

2025年10月9日

震荡整理中不改上行势头

2025年10月份投资策略报告

分析师：费小平

SAC 执业证书编号：

S0340518010002

电话：0769-22111089

邮箱：fxp@dgzq.com.cn

分析师：尹伟祺

SAC 执业证书编号：

S0340522120001

电话：0769-22118627

邮箱：

yinweiqi@dgzq.com.cn

分析师：曾浩

SAC 执业证书编号：

S0340523110001

电话：0769-22119276

邮箱：

zenghao@dgzq.com.cn

投资要点：

■ 2025年9月沪指震荡收涨逼近3900点，三大指数均实现月线五连阳。9月，A股市场延续强势，上证指数逼近3900点关口，三大股指集体收获月线五连阳。截至9月30日，主要指数月K线表现如下：上证指数上涨0.64%，深证成指上涨6.54%，创业板指上涨12.04%，科创50上涨11.48%；北证50则下跌2.90%。行业板块涨多跌少。其中，电力设备、有色金属、电子、房地产、传媒等板块涨幅居前；而社会服务、美容护理、非银金融、银行、国防军工等板块则表现相对低迷。

■ 2025年10月份行情研判：震荡整理中不改上行势头。从10月份的市场环境来看，海外方面，美国新一轮关税政策加剧了全球贸易不确定性，而美联储降息使中美货币政策周期趋同，为我国营造了更宽松的外部空间。8月份我国经济运行总体平稳，供给侧与需求侧均呈现稳定增长，但挑战依然存在，9月制造业PMI虽连续回升但仍处于收缩区间。为此，宏观政策将持续发力，货币政策强调“落实落细适度宽松”，并着力推动消费品“以旧换新”等稳增长措施落地。资本市场层面，监管机构正通过深化制度改革引导上市公司提质增效，市场活跃度有所提升，当前我国资本市场“稳”的基础持续巩固，“活”的生态加速形成。市场方面，9月沪指震荡收涨逼近3900点，三大指数集体收涨，实现月线五连阳。不过当前主要指数已运行至阶段高位，资金分歧有所加大，部分获利盘了结可能引发短期波动。此外，当前经济运行仍面临一定压力，后续不排除相关部门继续加码宏观政策，10月政策预期偏向积极。流动性层面，美联储降息有望吸引外资持续流入，而国内无风险利率下行也进一步凸显权益资产的配置价值，或继续引导居民存款搬家。在多方面因素共同作用下，市场虽可能经历震荡整理，但上行势头预计不会改变。

■ 板块上建议关注TMT、有色金属、电力设备、机械设备、医药生物、建筑材料等行业。

■ 行业配置：TMT、有色金属、电力设备、机械设备等。综合市场以及基本面等因素，我们认为，在行业配置上，10月建议超配：TMT、有色金属、电力设备、机械设备等。

■ 风险提示：海外经济超预期下滑，以及中美贸易摩擦超预期恶化，导致外需回落，国内出口承压；海外信用收缩引发风险事件，对市场流动性造成冲击，干扰利率和汇率走势；行业监管趋严风险、市场大幅波动等风险。

市场主要指数 9 月份表现

	收盘点位	涨跌幅
上证指数	3882.78	0.64%
深证成指	13526.51	6.54%
沪深 300	4640.69	3.20%
创业板指	3238.16	12.04%
北证 50	1528.63	-2.90%
科创 50	1495.29	11.48%

资料来源：东莞证券研究所，iFinD

上证指数月线走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1、月度行情回顾	3
2、2025 年 10 月份市场环境分析	4
2.1 美国关税政策再度来临，9 月美联储如期降息 25 个基点，9 月国内 PMI 指数线下继续回升...	4
2.2 经济运行仍存挑战，将适时加力实施宏观政策.....	6
2.3 落实落细适度宽松的货币政策，当前资本市场实现量质齐升	8
3、10 月行情研判：震荡整理中不改上行势头.....	9
4、行业配置：超配 TMT、有色金属、电力设备、机械设备	10
5、风险提示	13

插图目录

图 1：近期指数走势.....	3
图 2：9 月份各大指数表现	3
图 3：行业板块 9 月份涨跌幅.....	3
图 4：房地产开工、竣工及销售面积同比增速	6
图 5：社零增速	6
图 6：PMI 数据	6
图 7：重要股东交易增减持数据.....	8

1、月度行情回顾

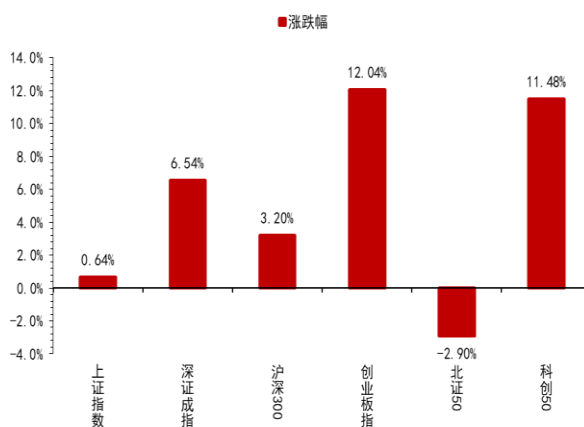
2025 年 9 月沪指震荡收涨逼近 3900 点，三大指数均实现月线五连阳。9 月，A 股市场延续强势，上证指数逼近 3900 点关口，三大股指集体收获月线五连阳。截至 9 月 30 日，主要指数月 K 线表现如下：上证指数上涨 0.64%，深证成指上涨 6.54%，创业板指上涨 12.04%，科创 50 上涨 11.48%；北证 50 则下跌 2.90%。行业板块涨多跌少。其中，电力设备、有色金属、电子、房地产、传媒等板块涨幅居前；而社会服务、美容护理、非银金融、银行、国防军工等板块则表现相对低迷。

