

新旧交替

相关研究报告

<<窄门 3>>--2025-09-23

<<长风破浪会有时 >>--2025-09-22

<<抉择>>--2025-09-09

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522040001

证券分析师：徐梓铭

E-MAIL: xuzm@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525050001

证券分析师：吴步升

E-MAIL: wubs@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524110002

宏观数据凸显 9 月经济韧性，进一步增强中美博弈的底气。9 月制造业 PMI 依旧处于荣枯线下但延续边际改善，分项数据显示生产进一步走强，新出口订单指数好于新订单指数，反映出外需好于内需，内需相对偏弱。出口同比 8.8%，较 8 月大幅上升，自 4 月来的下滑趋势得到扭转，在美对全球关税落地背景下显现出十足韧性。CPI 与 PPI 降幅进一步收窄，其中核心 CPI 同比上升至 1%，反内卷政策在上游效果进一步显现。四季度 GDP 基数较高，同时财政支出相对年内较少，预计 12 月中央经济工作会议对于明年额度会提前下达，需求端支撑有保障。整体看，9 月的经济数据凸显出当前我国生产、出口较强，反通缩效力在上游开始显现。这为中美新一轮贸易谈判前的博弈提供了更强的信心。

本轮关税措施生效前能否达成协议仍存变数，达成协议与进一步升级冲突皆有可能，两条路径市场当前更多定价的是达成，TACO 交易言之过早。纵观今年以来中美之间的贸易冲突与谈判，大致经历了 1-4 月的冲突升级与激烈对抗→4-9 月的多轮谈判与关系缓和→10 月至今紧张局势再次升级的过程，我们认为中美贸易冲突将是一场持久战，“边打边谈”的模式预计将持续，双方会谈前的博弈是一种增加谈判筹码的手段。本轮关税措施生效时间设定在 11 月 1 日，而 10 月底 APEC 峰会为本轮谈判留出了窗口期。目前看，美方诉求主要聚焦于稀土出口限制的撤销；而中方诉求范围更广涵盖多项近期制裁政策的回撤。从市场定价看，本轮紧张局势升级引起的恐慌情绪远低于四月初，标普 500 与沪深 300VIX 虽有上升，但远低于 4 月初水平，更多定价在关税措施生效前能有效达成协议。然而最终能否取得突破性进展，很大程度上取决于后续的高层互动以及能否在更广泛的议题上达成共识，路径二的风险不可忽视，目前定价 TACO 交易言之过早。且当前 TACO 交易较 4 月初更难以实现超额收益，4 月初资产价格在冲击下经历了恐慌的大幅度下跌后，资产的配置吸引力高，使得 TACO 交易的安全垫较厚。而当前由于广泛的市场预期在，资产的下跌幅度远不及 4 月初，同时经历过一轮涨幅后，当前市场估值较 4 月更高，TACO 交易的路径远不同于 4 月初。

政策端看，“十五五”规划关键窗口期来临，新一轮政策聚焦领域将指引市场交易方向。四中全会将于 10 月 20 日至 23 日召开，将规划制定“十五五”计划，“十五五”是实现 2035 年基本实现社会主义现代化远景目标攻坚突破的五年规划，较“十四五”而言，结合当前宏观环境与地缘格局看，预计将更加强调系统性、突破性和成果的实质性，**新质生产力、促内需、安全、反内卷预计将成为“十五五”重要内容。**在经济方面，更侧重“质的有效提升和量的合理增长”，强调培育新质生产力与释放内需潜力；安全体系将更加系统化和常态化，在发展中更多考量安全因素，提升发展的韧性和抗风险能力；物价水平上，将从传统的“抑制通胀”转向“保持物价处于合理水平”，致力于改善供需关系，推动物价温和回升。

市场结构看，TMT 板块当前依旧拥挤同时高估值使得板块配置的安全边际不足。此前我们在报告《长风破浪会有时》中提示 A 股指数涨幅主要贡献者 TMT 板块面临交易拥挤的情况，当板块成交额占比上升至 40% 时通常会面临回落，当前这一比值依旧处于 30% 以上，从高位回落的时间和空间依旧不足（2023 年以来从高位回落时间基本在 1 个季度）。另一方面，统计当前各行业 PE 超 100 倍的个股占比看，通信、军工超 30%，电子、计算机、机械设备超 20%，科创综指 PE 更是达 265.5，处于指数成立以来的 95% 分位水平，科技板块整体处于高估值的状态。同时 10 月 9 日多家券商调整两融规则，将静态市盈率 300 倍以上或负数的股票两融折算率调整为 0，这将压制当前高估值个股更为集中的科技板块情绪，科技板块面临资金流入放缓的可能。

从资金视角看，各主体资金 Q3 增持合力主要在电子、电力设备、有色金属等；减持行业主要未银行、食品饮料。

资产配置上，我们认为在当前宏观经济相对韧性、贸易摩擦升级风险仍存、科技板块安全边际不足、四中全会即将来临以及资金整体持续流入的大背景下，市场资金将向低位板块扩散，风格呈现出高低切。行业选择上，短期将仓位向低位板块平衡配置将拥有更好的赔率和胜率。主要为具有红利避险属性的银行、保险，受益于反内卷以及具有红利属性的煤炭，受益于释放内需潜力下，CPI 开始边际好转下同时受贸易冲突升级可能性影响较小的农业、消费板块。同时我们认为科技板块的行情依旧未完待续，是本轮牛市的主线，只是短期内安全边际不足，等待拥挤度下降后将迎来新的加仓节点。

美股：短期预计将宽幅震荡直至月底中美博弈明朗以及财报确认盈利增长的确认。

在全美商业经济协会上鲍威尔的发言确立了 10 月 FOMC 会议的鸽派基调，市场已对 10 月降息进行充分定价。由于美国政府关门的影响，10 月 FOMC 会议召开前重要的非农、通胀等数据可能延迟，因此会议静默期前鲍威尔的发言至关重要。一方面近几年联储坚持与市场进行充分沟通来进行预期管理，因此在没有大的突发事件的情况下静默期前的发言倾向基本代表了会议的结果。另一方面重要数据的缺失使得市场极为依赖此次发言鲍威尔对就业和通胀的描述。发言可总结为三点：一是未来几个月可能停止缩表。鲍威尔充分肯定了当前充足准备金框架，并认为当准备金略高于充足准备金水平时停止缩减资产负债表，时间上其表示未来几个月可能接近这一点。二是对就业的描述为下行风险有所增加。其在发言中表示虽然九月的官方数据被推迟，但现有证据表明，裁员和招聘都在低水平，而家庭对找工作的看法和企业对招聘的看法都延续了下降趋势。三是对通胀上行的压力归因于关税对商品价格上涨的影响，不认为会有更广泛的通胀压力。综合来看，鲍威尔的发言延续了 9 月 FOMC 会议后的观点，即劳动力市场的疲软将使得利率进一步降低以更靠拢中性利率，加上对停止缩表时间线的确定，10 月会议延续鸽派基调已成定局。

