



万联晨会

2025 年 10 月 22 日 星期三

概览

核心观点

【市场回顾】
周二 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 1.36%，深成指收涨 2.06%，创业板指收涨 3.02%。沪深两市成交额 18737.01 亿元。申万行业方面，通信、电子、建筑装饰领涨，煤炭、食品饮料、交通运输领跌；概念板块方面，可燃冰、同花顺果指数、页岩气涨幅居前，赛马概念、超级品牌、有机硅概念涨幅居后。港股方面，恒生指数收涨 0.65%，恒生科技指数收涨 1.26%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收涨 0.47%，标普 500 持平，纳指收跌 0.16%。

【重要新闻】
【美国总统特朗普称将于明年早些时候访华】外交部发言人郭嘉昆对此回应称，元首外交对中美关系发挥着不可替代的战略引领作用，中美两国元首保持着密切的沟通和交往。关于提到的具体问题，目前没有可以提供的信息。
【贵金属市场遭遇罕见重挫】现货黄金最深跌幅达 6.3%，报约 4080 美元/盎司，创逾 12 年来最大单日跌幅；现货白银一度重挫 8.7%，报 47.89 美元/盎司，为 2021 年 2 月以来最差单日表现。COMEX 黄金、白银期货亦同步跳水，COMEX 黄金期货收跌 5.07%报 4138.5 美元/盎司，COMEX 白银期货收跌 6.27%报 48.16 美元/盎司。

研报精选

经济增长保持平稳，结构冷热分化

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,916.33	1.36%
深证成指	13,077.32	2.06%
沪深 300	4,607.87	1.53%
科创 50	1,406.32	2.81%
创业板指	3,083.72	3.02%
上证 50	3,007.26	1.09%
上证 180	10,087.94	1.32%
上证基金	7,138.94	0.27%
国债指数	224.85	0.03%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	46,924.74	0.47%
S&P500	6,735.35	0.00%
纳斯达克	22,953.67	-0.16%
日经 225	49,316.06	0.27%
恒生指数	26,027.55	0.65%
美元指数	98.93	0.35%

主持人： 李晨威
Email: licw@wlzq.com.cn

核心观点

周二 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 1.36%，深成指收涨 2.06%，创业板指收涨 3.02%。沪深两市成交额 18737.01 亿元。申万行业方面，通信、电子、建筑装饰领涨，煤炭、食品饮料、交通运输领跌；概念板块方面，可燃冰、同花顺果指数、页岩气涨幅居前，赛马概念、超级品牌、有机硅概念涨幅居后。港股方面，恒生指数收涨 0.65%，恒生科技指数收涨 1.26%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收涨 0.47%，标普 500 持平，纳指收跌 0.16%。

【重要新闻】

【美国总统特朗普称将于明年早些时候访华】外交部发言人郭嘉昆对此回应称，元首外交对中美关系发挥着不可替代的战略引领作用，中美两国元首保持着密切的沟通和交往。关于提到的具体问题，目前没有可以提供的信息。

【贵金属市场遭遇罕见重挫】现货黄金最深跌幅达 6.3%，报约 4080 美元/盎司，创逾 12 年来最大单日跌幅；现货白银一度重挫 8.7%，报 47.89 美元/盎司，为 2021 年 2 月以来最差单日表现。COMEX 黄金、白银期货亦同步跳水，COMEX 黄金期货收跌 5.07%报 4138.5 美元/盎司，COMEX 白银期货收跌 6.27%报 48.16 美元/盎司。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

研报精选

经济增长保持平稳，结构冷热分化

——9 月经济数据点评报告

投资要点：

总结与展望：全年实现 5%的目标增速压力较小，政策进一步加码的可能性下降。三季度经济运行整体平稳，生产依然旺盛，出口强韧性部分对冲了投资端增速回落。四季度主要关注的措施包括存量政策的执行，5000 亿政策性金融工具将逐步落地，全部用于补充项目资本金，有助于给基建、制造业投资带来一定支撑，未来对于新兴产业发展政策值得期待。近期中央财政安排下达的 5000 亿元地方债结存限额，均有助于给四季度和明年年初基建带来支撑。四季度高基数下经济增速预期放缓，在政策兜底下，全年增速仍有保障。

事件：2024Q3，GDP 不变价同比 4.8%，环比 1.1%。工业增加值同比由 5.2%上行为 6.5%，固投累计同比由 0.5%降为-0.5%，其中制造业、基建、房地产投资分别由 5.1%、5.42%、-12.9%下跌为 4%、3.34%、-13.9%，社零当月同比由 3.4%回落为 3%。

GDP 三季度同比小幅放缓，第二产业下滑幅度最大。三季度受到高温天气、海外政策、反内卷、基数等因素的影响，经济增速边际放缓，但累计增速达到 5.2%，全年达到目标增速无忧。工业生产依然为经济重要拉动项，反内卷政策下，工业产能利用率同比回落，汽车、计算机、通信等新质生产力相关产业开工仍强。出口保持强韧性，给经济支撑加强。

出口强韧性支撑工业生产，行业生产增速分化。工业增加值同环比均上涨，高技术产业保持领跑，高基数下公用事业增速放缓。采矿业整体增速上行，原煤、天然气、原油产量同比增速均上涨。黑色金属产业链受反内卷政策影响显著，有色金属加工和非金属矿物制品也边际回落。两新政策、出口强韧给中游设备制造带来支撑。下游高端制造生产保持旺盛，工业机器人、集成电路等符合新质生产力方向的产业增速持续上行，汽车生产保持旺盛。

地产投资拖累持续，销售依然偏弱。投资增速整体下行，设备购置增速放缓，但依然为重要支撑。建安工程继续下探，新开工偏弱影响继续传导。房地产新开工、竣工跌幅收窄，施工增速延续缓步回落。地产销售“金九银十”表现平淡，房价尚未回暖，库存再度累积。房企资金来源持续承压收紧，销售带来一定约束，房企拿地依然疲弱。

基建增速回落，电力投资形成一定拖累，政策有待助力维稳基建。高温天气扰动消退，对基建开工的干扰逐步减弱。基建各分项增速均回落，电热气生产和供应业下滑幅度最大。地方化债的背景下，城投项目端部分约束了基建增速。从两个“5000亿”的政策性金融工具和中央财政安排结存限额来看，政策有望维稳基建。

制造业投资增速显著放缓，反内卷、设备更新、关税多重因素影响企业投资。出口强韧性下给制造业投资带来支撑，但关税政策的不确定性仍存，制造业企业或主动削减投资，设备更新政策效果逐渐递减。企业销售、利润前瞻BCI指数均明显回暖，5000亿元的政策性金融工具有望投向新质生产力方向，有助于维稳反内卷和出口压力下的制造业增速，四季度制造业表现仍有支撑。

高基数、中秋节错月、两新政策效果递减等多因素叠加影响下，消费增速持续回落。三季度居民人均可支配收入、人均消费支出均放缓，消费支出下滑幅度相对更快，部分抑制了消费情绪。可选消费表现分化，两新政策效应正在递减，家具、家电等销售增速边际下滑，耐用品前期消费透支带来一定影响。而国补覆盖以及苹果17在9月上市，通讯器材增速走高。汽车依然供销两旺。随着金价持续突破新高，金银珠宝类消费增速放缓。

风险因素：关税政策变动超预期，我国政策出台和落地不及预期，居民消费、购房持续低迷。

分析师 徐飞 执业证书编号 S0270520010001

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

证券分析师承诺

本人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证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场