图 1：近期指数走势



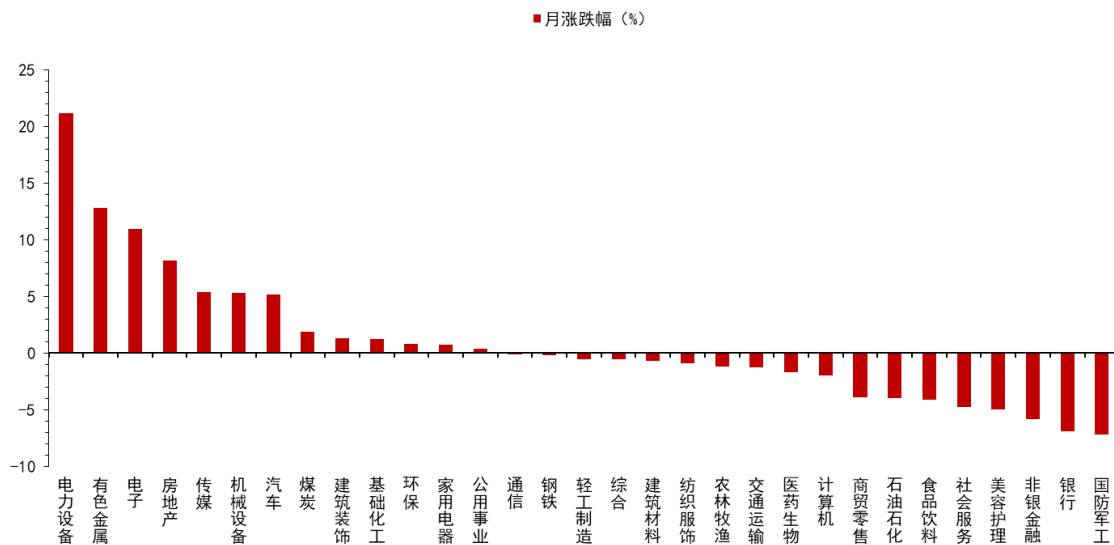
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图：9 月份各大指数表现



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 2：行业板块 9 月份涨跌幅



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

2、2025 年 10 月份市场环境分析

2.1 美国关税政策再度来临，9 月美联储如期降息 25 个基点，9 月国内 PMI 指数线下继续回升

（1）美国关税政策再度来临，9 月美联储如期降息 25 个基点

2025 年 9 月以来，美国总统宣布了一系列新的关税政策，主要涉及木材、木制品、电影、药品、重型卡车等领域。当地时间 9 月 25 日，美国总统在其社交媒体宣布，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。他当天还宣布，自 10 月 1 日起将对所有进口重型卡车加征 25% 关税。另外，9 月 29 日，美国总统再次威胁称，要对所有在美国境外制作的电影征收 100% 的关税，并将对“不在美国制造家具的任何国家”征收大额关税，以振兴美国本土相关产业。10 月 6 日，美国总统在其社交平台“真实社交”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。我们认为，此举旨在通过关税政策推动制造业回流与供应链“本土化”，但短期内将加剧美国国内通胀压力、推高企业成本，并可能引发贸易伙伴反制。世界贸易组织（WTO）10 月 7 日发布《全球贸易展望与统计》最新报告指出，受人工智能（AI）相关产品需求增长、北美在关税上调前的进口激增及新兴经济体间贸易活跃推动，2025 年上半年全球货物贸易超出预期。WTO 据此将 2025 年全球货物贸易增长预测上调至 2.4%，高于 8 月时的 0.9%；但 2026 年预测下调至 0.5%。

货币政策方面，美联储如期降息 25 个基点，本次议息会议的基调偏中性。美联储于 9 月议息会议决定下调联邦基金利率 25 个基点至 4.00%~4.25%，符合市场预期，为 2024 年 12 月以来首次降息。会后利率点阵图显示，美联储官员对 2025 年底利率中值预测仍为年内降息三次，2026 年及 2027 年各降一次，2028 年维持不变。然而，在 19 名官员中，仍有 9 人预计今年降息次数不超过两次，显示内部意见分歧仍显著。经济预测方面，美联储上调了 2025 年 GDP 增速预期至 1.6%，维持失业率预期在 4.5% 不变。但会议声明强调，就业市场疲软迹象加剧，下行风险上升；同时，对 2026 和 2027 年的失业率预测较此前均下调 0.1 个百分点。整体来看，本次会议释放的信号偏中性。一方面，美联储承认就业市场风险上升，需要通过调整政策立场加以应对，但对经济预测又较为乐观。并且美联储主席明确表示这是一次“风险缓释型”降息，属预防性质，一定程度上抑制市场宽松情绪。展望后续，美联储的降息政策路径仍取决于就业数据的走势以及下任美联储主席的提名情况。10 月继续降息的可能性较高，但后续节奏有待观察。值得注意的是，在美联储启动新一轮降息后，中美货币政策周期趋于对齐，这将显著缓解我国货币宽松的汇率压力，为后续降息的操作空间创造了外部条件。结合当前国内经济下行压力加大，四季度货币宽松的必要性及可能性均有所提升，而具体节奏与幅度仍需视基本面指标的变化而定。日本央行方面，9 月 19 日，日本央行在最新的政策会议上决定维持基准利率在 0.5% 不变，这已是日本央行连续第五次会议按兵不动，符合市场预期。另外，日本央行表示，日本经济尽管存在一些疲软迹象，但总体处于温和复苏的道路上，日本的出口和产出总体趋势上基本持平，