美股估值行至高位，预计美股短期将宽幅震荡以消化估值，进一步上

行可能需要等待月底财报对盈利上行的确认以及中美贸易谈判的缓和。从估值端来看，一方面美股 12 个月滚动 PE 已来到 10 年的高风险位置，当前股市的高估值正引发金融政策制定者们的关注。另一方面市场对美联储宽松的预期已完全计价甚至有些过度计价。若美联储如期在今年继续降息 2 次，那么年底利率就将达到甚至低于部分联储官员和市场预期的中性利率水平，利率继续下行的空间将极为有限。此外，从 1Y1Y 和 5Y5Y 利率互换的差别来看，自特朗普上任后，市场对 1 年后的 1 年期利率的预期大幅下降，目前已远远低于对中性利率的预期。这隐含了市场对特朗普插手美联储任命后利率大幅下行的预期，也表明了即使考虑到特朗普对美联储的影响，市场对未来利率下行的定价也已足够充分，没有突发事件导致萧条预期的情况下，联储已很难比当下市场的预期更加宽松了。好的一面是从盈利端来看，市场对三四季度美股的盈利增长并不算强劲，4 月份关税战后对企业盈利增长预期下修后维持在了低位。从 GDPNOW 模型来看，美国三四季度经济增长预期仍然强劲，美股的上行或需等待财报确认盈利增长超预期之后到来。

风险提示：1. 贸易冲突加剧；2. 国内政策不及预期；3. 地缘风险超预期。

目录

一、	A 股：风格再平衡.....	6
二、	美股：宽幅震荡.....	17
三、	风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 9 月制造业 PMI 延续改善	8
图表 2: 9 月出口同比高增	8
图表 3: CPI/PPI 降幅收窄	8
图表 4: 社融新增规模同比少增	8
图表 5: 居民与企业部门贷款需求较弱	9
图表 6: M1-M2 增速差降幅收窄	9
图表 7: 标普 500XIV 当前明显低于 4 月水平	9
图表 8: 沪深 300VIX 明显低于 4 月水平	9
图表 9: 中美贸易冲突时间线梳理	10
图表 10: 有关“十五五”规划的可能	11
图表 11: TMT 板块筹码依旧拥挤	12
图表 12: 科技板块估值超 100 倍个股比例更高	12
图表 13: 科创综指 PE 已达 265.5	12
图表 14: 市场量能维持在高位	12
图表 15: 两融资金 Q3 加速流入	13
图表 16: 两融资金 Q3 加仓电子、电力设备等	13
图表 17: ETF 资金 Q3 开始加速流入	13
图表 18: ETF 基金 Q3 主要加仓证券、有色、消费等	13
图表 19: 公募基金 Q3 以来加仓情况	14
图表 20: 南向资金净流入情况	15
图表 21: 北向资金 Q3 主要增持电子、电力设备以及有色金属、机械设备等	16
图表 22: ONRRP 见底意味着缩表临近结束	18
图表 23: 市场已完成今年继续降息 2 次定价	18
图表 24: 美股估值行至历史高位	19
图表 25: 市场已对特朗普干预下的利率政策进行快速定价	20
图表 26: 模型预测美国三四季度的经济保持高速增长	20
图表 27: 市场对美股三四季度的盈利预期并不高	21

一、 A 股：风格再平衡

宏观数据凸显 9 月经济韧性，进一步增强中美博弈的底气。9 月制造业 PMI 依旧处于荣枯线下但延续边际改善，分项数据显示生产进一步走强，新出口订单指数好于新订单指数，反映出外需好于内需，内需相对偏弱。出口同比 8.8%，较 8 月大幅上升，自 4 月来的下滑趋势得到扭转，在美对全球关税落地背景下显现出十足韧性。分地区看，对欧洲、东盟、非洲出口延续高增速，对美出口增速大幅回落；分产品看，出口高增长品类主要集中于高端装备（通用机械设备、集成电路、汽车、船舶等）。同时 9 月进口增速同比增长达 7.4%，其中铁矿砂、铜、集成电路增速较快。CPI 与 PPI 降幅进一步收窄，其中核心 CPI 同比上升至 1%，反内卷政策在上游效果进一步显现。社融新增规模 3.53 万亿，同比少增 2297 亿，主要是受政府融资减少拖累；企业与居民部门贷款同比少增，需求端相对将弱，但 M1-M2 增速收窄，资金活化率上升。四季度 GDP 基数较高，同时财政支出相对年内较少，预计 12 月中央经济工作会议对于明年额度会提前下达，需求端支撑有保障。整体看，9 月的经济数据凸显出当前我国生产、出口较强，反通缩效力在上游开始显现。这为中美新一轮贸易谈判前的博弈提供了更强的信心。

本轮关税措施生效前能否达成协议仍存变数，达成协议与进一步升级冲突皆有可能，两条路径市场当前更多定价的是达成，TACO 交易言之过早。纵观今年以来中美之间的贸易冲突与谈判，大致经历了 1-4 月的冲突升级与激烈对抗→4-9 月的多轮谈判与关系缓和→10 月至今紧张局势再次升级的过程，我们认为中美贸易冲突将是一场持久战，“边打边谈”的模式预计将持续，双方会谈前的博弈是一种增加谈判筹码的手段。本轮关税措施生效时间设定在 11 月 1 日，而 10 月底 APEC 峰会为本轮谈判留出了窗口期。目前看，美方诉求主要聚焦于稀土出口限制的撤销；而中方诉求范围更广涵盖多项近期制裁政策的回撤。从市场定价看，本轮紧张局势升级引起的恐慌情绪远低于四月初，标普 500 与沪深 300VIX 虽有上升，但远低于 4 月初水平，更多定价在关税措施生效前能有效达成协议。然而最终能否取得突破性进展，很大程度上取决于后续的高层互动以及能否在更广泛的议题上达成共识，路径二的风险不可忽视，目前定价 TACO 交易言之过早。且当前 TACO 交易较 4 月初更难以实现超额收益，4 月初资产价格在冲击下经历了恐慌的大幅度下跌后，资产的配置吸引力高，使得 TACO 交易的安全垫较厚。而当前由于广泛的市场预期在，资产的下跌幅度远不及 4 月初，同时经历过一轮涨幅后，当前市场估值较 4 月更高，TACO 交易的路径远不同于 4 月初。

