0                 | 2.6  | 2.1  | 2.0  | 2.0        |
| June projection                         | 3.0                 | 2.4  | 2.1  |      | 2.0        |
| Core PCE inflation <sup>4</sup>         | 3.1                 | 2.6  | 2.1  | 2.0  |            |
| June projection                         | 3.1                 | 2.4  | 2.1  |      |            |
| Memo: Projected appropriate policy path |                     |      |      |      |            |
| Federal funds rate                      | 3.6                 | 3.4  | 3.1  | 3.1  | 3.0        |
| June projection                         | 3.9                 | 3.6  | 3.4  |      | 3.0        |

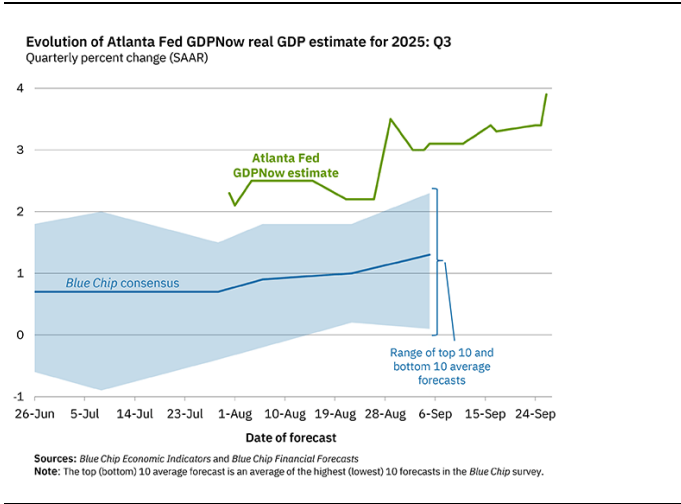
资料来源：Fed，诚通证券研究所

图27： 美国消费仍很稳健



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图28： GDPNow 预测三季度美国 GDP 季调环比折年率为 3.9%



资料来源：Atlanta Fed，诚通证券研究所

图29：市场预期美联储年内再降息 2 次

| CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE  | 175-200 | 200-225 | 225-250 | 250-275 | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 |
| 2025/10/29  |         |         |         |         | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 87.7%   | 12.3%   | 0.0%    |
| 2025/12/10  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 65.4%   | 31.5%   | 3.1%    | 0.0%    |
| 2026/1/28   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 23.2%   | 53.4%   | 21.4%   | 2.0%    | 0.0%    |
| 2026/3/18   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 9.6%    | 35.6%   | 40.2%   | 13.4%   | 1.2%    | 0.0%    |
| 2026/4/29   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 2.2%    | 15.5%   | 36.7%   | 34.1%   | 10.7%   | 0.9%    | 0.0%    |
| 2026/6/17   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 1.2%    | 9.4%    | 27.0%   | 35.3%   | 21.4%   | 5.4%    | 0.4%    | 0.0%    |
| 2026/7/29   | 0.0%    | 0.0%    | 0.3%    | 3.5%    | 14.3%   | 29.3%   | 31.4%   | 16.9%   | 4.0%    | 0.3%    | 0.0%    |
| 2026/9/16   | 0.0%    | 0.1%    | 1.4%    | 7.0%    | 19.2%   | 30.0%   | 26.7%   | 12.7%   | 2.8%    | 0.2%    | 0.0%    |
| 2026/10/28  | 0.0%    | 0.3%    | 2.1%    | 8.6%    | 20.6%   | 29.5%   | 24.8%   | 11.4%   | 2.4%    | 0.2%    | 0.0%    |
| 2026/12/9   | 0.1%    | 0.6%    | 3.2%    | 10.6%   | 22.1%   | 28.7%   | 22.6%   | 9.9%    | 2.1%    | 0.1%    | 0.0%    |
| 2027/1/27   | 0.1%    | 0.8%    | 3.9%    | 11.7%   | 22.7%   | 28.2%   | 21.4%   | 9.2%    | 1.9%    | 0.1%    | 0.0%    |
| 2027/3/17   | 0.2%    | 1.1%    | 4.7%    | 12.9%   | 23.3%   | 27.5%   | 20.1%   | 8.4%    | 1.7%    | 0.1%    | 0.0%    |
| 2027/4/28   | 0.2%    | 1.0%    | 4.3%    | 12.0%   | 22.2%   | 27.0%   | 20.9%   | 9.6%    | 2.4%    | 0.3%    | 0.0%    |
| 2027/6/9  | 0.1%    | 0.9%    | 3.9%    | 11.0%   | 20.9%   | 26.4%   | 21.7%   | 11.1%   | 3.3%    | 0.6%    | 0.0%    |
| 2027/7/28   | 0.1%    | 0.7%    | 2.9%    | 8.5%    | 17.4%   | 24.5%   | 23.3%   | 14.8%   | 6.1%    | 1.5%    | 0.2%    |
| 2027/9/15   | 0.1%    | 0.7%    | 2.9%    | 8.5%    | 17.4%   | 24.5%   | 23.3%   | 14.8%   | 6.1%    | 1.5%    | 0.2%    |