资本支出呈适度增长趋势，私人消费表现稳健。由于贸易政策对全球经济增长的影响，日本经济的增长可能会放缓，但随后会重新加速。同时，日本央行坦言，由于经济增长放缓，日本的潜在通胀将陷入停滞，但此后将逐渐加速，整体上预计通胀将温和上升。欧央行方面，欧洲央行在最新利率决议中宣布维持存款机制利率在 2% 不变，主要再融资利率和边际贷款利率分别维持在 2.15% 和 2.40%，符合市场普遍预期。这是继 7 月暂停降息后，欧洲央行连续第二次维持利率稳定。欧洲央行行长在会后新闻发布会上表示，去通胀进程已告一段落，当前通胀水平已接近央行目标，未来利率决策将逐次会议、视数据而定。

（2）8 月经济延续走弱态势，9 月 PMI 指数线下继续回升

从 8 月经济数据来看，工业增加值方面，中国 8 月规上工业增加值同比增长 5.2%，较前值小幅回落 0.5 个百分点。投资端方面，1-8 月城镇固定资产投资累计同比增长 0.5%，较前值回落 1.1 个百分点。分领域来看，1-8 月广义、狭义基础设施建设投资累计同比分别增长 5.4% 和 2.0%，较前值分别回落 1.9 和 1.0 个百分点，主要受公用事业投资拖累，背后可能是上游供给侧受“反内卷”行动影响。1-8 月制造业投资累计同比增长 5.1%，较前值回落 1.1 个百分点，企业投资意愿偏低，应是与“反内卷”限产、出口回落预期有关。1-8 月房地产开发投资累计同比下降 12.9%，降幅较前值扩大 0.9 个百分点，地产销售、房价仍在下行。消费端方面，“以旧换新”政策效果减退，社零数据继续回落，8 月社会消费品零售总额同比增长 3.4%，增速较前值回落 0.3 个百分点，前期受益于政策刺激的家电、家具、通讯器材等增速回落幅度较多。外贸方面，以美元计价，8 月出口同比增速录得 4.4%，较前值回落 2.8 个百分点，其中对美出口的拖累幅度进一步加深，但对非美国国家的出口维持韧性，对冲了部分对美出口下降的影响；8 月进口同比增速则从 7 月的 4.1% 回落至 1.3%。

通胀数据方面，8 月 CPI 同比录得 -0.4%，较 7 月下行 0.4 个百分点，CPI 同比由平转降，主要是上年同期对比基数走高叠加本月食品价格涨幅低于季节性水平所致。8 月 CPI 环比持平，低于季节性水平约 0.3 个百分点，亦较前值走低 0.4 个百分点。8 月核心 CPI 同比继续上行至本轮新高的 0.9%，涨幅连续第 4 个月扩大，指向扩内需促消费政策持续显效。此外，8 月 PPI 环比由 7 月下降 0.2% 转为持平，今年以来首次止跌；同比下降 2.9%，降幅比 7 月收窄 0.7 个百分点，3 月以来降幅首现收窄，反映出“反内卷”背景下，前期上游国企限产举措正在奏效。往后看，考虑到后续消费政策接续发力，反内卷政策效果持续释放，叠加低基数效应，物价有望保持稳步修复。

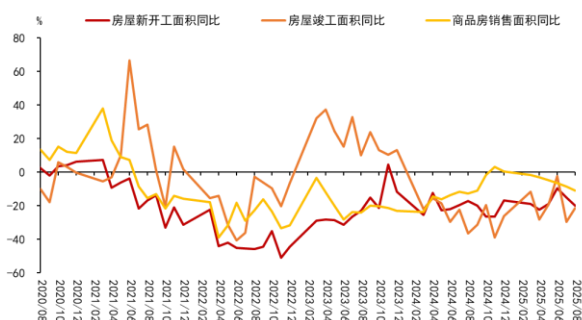
信贷数据方面，8 月新增信贷规模不及预期，社融符合预期但季节性走低。从结构来看，居民部门的短期与中长期贷款已连续两个月同比少增，反映出消费与房地产市场动能仍然不足。企业中长期贷款未见改善，除了受企业投资意愿下降影响外，也表明尽管近期政府债券发行提速，但与之配套的融资并未有效跟进，财政政策实际落地效果有待提升。

9 月份，制造业 PMI 指数方面，制造业生产活动加快，PMI 升至 49.8%，实现两连升，景气水平继续改善，但仍处于荣枯线下。非制造业 PMI 指数为 50.0%，比上月下降 0.3 个百分点，位于临界点，非制造业业务总量总体稳定。具体看，服务业方面，