政策端看，“十五五”规划关键窗口期来临，新一轮政策聚焦领域将指引市场交易方向。四中全会将于10月20日至23日召开，将规划制定“十五五”计划，“十五五”是实现2035年基本实现社会主义现代化远景目标攻坚克难的五年规划，较“十四五”而言，结合当前宏观环境与地缘格局看，预计将更加强调系统性、突破性和成果的实质性，**新质生产力、促内需、安全、反内卷预计将成为“十五五”重要内容**。在经济方面，更侧重“质的有效提升和量的合理增长”，强调培育新质生产力与释放内需潜力；安全体系将更加系统化和常态化，在发展中更多考量安全因素，提升发展的韧性和抗风险能力；物价水平上，将从传统的“抑制通胀”转向“保持物价处于合理水平”，致力于改善供需关系，推动物价温和回升。

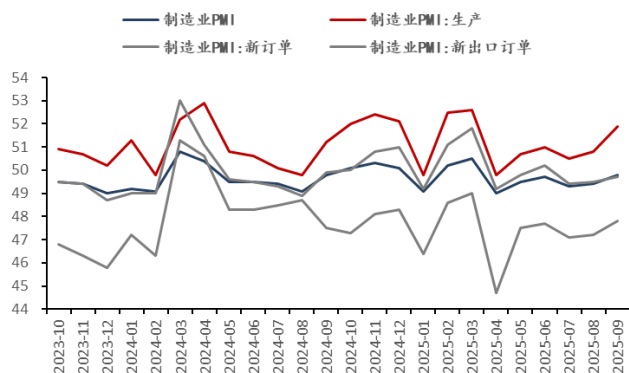
市场结构看，TMT板块当前依旧拥挤同时高估值使得板块配置的安全边际不足。此前我们在报告《长风破浪会有时》中提示A股指数涨幅主要贡献者TMT板块面临交易拥挤的情况，当板块成交额占比上升至40%时通常会面临回落，当前这一比值依旧处于30%以上，从高位回落的时间和空间依旧不足（2023年以来从高位回落时间基本在1个季度）。另一方面，统计当前各行业PE超100倍的个股占比看，通信、军工超30%，电子、计算机、机械设备超20%，科创综指PE更是达265.5，处于指数成立以来的95%分位水平，科技板块整体处于高估值的状态。同时10月9日多家券商调整两融规则，将静态市盈率300倍以上或负数的股票两融折算率调整为0，这将压制当前高估值个股更为集中的科技板块情绪，科技板块面临资金流入放缓的可能。

从资金视角看，各主体资金Q3增持合力主要在电子、电力设备、有色金属等；减持行业主要未银行、食品饮料。偏股型公募基金Q3以来加仓电子、电力设备、有色金属、通信、机械设备，减仓银行、食品饮料、非银金融、医药生物、家电；两融资金Q3以来累计净流入6023亿元，大幅加仓电子、电力设备、有色金属、通信、计算机，仅小幅坚持石油石化与煤炭；ETF资金Q3净流入1055亿，流入较Q2开始加速，行业上主要增持券商、有色、煤炭、消费、医药、银行；南向资金Q3净流入4012亿元，较Q2加速，主要加仓商贸零售、非银金融、医药生物、社会服务、传媒；减持轻工制造、通信；北向资金Q3净流入2950亿元，大幅增持电力设备与电子，机械设备、有色金属、通信亦是加仓主要方向，减持银行、食品饮料、非银金融、公用事业、交通运输。

资产配置上，我们认为在当前宏观经济相对韧性、贸易摩擦升级风险仍存、科技板块安全边际不足、四中全会即将来临以及资金整体持续流入的大背景下，市场资金将向低位板块扩散，风格呈现出高低切。行业选择上，短期将仓位向低位板块平衡配置将拥有更好的赔率和胜率。主要

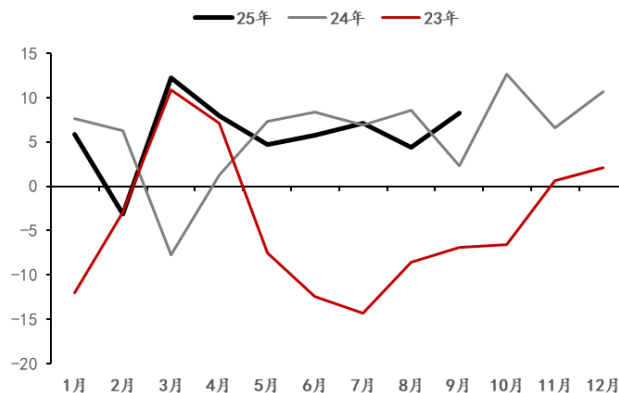
为具有红利避险属性的银行、保险，受益于反内卷以及具有红利属性的煤炭，受益于释放内需潜力下，CPI 开始边际好转下同时受贸易冲突升级可能性影响较小的农业、消费板块。同时我们认为科技板块的行情依旧未完待续，是本轮牛市的主线，只是短期内安全边际不足，等待拥挤度下降后将迎来新的加仓节点。

图表1：9月制造业PMI 延续改善



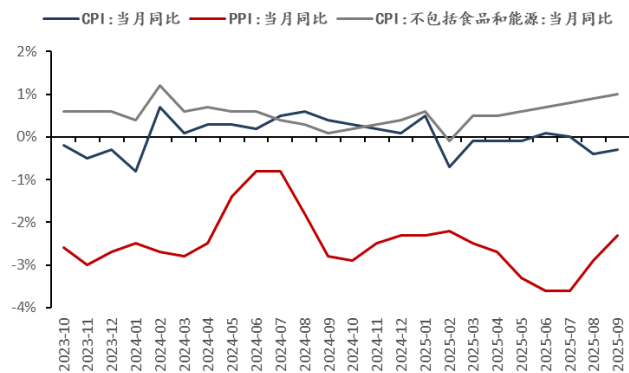
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表2：9月出口同比高增



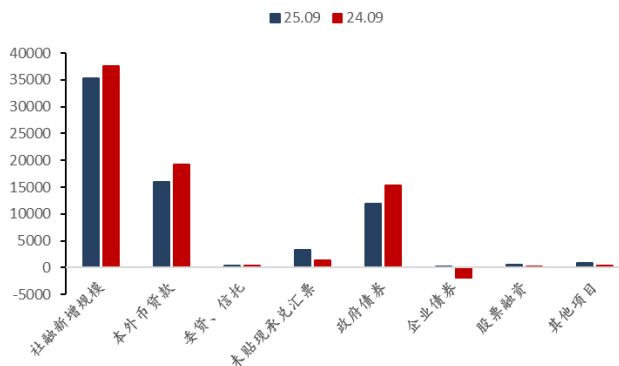
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表3：CPI/PPI 降幅收窄