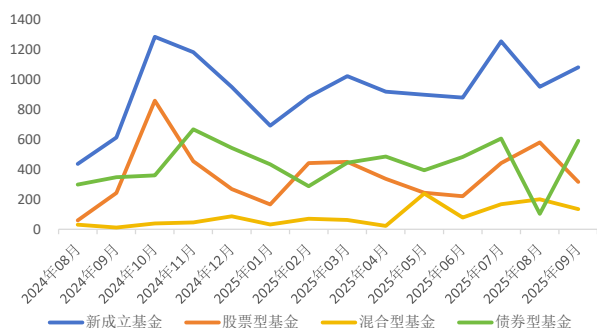
资料来源：CME Fedwatch，诚通证券研究所

### 3、微观流动性

8月新基金发行增加，权益类基金发行减少，主要股东资金净流出大幅增加。

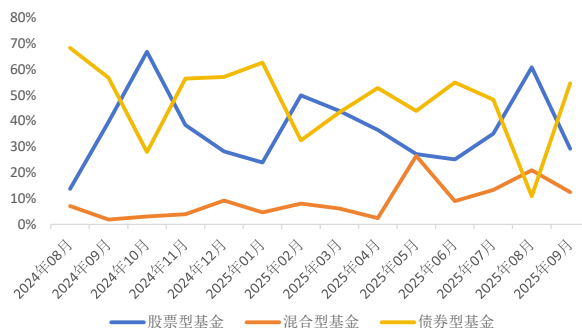
(1) 基金：8月新基金发行增加，权益类基金发行减少。截至9月27日，共有151只新基金宣告成立，募集总规模约1082.8亿元，较去年同期增加469.0亿元。从新基金类型来看，包括77只股票型基金，募集规模合计为317.4亿元，较去年同期增加73.9亿元；25只混合型基金，募集规模合计为134.7亿元，较去年同期增加123.4亿元；35只债券型基金，募集规模合计为591.7亿元，较去年同期增加242.9亿元。相对去年同期而言，股票型基金、混合型基金、债券型基金发行规模均上升。

图30：8月新基金发行额较7月有所上升，同比大幅增长



资料来源：Wind，诚通证券研究所

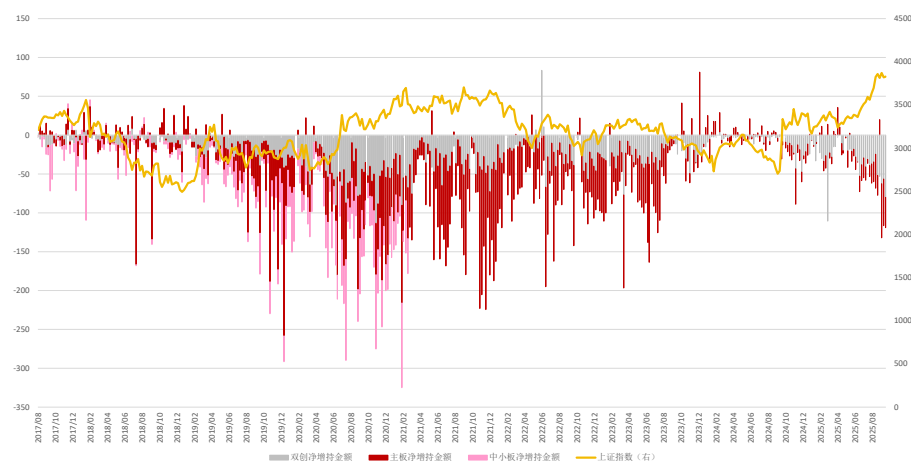
图31：债券型基金发行额占比上升，股票型基金、混合型基金发行额占比下降



资料来源：Wind，诚通证券研究所

(2) 主要股东资金：流出大幅增加。截至9月27日，9月主要股东资金净流出458.5亿元，8月净流出345.9亿元，7月净流出336.0亿元。

图32：9月主要股东资金净流出大幅增加



资料来源：Wind，诚通证券研究所

## 特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资评级说明

### 诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

## 联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所  
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>