服务业 PMI 指数为 50.1%，继续位于扩张区间。建筑业方面，建筑业 PMI 指数为 49.3%，比上月上升 0.2 个百分点，建筑业景气水平小幅回升。

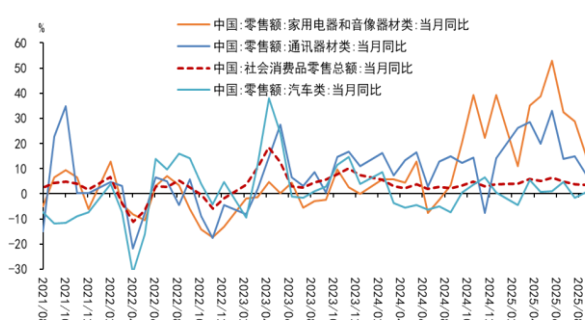
总的来看，8 月经济数据延续了市场此前预期的边际回落态势，背后显现的是内生增长动能不足。一方面，8 月出口维持韧性，但在对美出口持续减少下，仍小幅放缓，外加上“反内卷”行动的开展，供给端、投资端均承压。另一方面，受‘以旧换新’等政策效应边际减弱以及基数效应影响，社零同比增速继续回落。综合 CPI 与 PPI 持续处于低位、9 月 PMI 徘徊于收缩区间，以及新增信贷不及预期等多维度数据来看，均指向当前经济压力仍大，有效需求不足仍是核心制约。

图 3：房地产开工、竣工及销售面积同比增速



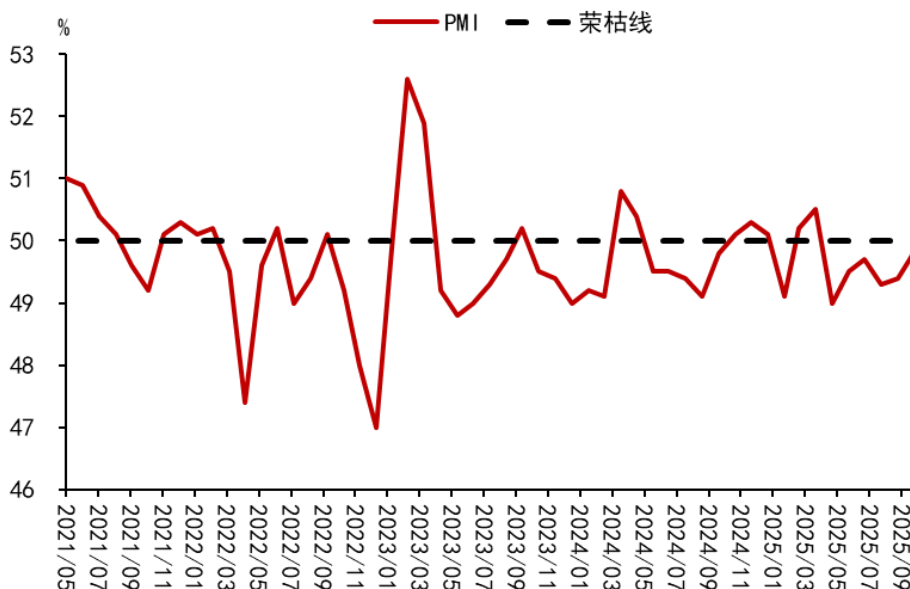
资料来源：iFinD 资讯，东莞证券研究所

图 4：社零增速



资料来源：iFinD 资讯，东莞证券研究所

图 5：PMI 数据



资料来源：iFinD 资讯，东莞证券研究所

2.2 经济运行仍存挑战，将适时加力实施宏观政策

8 月份，在宏观政策持续发力等因素的带动之下，我国经济运行总体平稳。从供给侧看，生产平稳增长，制造业、服务业的重点领域增势良好；从需求侧看，政策效能持续显现，展现出较强的韧性和抗压能力。在消费方面，以旧换新相关零售额继续保持较快的增长。不过，当前经济运行当中依然面临着不少的风险和挑战，制

制造业 PMI 已连续 6 个月处于收缩区间，但趋势上已连续两个月季节性回升，经济回升向好的基础仍需进一步巩固。

消费端方面，9 月 30 日，发改委表示，国家发展改革委已会同财政部，向地方下达了今年第四批 690 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金，至此，全年 3000 亿元中央资金已全部下达。后续将平稳有序实施消费品以旧换新政策，推动补贴资金用到实处、见到实效。针对服务消费，9 月 16 日，商务部等 9 部门发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》提出，实施服务消费提质惠民行动。印发《服务消费提质惠民行动工作方案》，从加强政策支持、搭建平台载体、扩大对外开放、强化标准引领、优化消费环境等方面提出工作举措。持续深化“购在中国”品牌打造，开展“服务消费季”系列促消费活动，围绕贴近群众生活、需求潜力大、带动作用强的重点领域开展服务消费促进活动，培育服务消费品牌，打造服务消费热点。9 月 17 日，商务部表示，初步统计，围绕建立服务消费“1+N”的政策体系，相关部门目前已经出台了 30 多项政策。接下来商务部还将出台住宿业高质量发展、铁路与旅游融合发展等一系列特色文件，形成政策组合拳。

投资端方面，9 月 12 日，国常会表示，民间投资对稳就业稳经济具有重要作用。要聚焦企业关切的突出问题，在扩大准入、打通堵点、强化保障等方面实施一批务实举措，进一步激发民间投资活力、促进民间投资发展。要拓宽民间投资空间，支持民间资本加大新质生产力、新兴服务业、新型基础设施等领域投资。要严格落实招标投标领域相关制度规定，保障中小企业政府采购预留份额，加大中央预算内投资等对民间投资项目的支持力度。要营造公平竞争市场环境，破除限制民间投资的各种隐性壁垒，加强创新支撑和融资支持，完善服务体系，让民营企业敢投资、有回报。房地产方面，央行 2025 年第三季度例会于 9 月 23 日召开。会议指出，着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。另外，9 月 5 日晚，深圳市住建局、人民银行深圳市分行发布《关于进一步优化调整本市房地产政策措施的通知》，这是继北京、上海之后又一一线城市新一轮楼市放松政策落地。