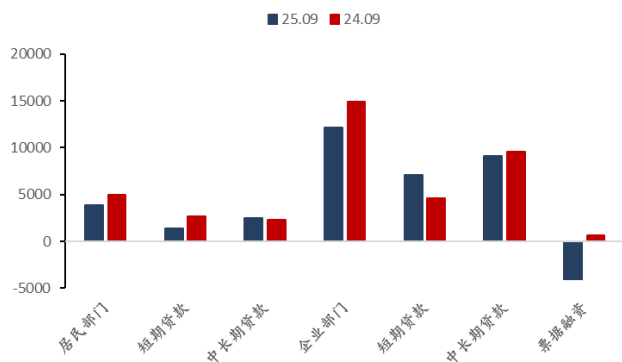
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表4：社融新增规模同比少增



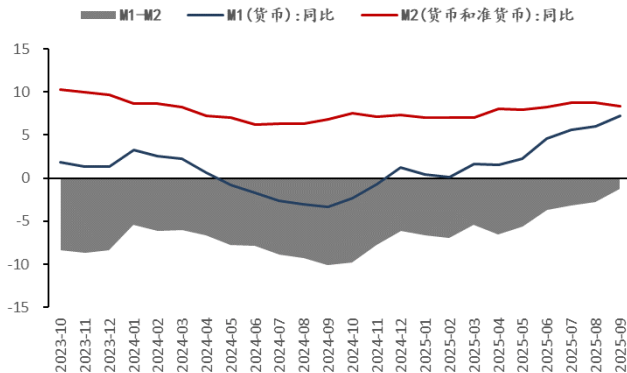
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表5：居民与企业部门贷款需求较弱



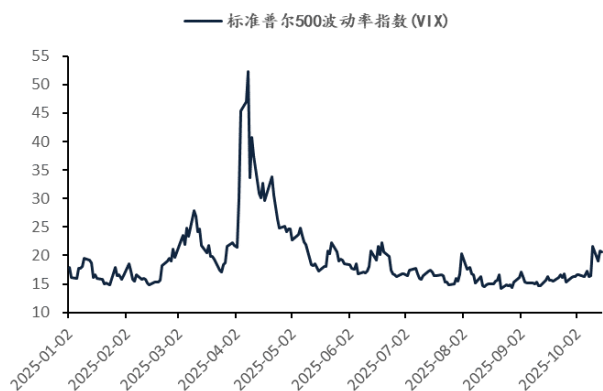
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表6：M1-M2 增速差降幅收窄



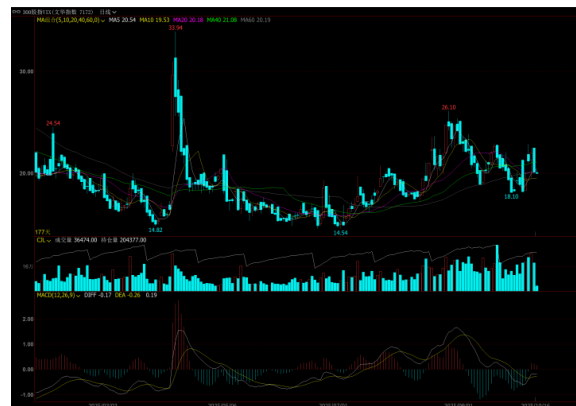
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表7：标普 500XIV 当前明显低于 4 月水平