外贸方面，9 月 9 日，商务部表示，过去几个月，在中美两国元首重要共识指引下，双方经贸团队在日内瓦、伦敦、斯德哥尔摩举行经贸会谈，达成积极共识并抓紧落实有关成果，稳定两国经贸关系。下一步，商务部将会同相关方面认真落实稳外贸政策措施，推动解决外贸企业的困难和问题，努力为企业开拓国际市场营造良好的外部环境，培育外贸发展新动能，全力稳住外贸基本盘。9 月 24 日，商务部会同中央网信办、财政部等 8 部门印发了《关于促进服务出口的若干政策措施》，包含 13 项具体措施，为服务出口提供全面政策支持。从数据来看，8 月份出口增速小幅放缓，与市场预期基本一致。剔除基数效应后，当月出口规模仍处于自 5 月暂缓加征对华关税以来的中枢区间，展现较强韧性。往后看，高基数及美国进口需求持续回落影响，或对四季度我国出口同比增速造成扰动，需关注中美贸易谈判进程。

总的来看，8 月份我国经济运行总体平稳，供给侧与需求侧均呈现稳定增长，消费领域在“以旧换新”等政策带动下保持较快增长。但经济运行仍面临挑战，制造业 PMI 虽连续两个月季节性回升，却已持续 6 个月处于收缩区间，经济回升基础尚需巩固。政策层面，消费品以旧换新全年 3000 亿元中央资金已全部下达，服务消费、民间投资、房地产等领域多项政策陆续出台，旨在激发内需、拓展投资空间、稳定房地产市场。外贸方面，8 月出口增速边际放缓但韧性仍存，后续需关注高基数、外需放

缓及中美经贸磋商进展。随着宏观政策将持续发力、保持弹性，以应对内外部挑战，后续经济有望保持平稳增长态势。

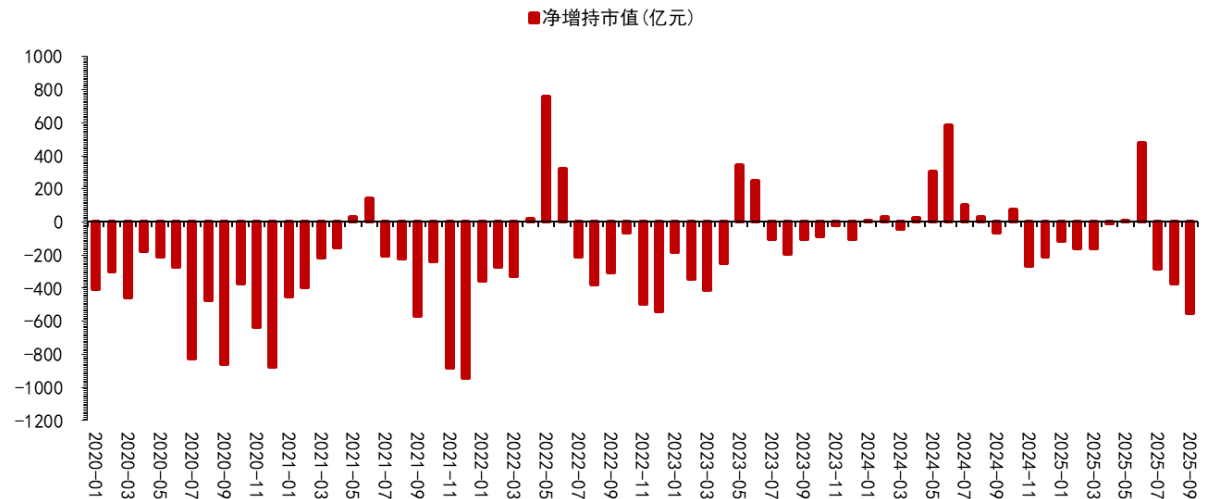
2.3 落实落细适度宽松的货币政策，当前资本市场实现量质齐升

9 月 23 日，央行货币政策委员会召开第三季度例会。会议延续 7 月政治局会议确定的政策方向，强调要“落实落细适度宽松的货币政策”。具体看，此次例会在货币政策方面的调整主要体现在三大重点。一是在政策目标方面，措辞由“保持经济稳定增长和物价处于合理水平”微调为“促进经济稳定增长和物价处于合理水平”。这一从“保持”到“促进”的转变，显示出当局对稳增长与稳物价的目标导向更趋积极。二是在执行层面，新增“抓好各项货币政策措施执行，充分释放政策效应”的表述，突出当前重点在于推动已有政策落地见效，提升实施效率和政策传导质量。三是在结构性工具运用上，会议进一步聚焦重点领域，明确加强对“小微企业、稳定外贸”等环节的融资支持。在当前外需不确定性上升、美国加征关税可能制约四季度出口的背景下，强化对相关领域的金融支持，有助于缓解企业压力，稳固外贸基本盘。

资本市场方面，9 月 30 日，证监会召开“十五五”资本市场规划上市公司和行业机构座谈会，会议强调，“十四五”时期，我国资本市场实现了量质齐升，特别是新“国九条”和资本市场“1+N”政策体系发布实施以来，资本市场基础制度和监管底层逻辑得到全方位重构，多层次市场体系更加完备，市场功能不断健全，市场韧性明显增强，市场生态持续净化。展望“十五五”资本市场规划，会议强调，将进一步深化发行上市、再融资、并购重组等领域改革，完善政策执行机制，不断增强资本市场的吸引力和包容性；更大力度支持上市公司做优做强，引导上市公司加大分红回购力度，进一步发挥机构投资者在上市公司治理中的作用，不断提升上市公司质量和投资价值；支持优质证券公司等行业机构打造一流投资银行和投资机构，推动会计师、律师事务所等中介机构高质量发展，加快提升综合实力和国际竞争力；进一步丰富 A 股市场指数、ETF、衍生品等产品服务体系，更好地服务居民财富保值增值；提升跨境投融资便利度，进一步提高资本市场制度型开放水平等。后续政策将以深化投融资综合改革为牵引，加快推进新一轮资本市场改革开放，增强市场的吸引力和包容性，不断提升资本市场的内在稳定性和投资吸引力。