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表8：沪深 300VIX 明显低于 4 月水平



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

图表9：中美贸易冲突时间线梳理

阶段	时间	事件	具体内容	实施时间
第三阶段（10月至今）：紧张局势再次升级	2025.10.10	美国关税&出口管制	美国将自 11月1日起对中国出口美国的商品征收额外威胁100%关税，并对关键软件实施出口管制。	2025.11.01
	2025.10.10	中国新增船舶费	对进入中国港口的美国拥有、运营或建造的船舶，以及所有外国建造的汽车运输船征收额外费用。	2025.10.14
	2025.10.09	中国出口管制	中国决定对超硬材料、部分稀土设备和原辅料、部分中重稀土、锂电池和人造石墨负极材料等实施出口管制。	2025.11.08
	2025.10.08	美国出口管制	美国商务部工业与安全局(BIS)发布公告，将26 家实体与3个地址加入实体清单，其中包括16 家中国企业和3个中国香港地址。	2025.10.08
	2025.10.06	美国关税威胁	特朗普在 Truth Social 上发文表示，自2025年11月1日起，所有从其他国家和地区进口至美国的中型和重型卡车将被征收 25% 的关税。	2025.11.01
	2025.10.03	美国新增船舶费	对进入美国港口的中国拥有、运营或建造的船舶，以及所有外国建造的汽车运输船征收额外费用。	2025.10.14
第二阶段（5-9月）：多轮谈判与关系缓和	2025.09.29	美国新增关税	特朗普发布行政令，决定对木材、软包木制品、橱柜、盥洗台等商品加征 10%-25%关税。	2025.10.14
	2025.09.29	美国出口管制	BIS 对《美国出口管制条例》作出了重大修订，持股50%以上的实体将自动适用实体清单项下的出口管制限制措施	2025.09.29
	2025.09.25	美国关税威胁	特朗普在 Truth Social 上发文表示，自10月1日起，美国将对多类进口产品实施新一轮高额关税。措施包括：对厨房橱柜、浴室洗手台及相关建材征收50%关税；对进口家具征收 30%关税；对专利及品牌药品加征100%关税。	2025.10.01
	2025.09.19	中美最高层通话	中方希望美方为中国企业到美国投资提供开放、公平、非歧视的营商环境。美方应避免采取单方面贸易限制措施，防止冲击双方通过多轮磋商取得的成果。特朗普发布社交媒体称，将在韩国 APEC峰会会晤，他将于明年访问中国。	
	2025.09.14	中美第四轮经贸会谈（西班牙马德里）	中美双方就解决 Tiktok 问题达成“框架协议”，将 Tiktok所有权转为由美国控制。	
	2025.09.13	中美贸易管制	中国对原产于美国的进口相关模拟芯片发起反倾销调查时就美国对华集成电路领域相关措施发起反歧视调查	2025.09.13
	2025.09.12	美国出口管制	美国商务部将 24 家中国企业列入实体清单。	2025.09.12
	2025.09.10	美国关税威胁	美国敦促欧盟、G7国家、北约成员国对中国商品征收50%-100%的关税，以报复中国购买俄罗斯石油。	
	2025.09.09	中美高层通话	外交部长王毅和国防部长董军分别与美国国务卿卢比奥及美国国防部长赫格塞思进行通话。	
	2025.07.30	美国新增关税	对进口的半成品铜和铜含量高的衍生品统一征收50%关税(未包括铜精矿、粗铜、精炼铜等上游原料产品)	2025.08.01
	2025.07.28	中美第三轮经贸会谈（瑞典斯德哥尔摩）	7月28-29 日中美进行第三轮经贸会谈，后于8月12日发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》，宣布美国针对中国的 24%关税继续暂缓90天(暂缓期至11月10日)暂缓期内对等关税税率仍为 10%。	2025.08.12
	2025.07.02	美国放松出口管制	美国取消了部分对华出口限制，涉及芯片设计软件(EDA)和化学品乙烷两大领域	2025.07.02
	2025.06.12	美国新增关税	美国对多种钢制家用电器加征关税，包括洗碗机、洗衣机和冰箱等“钢铁衍生产品”。	2025.06.23
	2025.06.12	中国放松出口管制	中国已依法批准一定数量的稀土相关物项出口许可合规申请。	2025.06.12
	2025.06.09	中美第二轮经贸会谈（英国伦敦）	中美双方原则上就落实两国最高层6月5日通话共识以及日内瓦会谈共识达成了框架；特朗普发文宣布“中美达成贸易协议”。特朗普表示，中方将“预先提供磁铁及任何必要的稀土材料”。同样，美国会实践对华承诺，包括让中国留学生继续在美国高校就读。	
	2025.06.05	中美最高层通话	整体基调积极，涵盖稀土、留学生签证、美国对华消费举措与台海局势等敏感议题；中方欢迎特朗普访华，中美最高层电话同意双方团队继续落实好日内瓦共识，尽快举行新一轮会谈。	
第一阶段（2-4月）：冲突升级与激烈对抗	2025.06.04	美国新增关税	美国将进口钢铁和铝及其衍生制品的关税从25%提高至50%，但美国从英国进口的钢铝关税仍将维持在25%。	2025.06.04
	2025.05.13	美国出口管制	美国公布针对中国的 AI 芯片出口管制指南，之后又陆续出台了多项管制措施，包括限制芯片设计软件(EDA)、民用航空发动机零件、乙烷等	2025.05.13
	2025.05.12	中美第一轮经贸会谈（瑞士日内瓦）	中美发布联合声明，美国将针对中国的对等关税税率降低至34%，其中24%的关税在初始的90天内暂停实施(暂缓期至8月12日)，暂缓期内对等关税税率为10%；中国相应修改对美关税至34%，其中24%的关税在初始的90天内暂停实施，暂缓期内加征 10%；中国采取必要措施，暂停或取消自2025年4月2日起针对美国的非关税反制措施。	2025.05.14
	2025.04.11	美国新增关税豁免	对等关税豁免清单扩容，主要涉及电子产品。	2025.04.05追溯生效
	2025.04.11	中国新增关税	对美国商品新增关税税率由 84%提高至 125%。	2025.04.12
	2025.04.09	美国新增关税	除中国外的 75 个国家的更高对等关税暂缓 90 天，暂缓期间统一加征 10%的基准关税；针对中国的对等关税提高至125%。	2025.04.10
	2025.04.09	中国新增关税	对美国商品新增关税税率由 34%提高至 84%。	2025.04.10
	2025.04.08	美国新增关税	对中国对等关税由 34%提高至 84%。	2025.04.09
	2025.04.04	中国出口管制	中国对钨、钼、铌、钽、铈等7类中重稀土相关物项实施出口管制；对进口医用CT 球管发起产业竞争力调查，并对原产于美国、印度的进口相关医用 CT 球管进行反倾销立案调查；将16 家美国实体列入出口管制管控名单；将斯凯迪奥公司等 11 家涉台军售企业列入不可靠实体清单；暂停1家美国企业高粱输华资质，3家美国企业禽肉骨髓输华资质，并暂停2家美国涉事企业禽肉产品输华。	2025.04.04
	2025.04.04	中国新增关税	中国进行关税反制，对美国商品新增 34%关税。	2025.04.10
	2025.03.04	中国新增关税措施	中国对原产于美国的部分进口商品加征关税，包括鸡肉、小麦、玉米、棉花等，加征幅度为15%；对高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜、乳制品等加征10%关税。	2025.03.04
	2025.03.03	美国加征关税	美国政府再次宣布对所有中国输美商品加征10%的关税，理由依然是芬太尼问题。	2025.03.03
	2025.02.01	美国加征关税	美国总统特朗普签署行政令，宣布以芬太尼等问题为由对进口自中国的商品在现有关税基础加征10%的关税。	2025.02.01

资料来源：华尔街见闻，太平洋证券整理

图表10：有关“十五五”规划的可能

对比维度	“十四五”规划（2021-2025）	“十五五”规划（2026-2030）
核心定位	开局与重构：迈入新发展阶段，构建新发展格局的开局性规划。	深化与攻坚：为实现2035年目标攻坚克难的中期关键规划。
经济发展	重心：构建“双循环”新格局 - 强调“保持经济运行在合理区间” - 不设5年GDP增速具体目标，更重质量 - 着力畅通国内大循环，突破产业链瓶颈	重心：深化与新质生产力 - 更侧重“质的有效提升和量的合理增长” - 核心动力是新质生产力（智能化、数字化、绿色化） - 着力释放内需潜力，培育新的消费增长点
科技创新	重心：实现科技自立自强 - 研发经费投入年均增长7%以上 - 制定“卡脖子”技术清单并集中攻关 - 强化国家战略科技力量	重心：构建全面创新体系 - 从突破单点技术转向前沿技术引领（如AI、量子） - 推动科技成果大规模产业化 - 建立全方位的创新生态和人才体系
绿色转型	重心：落实“双碳”目标顶层设计 - 提出“3060双碳目标”（2030碳达峰，2060碳中和） - 制定行动方案，推动能源结构初步调整 - 单位GDP能耗和碳排放分别降低13.5%、18%	重心：深化转型与建立市场 - 路径深化和制度化，协同推进降碳、减污、扩绿、增长 - 计划到2030年基本建成全国碳排放权交易市场 - 更注重绿色产业的国际竞争力
安全与保障	重心：筑牢安全底线 - 首次设“安全”专篇，强调产业链供应链安全 - 应对日益复杂的外部环境，强调粮食、能源等安全 - 实施乡村振兴战略，巩固脱贫攻坚成果	重心：统筹发展与安全 - 安全体系将更加系统化和常态化 - 强调科技安全、数据安全、金融安全等新型安全 - 在发展中更多考量安全因素，提升发展的韧性和抗风险能力
物价水平		重心：从传统的“抑制通胀”转向“保持物价处于合理水平”，致力于改善供需关系，推动物价温和回升 - 政策协同上，强调财政、货币、产业等政策的协同发力，通过扩大内需、降低企业融资成本等方式为物价回升提供支持 - 治理手段上，以“反内卷”为抓手，规范市场秩序，防止恶性竞争和“劣币驱逐良币”，让价格更好地反映产品质量