两融资金方面，截至 9 月末，沪深两市两融余额为 24287.55 亿元。其中，融资余额为 24124.50 亿元，较 8 月末增加约 1669.78 亿元。此外，9 月末两融余额占 A 股流通市值的比重约为 2.54%，较 8 月末的 2.40% 增加 0.14 个百分点。全市场两融规模上升，信用市场风险偏好趋于乐观，投资者正不断加大 A 股权益配置，市场活跃度持续提升。开户数据方面，上交所数据显示，8 月 A 股新开户数 265.03 万户，环比增长 34.97%，同比增长 165.22%，个人投资者开户数活跃。重要股东交易方面，9 月份重要股东净减持约 549.26 亿元，较 8 月增加 178.99 亿元。股权融资方面，按网上发行日进行统计，9 月份股权融资规模约为 524.72 亿元，较 8 月有所增加。

图 6：重要股东交易增减持数据



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

9月下旬，我国货币与资本市场政策动态释放积极信号。央行货币政策委员会第三季度例会强调落实适度宽松的货币政策，措辞由“保持”转为“促进”经济增长，凸显更积极的目标导向，并着力推动政策落地见效，重点加强对小微企业和稳定外贸的金融支持。与此同时，证监会召开“十五五”资本市场规划座谈会，明确将深化发行上市、再融资等改革，引导上市公司加大分红回购，提升机构投资者治理作用，并推动中介机构高质量发展，以增强市场韧性与投资吸引力。市场层面，9月末两市两融余额升至2.43万亿元，融资余额月增约1669亿元，投资者风险偏好提升；A股新开户数环比增长34.97%，市场活跃度明显上升，但重要股东净减持规模同步扩大。整体而言，当前我国资本市场“稳”的基础持续巩固，“活”的生态加速形成。

3、10月行情研判：震荡整理中不改上行势头

对于2025年10月份的行情走势，我们认为：

第一，美国关税政策再度来临，9月美联储如期降息25个基点，9月国内PMI指数线下继续回升。9月以来，美国宣布对进口建材、家具、药品及重型卡车等多类商品加征高额关税，旨在推动制造业回流，但可能加剧其国内通胀并引发贸易摩擦。同期，WTO因AI产品需求增长等因素上调2025年全球贸易增速预测至2.4%。美联储如期降息25个基点，9月议息会议的基调偏中性。展望后续，美联储的降息政策路径仍取决于就业数据的走势以及下任美联储主席的提名情况。10月继续降息的可能性较高，但后续节奏有待观察。值得注意的是，在美联储启动新一轮降息后，中美货币政策周期趋于对齐，这将显著缓解我国货币宽松的汇率压力，为后续降息的操作空间创造了外部条件。国内市场方面，8月经济数据维持市场此前预期的边际回落，背后显现的是内生增长动能不足。一方面，8月出口维持韧性，但在对美出口持续减少下，仍小幅放缓，外加上“反内卷”行动的开展，供给端、投资端均承压。另一方面，“以旧换新”等政策效应边际减弱以及基数效应，社零同比增速继续回落。综合CPI与PPI持续处于低位、9月PMI徘徊于收缩区间，以及新增信贷不及预期等多维度数据，均指向当前经济压力仍大，有效需求不足仍是核心制约。

第二，经济运行仍存挑战，将适时加力实施宏观政策。8月份我国经济运行总体平稳，供给侧与需求侧均呈现稳定增长，消费领域在“以旧换新”等政策带动下保持

较快增长。但经济运行仍面临挑战，制造业 PMI 虽连续两个月季节性回升，却已持续 6 个月处于收缩区间，经济回升基础尚需巩固。政策层面，消费品以旧换新全年 3000 亿元中央资金已全部下达，服务消费、民间投资、房地产等领域多项政策陆续出台，旨在激发内需、拓展投资空间、稳定房地产市场。外贸方面，8 月出口增速边际放缓但韧性仍存，后续需关注高基数、外需放缓及中美经贸磋商进展。随着宏观政策将持续发力、保持弹性，以应对内外部挑战，后续经济有望保持平稳增长态势。

第三，落实落细适度宽松的货币政策，当前资本市场实现量质齐升。9 月下旬，我国货币与资本市场政策动态释放积极信号。央行货币政策委员会第三季度例会强调落实适度宽松的货币政策，措辞由“保持”转为“促进”经济增长，凸显更积极的目标导向，并着力推动政策落地见效，重点加强对小微企业和稳定外贸的金融支持。与此同时，证监会召开“十五五”资本市场规划座谈会，明确将深化发行上市、再融资等改革，引导上市公司加大分红回购，提升机构投资者治理作用，并推动中介机构高质量发展，以增强市场韧性与投资吸引力。市场层面，9 月末两市两融余额升至 2.43 万亿元，融资余额月增约 1669 亿元，投资者风险偏好提升；A 股新开户数环比增长 34.97%，市场活跃度明显上升，但重要股东净减持规模同步扩大。整体而言，当前我国资本市场“稳”的基础持续巩固，“活”的生态加速形成。