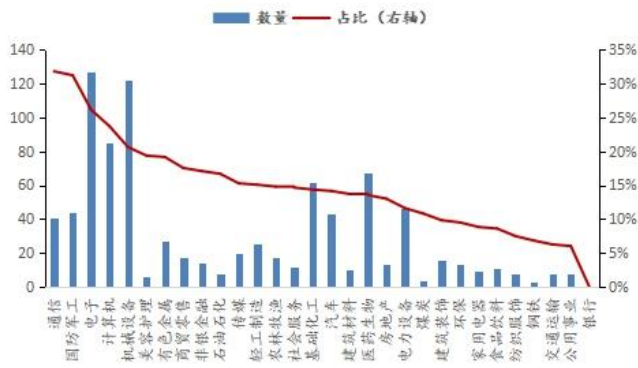
资料来源：中国政府网，太平洋证券整理

图表11: TMT 板块筹码依旧拥挤



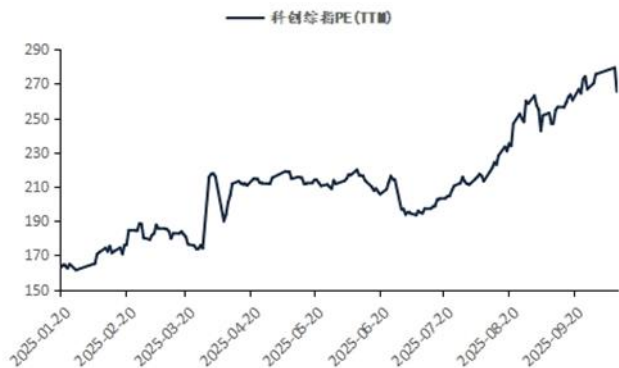
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表12: 科技板块估值超 100 倍个股比例更高



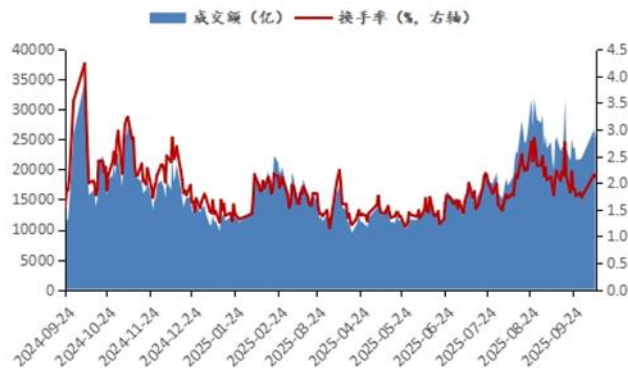
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表13: 科创综指 PE 已达 265.5



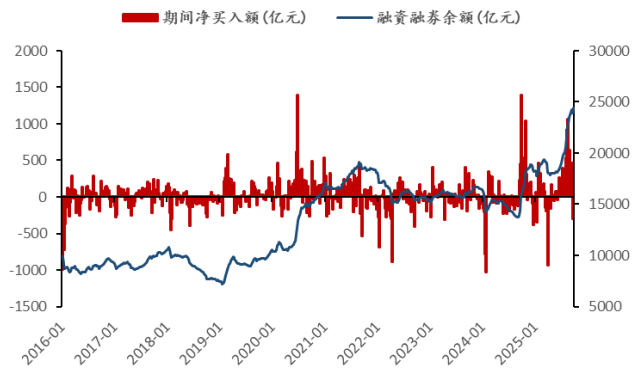
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表14: 市场量能维持在高位



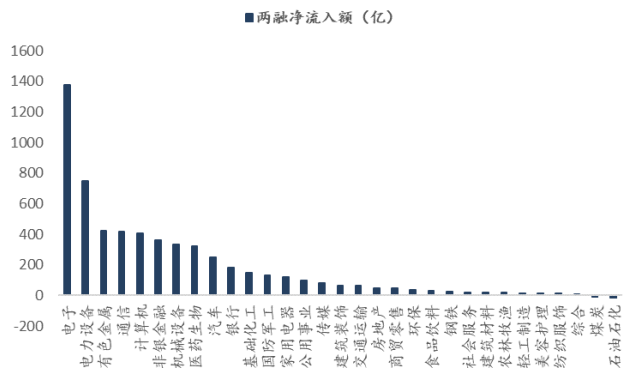
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表15：两融资金 Q3 加速流入



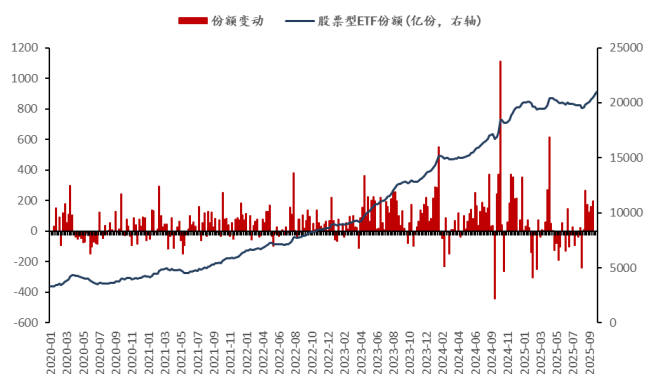
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表16：两融资金 Q3 加仓电子、电力设备等



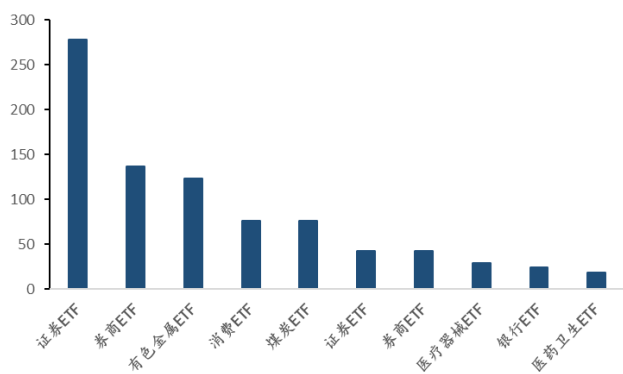
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表17：ETF 资金 Q3 开始加速流入



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表18：ETF 基金 Q3 主要加仓证券、有色、消费等



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表19：公募基金 Q3 以来加仓情况

申万一级行业	2025Q2仓位	9.19	9.26	10.03	10.10	10.10-10.03	趋势
电子	18.74%	22.14%	22.83%	23.08%	22.56%	3.82%	
电力设备	9.87%	12.44%	13.19%	13.86%	13.36%	3.49%	
有色金属	4.67%	5.43%	5.75%	6.28%	6.78%	2.12%	
通信	5.34%	7.07%	7.04%	6.87%	6.77%	1.43%	
机械设备	3.74%	4.40%	4.29%	4.27%	4.28%	0.54%	
建筑材料	0.60%	0.76%	0.64%	0.61%	0.76%	0.16%	
综合	0.12%	0.25%	0.21%	0.20%	0.19%	0.08%	
钢铁	0.34%	0.31%	0.29%	0.31%	0.38%	0.03%	
基础化工	2.96%	2.90%	2.86%	2.88%	2.96%	0.00%	
房地产	0.69%	0.63%	0.58%	0.70%	0.65%	-0.04%	
传媒	1.94%	2.26%	2.29%	2.15%	1.87%	-0.07%	
煤炭	0.37%	0.22%	0.19%	0.14%	0.22%	-0.15%	
美容护理	0.27%	0.15%	0.12%	0.10%	0.11%	-0.15%	
建筑装饰	0.53%	0.35%	0.31%	0.29%	0.37%	-0.16%	
环保	0.41%	0.19%	0.21%	0.17%	0.21%	-0.20%	
汽车	6.31%	6.22%	6.20%	6.17%	6.09%	-0.21%	
纺织服装	0.41%	0.20%	0.15%	0.10%	0.14%	-0.26%	
轻工制造	0.82%	0.63%	0.55%	0.51%	0.54%	-0.28%	
商贸零售	0.72%	0.54%	0.42%	0.38%	0.38%	-0.34%	
国防军工	4.19%	3.79%	3.76%	3.79%	3.81%	-0.38%	
社会服务	0.42%	0.27%	0.05%	-0.02%	-0.04%	-0.46%	
农林牧渔	1.63%	1.36%	1.20%	1.07%	1.17%	-0.46%	
石油石化	0.38%	-0.09%	-0.11%	-0.19%	-0.08%	-0.46%	
公用事业	1.12%	0.54%	0.54%	0.47%	0.61%	-0.51%	
计算机	2.60%	2.32%	2.27%	2.35%	2.08%	-0.52%	
交通运输	1.99%	1.16%	1.03%	0.91%	0.99%	-1.00%	
家用电器	4.42%	3.51%	3.40%	3.17%	3.16%	-1.26%	
医药生物	10.94%	10.68%	9.93%	9.79%	9.54%	-1.40%	
非银金融	1.85%	-0.24%	-0.30%	-0.24%	-0.11%	-1.96%	
食品饮料	6.75%	4.51%	4.02%	3.75%	3.79%	-2.96%	
银行	4.90%	1.64%	1.55%	1.13%	1.22%	-3.68%	

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表20：南向资金净流入情况

行业	Q1	Q2	Q3	累计净流入
商贸零售	775	91	791	1657
银行	697	776	165	1638
医药生物	289	550	597	1437
非银金融	213	169	774	1156
社会服务	-19	478	305	764
传媒	588	-280	266	575
计算机	189	50	179	418
通信	308	118	-48	377
汽车	208	101	54	364
房地产	147	87	126	361
有色金属	130	76	136	341
机械设备	72	88	150	310
交通运输	62	119	89	271
公用事业	128	121	19	268
电子	325	-137	79	267
煤炭	100	126	37	263
石油石化	22	136	33	191
家用电器	41	20	64	125
食品饮料	35	1	81	117
电力设备	6	7	103	116
美容护理	21	66	13	100
纺织服饰	27	56	12	96
综合	17	36	28	81
建筑装饰	18	18	28	63
农林牧渔	2	19	13	34
环保	17	17	-3	31
国防军工	5	14	1	20
基础化工	11	-1	-1	9
轻工制造	38	64	-94	8
钢铁	4	1	-1	4
建筑材料	-11	-6	14	-3

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表21：北向资金 Q3 主要增持电子、电力设备以及有色金属、机械设备等

一级行业	Q1	Q2	Q3	累计净流入
电子	212	29	1582	1823
电力设备	-78	86	1623	1631
有色金属	117	113	430	660
机械设备	183	-94	433	522
医药生物	10	121	229	360
汽车	289	-41	99	347
通信	-80	113	232	264
计算机	68	-35	81	114
传媒	-25	21	97	93
基础化工	-29	-9	104	65
农林牧渔	-18	20	60	62
国防军工	-2	43	0	41
商贸零售	2	63	-31	34
建筑材料	-1	-33	64	29
钢铁	11	-7	12	16
环保	0	2	12	14
社会服务	25	-8	-4	13
综合	0	1	7	9
纺织服装	5	-10	-7	-12
轻工制造	-1	-8	-7	-16
房地产	-33	13	3	-18
美容护理	-8	-5	-19	-33
建筑装饰	-60	68	-110	-102
煤炭	-54	-1	-50	-104
石油石化	-39	-15	-58	-113
交通运输	-52	84	-201	-169
非银金融	-103	180	-246	-170
公用事业	-133	74	-219	-279
家用电器	16	-242	-72	-298
银行	100	266	-805	-439
食品饮料	17	-254	-291	-528