从 10 月份的市场环境来看，海外方面，美国新一轮关税政策加剧了全球贸易不确定性，而美联储降息使中美货币政策周期趋同，为我国营造了更宽松的外部空间。8 月份我国经济运行总体平稳，供给侧与需求侧均呈现稳定增长，但挑战依然存在，9 月制造业 PMI 虽连续回升但仍处于收缩区间。为此，宏观政策将持续发力，货币政策强调“落实落细适度宽松”，并着力推动消费品“以旧换新”等稳增长措施落地。资本市场层面，监管机构正通过深化制度改革引导上市公司提质增效，市场活跃度有所提升，当前我国资本市场“稳”的基础持续巩固，“活”的生态加速形成。市场方面，9 月沪指震荡收涨逼近 3900 点，三大指数集体收涨，实现月线五连阳。不过当前主要指数已运行至阶段高位，资金分歧有所加大，部分获利盘了结可能引发短期波动。此外，当前经济运行仍面临一定压力，后续不排除相关部门继续加码宏观政策，10 月政策预期偏向积极。流动性层面，美联储降息有望吸引外资持续流入，而国内无风险利率下行也进一步凸显权益资产的配置价值，或继续引导居民存款搬家。在多方面因素共同作用下，市场虽可能经历震荡整理，但上行势头预计不会改变。

板块上建议关注 TMT、有色金属、电力设备、机械设备、医药生物、建筑材料等行业。

4、行业配置：超配 TMT、有色金属、电力设备、机械设备

综合市场以及基本面等因素，我们认为，在行业配置上，10 月建议超配：TMT、有色金属、电力设备、机械设备

(1) TMT

半导体方面，根据东莞证券《半导体行业双周报：国产算力生态有望加速构建》报告的观点，据华为智能世界 2035 系列报告，2035 年全球社会算力总量将增长 10 万倍，计算领域将突破传统冯·诺依曼架构的束缚，在计算架构、材料器件、工程工艺、计算范式四大核心层面实现颠覆性创新，最终催生新型计算的全面兴起。数据将成为推动人工智能发展的“新燃料”，AI 存储容量需求将比 2025 年增长 500

倍，占比超过 70%，AgenticAI 驱动存储范式改变。一方面，政策强力向算力芯片国产化方向倾斜，另一方面，字节、阿里、腾讯等云厂商陆续上修资本开支，且积极适配主流国产芯片。据科技网站 Theinformation 报道，阿里巴巴、百度已开始采用内部自主设计的芯片训练 AI 大模型，以取代英伟达的部分芯片，国产算力生态有望加速构建。除 AI 算力芯片外，先进制程晶圆代工、存储、先进封装等环节也有望受益。

通信方面，根据东莞证券《通信行业双周报：中国电信在 3GPP 实现首个 6G 标准立项》报告的观点，2025 年标志着 6G 标准的元年，3GPP 已全面启动 6G 技术的研究工作。全球统一的技术标准是构建 6G 生态、推动产业规模应用和持续发展的基石。面向未来，必须以标准为引领，加速 6G 前沿技术的落地应用，将其转化为互通性、商用性和可持续演进的强大网络能力，从而实现产业化的重大突破。展望后市，2025 年通信行业处于技术迭代与政策红利叠加期，AI、量子通信、低空经济等新质生产力方向将持续释放增长动能，蜂窝物联网模组从库存调整中复苏回暖，基站、光缆线路、数据中心等通信设施建设有望持续推进，带来新的器件、设备与服务运营需求，建议关注“技术商用+政策催化+业绩确定性”三大主线下的企业机遇。

电子方面，根据东莞证券《电子行业双周报：iPhone17 系列预购火热，英伟达推出 CPX 芯片》报告的观点，近期英伟达在 AIInfra 峰会上推出 RubinCPX 芯片，CPX 是专为大规模推理设计的 GPU，能处理百万 tokens 量级的代码和生成式视频，预计 2026 年推出。据 SemiAnalysis，目前除了标准化 Rubin 机架外，后续将会推出单独 RubinCPX 机架，以及由 Rubin 标准机架搭配 CPX 机架的形式。以 RubinCPX 机架为例，单个 ComputeTray 除了搭载原有的 RubinGPU 外，还会新增加 8 个 CPXGPU，同时可能采用 MidplanePCB 中板形式替代内部的线缆连接。受益于此，PCB 及 CCL 的想象空间进一步打开，行业供需不匹配可能会进一步加剧，建议继续关注具备 HDI 及高多层技术、产能，以及通过大客户验证公司。