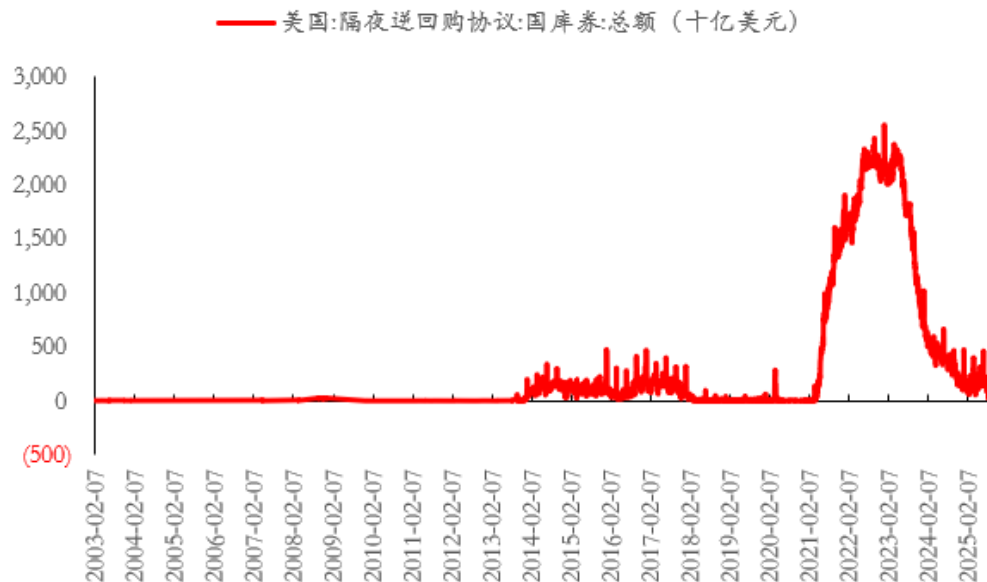
资料来源：Wind，太平洋证券整理

二、 美股：宽幅震荡

鲍威尔为降息打开大门，但美股估值行至高位，预计美股未来一段时间将进入宽幅震荡以等待财报对盈利上行的确认和中美谈判的明朗。

在全美商业经济协会上鲍威尔的发言确立了 10 月 FOMC 会议的鸽派基调，市场已对 10 月降息进行充分定价。由于美国政府关门的影响，10 月 FOMC 会议召开前重要的非农、通胀等数据可能延迟，因此会议静默期前鲍威尔的发言至关重要。一方面近几年联储坚持与市场进行充分沟通来进行预期管理，因此在没有大的突发事件的情况下静默期前的发言倾向基本代表了会议的结果。另一方面重要数据的缺失使得市场极为依赖此次发言鲍威尔对就业和通胀的描述。发言可总结为三点：**一是未来几个月可能停止缩表。**鲍威尔充分肯定了当前充足准备金框架，并认为当准备金略高于充足准备金水平时停止缩减资产负债表，时间上其表示未来几个月可能接近这一点。实际上各美联储官员对停止缩表的条件早已对市场进行放风，随着 ONRRP（隔夜逆回购代表了市场充足准备金体系之外的额外流动性）逐渐见底，市场对此已有预期，但鲍威尔的发言无疑打消了市场对流动性可能发生枯竭的担忧。**二是对就业的描述为下行风险有所增加。**其在发言中表示虽然九月的官方数据被推迟，但现有证据表明，裁员和招聘都在低水平，而家庭对找工作的看法和企业对招聘的看法都延续了下降趋势。**三是对通胀上行的压力归因于关税对商品价格上涨的影响，不认为会有更广泛的通胀压力。**近期的通胀预期虽然上升，但大多数长期预期指标仍与 2% 的目标相一致。综合来看，鲍威尔的发言延续了 9 月 FOMC 会议后的观点，即劳动力市场的疲软将使得利率进一步降低以更靠拢中性利率，加上对停止缩表时间线的确定，10 月会议延续鸽派基调已成定局。

图表22: ONRRP 见底意味着缩表临近结束



资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表23: 市场已完成今年继续降息 2 次定价

	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
2025/10/29					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	95.7%	4.3%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	92.7%	7.2%	0.1%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	49.2%	47.2%	3.4%	0.1%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.1%	48.2%	24.9%	1.7%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.8%	32.3%	41.0%	17.7%	1.2%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	22.5%	37.5%	27.0%	7.8%	0.5%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	1.5%	10.4%	27.3%	34.1%	20.9%	5.5%	0.3%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.5%	4.6%	16.4%	29.7%	29.4%	15.4%	3.6%	0.2%	0.0%
2026/10/28	0.1%	1.2%	6.5%	18.4%	29.7%	27.3%	13.6%	3.1%	0.2%	0.0%
2026/12/9	0.2%	2.0%	8.3%	20.2%	29.3%	25.2%	12.0%	2.7%	0.2%	0.0%
2027/1/27	0.3%	2.3%	9.0%	20.7%	29.1%	24.4%	11.5%	2.5%	0.1%	0.0%
2027/3/17	0.3%	2.3%	8.8%	20.4%	28.8%	24.6%	11.8%	2.8%	0.2%	0.0%
2027/4/28	0.3%	2.2%	8.6%	20.1%	28.7%	24.6%	12.1%	3.0%	0.3%	0.0%
2027/6/9	0.3%	2.0%	8.0%	18.9%	27.8%	25.1%	13.4%	3.9%	0.6%	0.0%
2027/7/28	0.3%	1.7%	6.9%	17.0%	26.2%	25.5%	15.5%	5.6%	1.1%	0.1%
2027/9/15	0.3%	1.7%	6.9%	17.0%	26.2%	25.5%	15.5%	5.6%	1.1%	0.1%

资料来源: CME, 太平洋证券整理

美股估值行至高位，预计美股短期将宽幅震荡以消化估值，进一步上行可能需要等待月底财报对盈利上行的确认以及中美贸易谈判的缓和。从估值端来看，一方面美股 12 个月滚动 PE 已来到 10 年的高风险位置，各国央行行长在 IMF 和世界银行的秋季年会上讨论股市泡沫和潜在的崩盘风险，证明了当前股市的高估值正引发金融政策制定者们的关注，9 月鲍威尔对美股估值很高的发言更是当天重创了市场，美股至今仍在发言当日的点位附近盘整。另一方面市场对美联储宽松的预期已完全计价甚至有些过度计价。美联储 9 月 SEP 显示对长期中性利率的预期为 2.6%-3.9%。5Y5Y 利率互换显示市场对中性利率的定价近 1 年在 3.5%-4%波动。若美联储如期在今年继续降息 2 次，那么年底利率就将达到甚至低于部分联储官员和市场预期的中性利率水平，利率继续下行的空间将极为有限。此外，从 1Y1Y 和 5Y5Y 利率互换的差别来看，自特朗普上任后，随着关税战和对美联储政治施压的进行，市场对 1 年后的 1 年期利率的预期大幅下降，目前已远远低于对中性利率的预期。这隐含了市场对特朗普插手美联储任命后利率大幅下行的预期，也表明了即使考虑到特朗普对美联储的影响，市场对未来利率下行的定价也已足够充分。虽然鲍威尔在全美商业经济协会的发言强化了 Fed Put 的存在，但没有突发事件导致萧条预期的情况下，联储已很难比当下市场的预期更加宽松了。好的一面是从盈利端来看，市场对三四季度美股的盈利增长并不算强劲，4 月份关税战后对企业盈利增长预期下修后维持在了低位。从 GDPNOW 模型来看，美国三四季度经济增长预期仍然强劲，美股的上行或需等待财报确认盈利增长超预期之后到来。

图表24：美股估值行至历史高位



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图表25：市场已对特朗普干预下的利率政策进行快速定价



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

图表26：模型预测美国三四季度的经济保持高速增长



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

图表27：市场对美股三四季度的盈利预期并不高



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

三、风险提示

1. 贸易冲突加剧;
2. 国内政策不及预期;
3. 地缘风险超预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。