计算机方面，根据东莞证券《计算机行业双周报：打造“超节点+集群”算力解决方案，华为有望引领国产 AI 算力弯道超车》报告的观点，近期，华为全联接大会 2025 在上海召开。其中，围绕 AI 算力，华为宣布了昇腾芯片未来三年的迭代路线，其预计将于 2026 年第一季度推出 Ascend950PR 芯片，四季度推出 Ascend950DT 芯片，2027 年四季度推出 Ascend960 芯片，2028 年四季度推出 Ascend970 芯片，几乎以“一年一代算力翻倍”的速度推进，持续满足 AI 算力不断增长的需求。与此同时，华为发布最新算力超节点及超节点集群产品。今年 3 月，华为正式推出了 Atlas900 超节点，满配支持 384 卡，最大算力可达 300PFLOPS。而此次大会发布的第一款超节点产品 Atlas950 超节点，支持 8192 张基于 Ascend950DT 的昇腾卡，是 Atlas900 超节点的 20 多倍，预计将于 2026 年四季度上市。相较于英伟达同样将在明年下半年上市的 NVL144，Atlas950 超节点卡的规模是其 56.8 倍，总算力是其 6.7 倍，内存容量是其 15 倍，达到 1152TB；互联带宽是其 62 倍，达到 16.3PB/s。即使是与英伟达计划 2027 年上市的 NVL576 相比，Atlas950 超节点在各方面依然处于领先地位。本次大会发布的另一款产品 Atlas960 超节点，最大可支持 15488 张基于 Ascend960 的昇腾卡，其总算力、内存容量、互联带宽在 Atlas950 基础上再翻倍，预计将于 2027 年四季度上市。此外，基于 Atlas950 和 Atlas960 超节点，华为同步推出了 Atlas950SuperCluster 及 Atlas960SuperCluster 超节点集群产品，集群规模分别达到 50 万卡和百万卡级。在中美科技博弈愈演愈烈的局势下，华为通过打造

“超节点+集群”算力解决方案，有望突破单芯片制程受限的局面，引领我国 AI 算力实现“弯道超车”，建议关注以华为昇腾为代表的国产 AI 算力产业链投资机遇。

（2）有色金属

根据东莞证券《有色金属行业双周报：铜矿扰动再起，关注工业金属消费旺季情况》报告的观点，工业金属方面，FreeportMcMoRan 印尼子公司 Grasberg 矿山近期发生泥石流事故，致使该矿全面停产。Grasberg 铜矿是全球第二大铜矿，2024 年铜产量约 81.6 万吨。受事故影响，Freeport 预计最早要到 2027 年才能恢复事故前的生产水平，2026 年铜金产量较此前预期下降约 35%。因 Grasberg 矿山停产引发铜供应链担忧，截至 9 月 24 日，LME 伦铜报 10320 美元/吨，涨幅 3.27%，为创 2024 年 6 月以来最高水平。当下，美联储降息打开宏观宽松空间，国内工业金属需求旺季来临，此次 Grasberg 铜矿停产或将拉开铜价上涨的序幕。

黄金方面，黄金。当地时间 9 月 17 日，美联储宣布，将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点到 4.00%~4.25%之间，符合市场普遍预期。这也是美联储继 2024 年 12 月之后，时隔 9 个月再次宣布降息。美联储预测中值显示 2025 年将再降息 50 个基点。因后续美联储再度降息的预期依然存在，美元走弱有望继续支撑金价上行。

小金属方面，当下小金属市场整体以按需采购为主。截至 9 月 25 日，稀土价格指数收于 217.37，较 9 月初下跌 9.56；氧化镨钕平均价收于 562.50 元/公斤，较 9 月初下跌 37.50 元；氧化镝平均价收于 1615 元/公斤，较 9 月初下跌 15 元；氧化铽平均价收于 7080 元/公斤，较 9 月初下跌 220 元。截至 9 月 25 日，仲钨酸铵价格收于 39.25 万元/吨，较 9 月初上涨 1.75 万元，白钨精矿价格收于 26.95 万元/吨，较 9 月初上涨 1.35 万元。

（3）电力设备

根据东莞证券《锂电池产业链双周报：《新型储能规模化建设专项行动方案（2025—2027 年）》发布》报告的观点。近日国家发改委、能源局印发《新型储能规模化建设专项行动方案（2025—2027 年）》，提出到 2027 年全国新型储能装机规模达到 180GW 以上，带动项目直接投资约 2500 亿元，新型储能技术路线仍以锂电池储能为主。同时，海外储能需求超预期增长。新能源汽车市场迎来金九银十传统旺季，乘联会预计 9 月新能源乘用车零售量为 125 万辆左右，渗透率有望攀升至 58.1%，再创历史新高。锂电池整体需求快速增长，行业景气度上升。2025H1 锂电池产业链净利润同比增长三成，显著扭转过去两年业绩持续下滑的局面，连续两个季度实现净利润同比环比增长，业绩拐点确立。随着反内卷持续深化，有望促进落后产能加速出清，有利于拥有技术优势和成本优势的优质产能利用率提升。固态电池产业化持续推进，为产业链的材料体系和设备环节带来迭代升级的确定性增量需求。

（4）机械设备

根据东莞证券《机械设备行业双周报：2025Q4 机器人催化密集》报告的观点，机器人方面，特斯拉近期召开产量会议，有望更新人形机器人量产指引。展望四季度，Gen3 正处于设计优化并最终定稿阶段，有望在 Q4 亮相；宇树科技预计于 2025Q4 提交 IPO 申请，叠加各家主机厂商将陆续推出新产品，未来板块催化密集，有望进一步刺激板块行情向上。此外，国家正加速推动人形机器人多场景应用落地，有望促使产业化规模提速。

工程机械方面，国家重大工程陆续开工，叠加风电等下游领域需求延续、更新替换等因素，将有效支撑国内需求。目前，内销复苏已传导至非挖业务，后续随着非洲、东南亚等地区矿山、基建行业等维持高景气，欧美地区需求边际改善，海内外双驱进一步拉动工程机械需求。此外，随着环保政策等多因素影响，工程机械结构性优化将助推电动化产品渗透率进一步提升。

5、风险提示

海外经济超预期下滑，以及中美贸易摩擦超预期恶化，导致外需回落，国内出口承压；海外信用收缩引发风险事件，对市场流动性造成冲击，干扰利率和汇率走势；行业监管趋严风险、市场大幅波动等风险。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn