

研究所

分析师:李起
SAC 登记编号:S1340524110001
Email:liqi2@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《价格回升驱动企业利润改善，修复斜率放缓》 - 2025. 09. 29

宏观观点

海外宏观周报：美国 GDP 上修，经济韧性仍存

● 核心观点：

上周四晚间公布的美国经济数据整体好于预期，初请失业金人数显著下降，二季度 GDP 大幅上修。经济的稳健表现说明，关税的负面影响较为有限，企业的经营状况依然强劲。然而当日美股却出现回调，反映出当前市场更关注降息预期所带来的估值提升，而非依靠经济增长推动的盈利改善。

上周，美联储主席鲍威尔表示，当前的股价水平“已经处于相当高的估值区间”。回顾历史经验可以发现，在美联储主席过往就股票估值发出警示后的一个月、六个月和十二个月内，股市并未因此录得负回报。平均而言，在这些警告发布后的一年内，标普 500 指数和全球股市的平均回报率虽然仍为正值，但收益水平略低于警告发布前 6 个月的表现，同时，标普 500 指数的表现普遍优于国际股市。

我们认为，大型科技企业快速扩张的资本开支仍是支撑美股当前估值的重要动力。整体来看，现阶段市场估值虽处于高位，但在美联储开启降息周期、经济衰退风险下降的背景下，美股估值尚未达到需要大幅调整的程度。

● 风险提示：

通胀回升超出预期，美联储可能放缓降息节奏，从而对估值形成压力；英国、法国等主要经济体的财政可持续性风险加剧，引发全球长期利率上行。

目录

1 海外宏观数据跟踪.....	4
1.1 上周重要事件与数据跟踪.....	4
1.2 本周重要数据与事件.....	6
2 美联储观点跟踪.....	8
3 风险提示.....	10

图表目录

图表 1: 美国 PCE 同环比 (%)	4
图表 2: 美国初请失业金人数 (万人)	5
图表 3: 美国续请失业金人数 (万人)	5
图表 4: 美国二季度 GDP 增速大幅反弹 (%)	5
图表 5: 美国密歇根大学消费者信心指数	5
图表 6: 美国密歇根大学 1 年及 5 年通胀率预期 (%)	5
图表 7: 美国新屋及成屋销量	6
图表 8: 本周重要数据与事件	6
图表 9: 市场定价年内还有 2 次降息	10

1 海外宏观数据跟踪

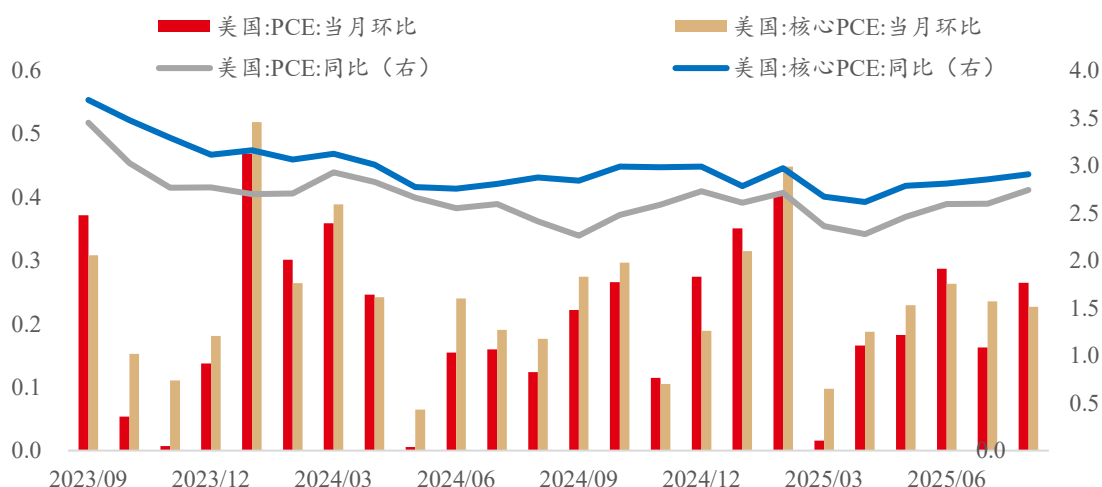
1.1 上周重要事件与数据跟踪

美国政府将于10月1日启动新一轮关税措施,包括对专利药品征收100%关税、对重型卡车征收25%关税等,引发了新的贸易不确定性。最新关税措施主要依据贸易扩展法第232条款,相比曾被联邦法院裁定为越权的对等关税,此次相关举措具有更坚实的法理基础。

在科技领域,英伟达计划向OpenAI投资最高1000亿美元,为其提供数据中心芯片,并获得OpenAI非控股股权。双方已签署战略合作意向书,首阶段预计或将提供约400万至500万块GPU,使总算力推高至10GW。英伟达首席执行官黄仁勋称OpenAI是最明智的投资之一,并预测OpenAI未来可能成为一家价值数十亿美元的企业。随着算力竞争加剧,微软、英特尔等科技巨头均加码相关投资。

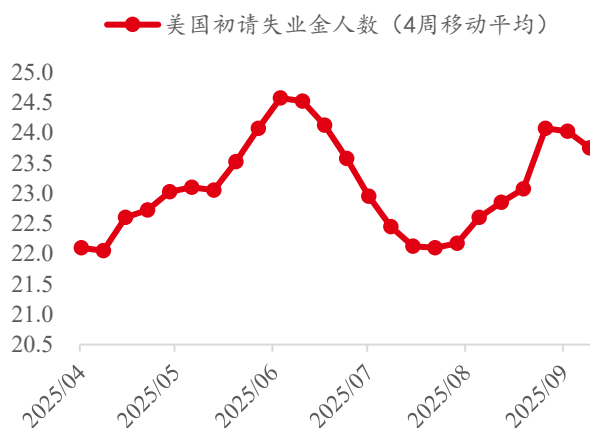
经济数据方面,上周四晚公布的申领失业金人数和GDP数据均超预期强劲。当周初次申请失业金人数下降至21.8万人,成为自7月中旬以来的最低水平,彰显劳动力市场仍具韧性。市场迅速对数据做出反应,美元指数与10年期美债收益率随之上行。作为美联储最关注的通胀指标,核心PCE当月环比增长0.23%,显示目前通胀尚未因关税失控。

图表1: 美国PCE同环比(%)



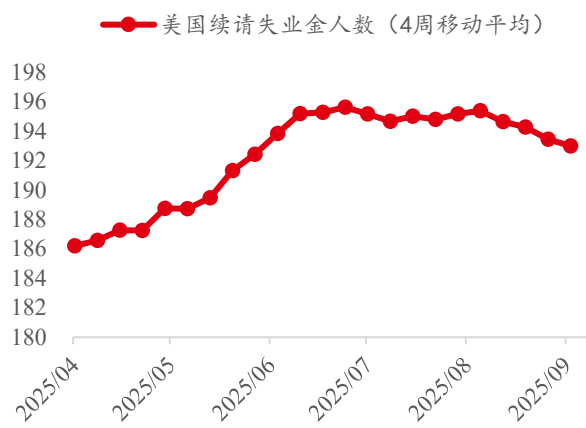
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表2：美国初请失业金人数（万人）



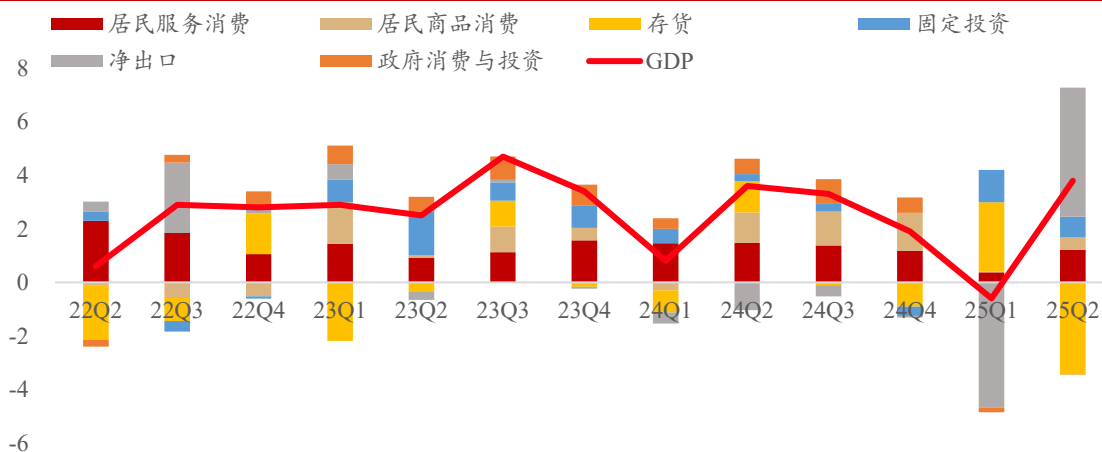
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：美国续请失业金人数（万人）



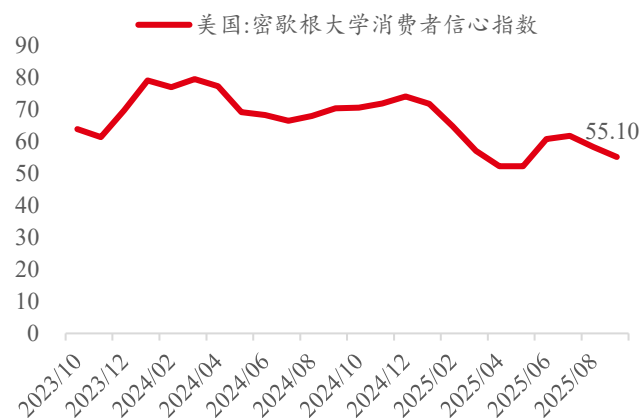
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：美国二季度 GDP 增速大幅反弹（%）



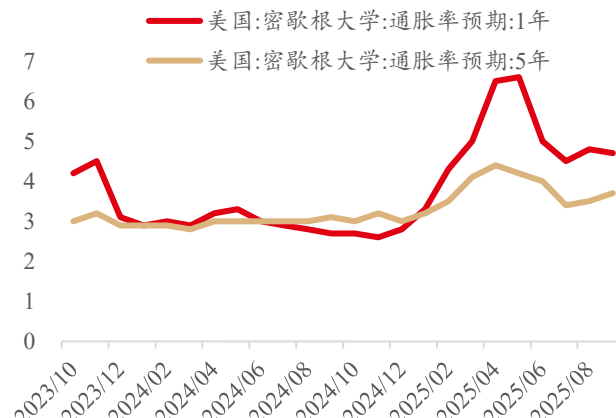
资料来源：BEA，中邮证券研究所

图表5：美国密歇根大学消费者信心指数



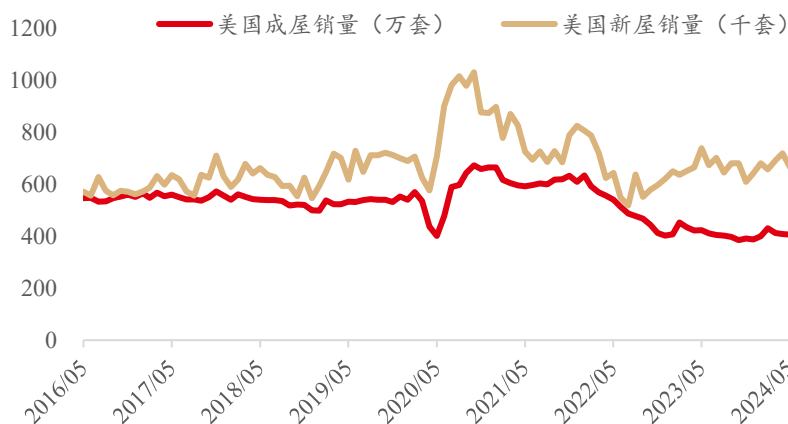
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：美国密歇根大学1年及5年通胀率预期（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表7：美国新屋及成屋销量



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.2 本周重要数据与事件

图表8：本周重要数据与事件

时间	事件	数据	前值	预测值
2025/9/29 16:30		英国 8 月央行抵押贷款许可(万件)	6.54	
2025/9/29 17:00		欧元区 9 月工业景气指数	-10.3	
2025/9/29 17:00		欧元区 9 月经济景气指数	95.2	
2025/9/29 20:00	2026 年 FOMC 票委、克利夫兰联储主席哈玛克参加一场政策小组讨论。			
2025/9/29 22:00		美国 8 月成屋签约销售指数月率	-0.40%	0.10%
2025/9/29 22:30		美国 9 月达拉斯联储商业活动指数	-1.8	
2025/9/30 1:30	FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话。			
2025/9/30 1:30	2025 年 FOMC 票委、圣路易联储主席穆萨莱姆发表讲话。			
2025/9/30 6:00	2027 年 FOMC 票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克就亚特兰大经济等议题与达美航空 CEO 进行对话。			
2025/9/30 7:50	日本央行公布 9 月货币政策会议审议委员意见摘要。			
2025/9/30 14:00		英国第二季度 GDP 年率终值	1.20%	
2025/9/30 14:00		英国第二季度经常帐(亿英镑)	-235	
2025/9/30 14:45		法国 9 月 CPI 月率初值	0.40%	
2025/9/30 15:55		德国 9 月季调后失业人数(万人)	-0.9	
2025/9/30 15:55		德国 9 月季调后失业率	6.30%	6.3%

2025/9/30 20:00	德国 9 月 CPI 月率初值	0.10%	
2025/9/30 21:00	美国 7 月 FHFA 房价指数月率	-0.20%	
2025/9/30 21:00	美国 7 月 S&P/CS20 座大城市未季调房价指数年率	2.14%	
2025/9/30 21:45	美国 9 月芝加哥 PMI	41.5	
2025/9/30 22:00	美国 8 月 JOLTs 职位空缺(万人)	718.1	
2025/9/30 22:00	美国 9 月谘商会消费者信心指数	97.4	96
2025/10/1 1:00	2025 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席古尔斯比发表讲话。		
2025/10/1 7:10	2026 年 FOMC 票委、达拉斯联储主席洛根发表讲话。		
2025/10/1 8:30	美联储副主席杰斐逊发表讲话。		
2025/10/1 14:00	英国 9 月 Nationwide 房价指数月率	-0.10%	
2025/10/1 15:50	法国 9 月制造业 PMI 终值	48.1	
2025/10/1 15:55	德国 9 月制造业 PMI 终值	48.5	
2025/10/1 16:00	欧元区 9 月制造业 PMI 终值	49.5	49.5
2025/10/1 16:30	英国 9 月制造业 PMI 终值	46.2	
2025/10/1 17:00	欧元区 9 月 CPI 年率初值	2.00%	2.3%
2025/10/1 17:00	欧元区 9 月 CPI 月率初值	0.10%	
2025/10/1 20:15	美国 9 月 ADP 就业人数(万人)	5.4	4.8
2025/10/1 21:45	美国 9 月标普全球制造业 PMI 终值	52	
2025/10/1 22:00	美国 9 月 ISM 制造业 PMI	48.7	49.2
2025/10/1 22:00	美国 8 月营建支出月率	-0.10%	-0.10%
2025/10/2 1:30	加拿大央行公布 9 月货币政策会议纪要。		
2025/10/2 14:35	日本央行行长植田和男发表讲话。		
2025/10/2 17:00	欧元区 8 月失业率	6.20%	6.2%
2025/10/2 19:30	美国 9 月挑战者企业裁员人数(万人)	8.5979	
2025/10/2 20:30	美国至 9 月 27 日当周初请失业金人数(万人)	21.8	
2025/10/2 22:00	美国 8 月工厂订单月率	-1.30%	-0.10%
2025/10/2 22:30	2026 年 FOMC 票委、达拉斯联储主席洛根发表讲话。		
2025/10/3 7:30	日本 8 月失业率	2.30%	2.40%
2025/10/3 9:05	日本央行行长植田和男访问大阪并举行新闻发布会。		
2025/10/3 14:45	法国 8 月工业产出月率	-1.10%	
2025/10/3 15:50	法国 9 月服务业 PMI 终值	48.9	
2025/10/3 15:55	德国 9 月服务业 PMI 终值	52.5	52.5
2025/10/3 16:00	欧元区 9 月服务业 PMI 终值	51.4	51.4
2025/10/3 16:30	英国 9 月服务业 PMI 终值	51.9	
2025/10/3 17:00	欧元区 8 月 PPI 月率	0.40%	

2025/10/3 20:30	美国 9 月失业率	4.30%	4.30%
2025/10/3 20:30	美国 9 月季调后非农就业人口(万人)	2.2	3.9
2025/10/3 20:30	美国 9 月平均每小时工资年率	3.70%	
2025/10/3 20:30	美国 9 月平均每小时工资月率	0.30%	0.30%
2025/10/3 21:45	美国 9 月标普全球服务业 PMI 终值	53.9	
2025/10/3 22:00	美国 9 月 ISM 非制造业 PMI	52	52
2025/10/4	日本执政党自民党进行党内领导层选举。		

资料来源：金十数据，中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

1. 2025 年 FOMC 票委、圣路易联储主席穆萨莱姆：

穆萨莱姆重申对本月降息 25 个基点的支持，但强调未来宽松应保持谨慎。他指出，此次降息是为了支撑充分就业的劳动力市场，并预防进一步疲软，而货币政策立场介于温和紧缩与中性之间，需在抑制通胀与稳就业之间保持平衡。此外，他警告称进一步降息的空间有限，并对关税可能带来的通胀影响表示担忧。

2. 新任美联储理事米兰：

上周二，米兰认为当前货币政策远比联储官员所认知的更具紧缩性，并警告若不迅速、大幅降息，将对就业市场造成冲击。他认为当前政府在移民、税收和监管方面的政策调整显著下调了中性利率，因此目前的政策利率应该下调约两个百分点，以避免投资与消费受到不必要的抑制。他对 25 个基点的降息仍存异议，并表示愿意继续降息，主张在未来两次会议中各降息 50 个基点。

周四，米兰进一步强调，美联储应大幅降息以避免经济面临更大下行风险，他认为目前尚无实质性通胀证据。

3. 芝加哥联储主席古尔斯比：

古尔斯比在周二表示，如果通胀持续回落，美联储将有空间逐步下调利率。他认为当前利率仍“略具紧缩性”，未来或可较现行 4%-4.25% 的区间下调约 100

至 125 个基点，最终在约 3% 的水平与 2% 的通胀目标相匹配。他强调，政策宽松需循序渐进，既要防止过度降息引发通胀反弹，也要兼顾劳动力市场承压风险。

此外，古尔斯比还在周四的发言中对米兰的激进降息主张提出质疑，认为如果利率确实过度紧缩，周期性和利率敏感行业早应出现明显衰退迹象，而当前企业投资依然“意外强劲”，住房市场虽疲软但并未显著恶化。他强调，通胀已连续四年高于目标并有上行趋势，即便维持利率不变，实际利率也已在下降。古尔斯比进一步重申其对因就业数据放缓而提前降息太多而感到不安，他认为就业市场正在降温，而通胀有所上升。

4. 美联储理事鲍曼：

鲍曼表示，若需求继续走弱、企业开始裁员，美联储可能需要加快降息步伐，以防劳动力市场恶化。她强调通过降息支撑就业要远比在失衡后修复容易，并认为目前的就业放缓迹象已足以促使 FOMC 果断行动。她预计年内还将有进一步降息行动，使政策利率逐步回归中性水平。

在发表有关货币政策决策方法的演讲时，鲍曼强调，货币政策应保持灵活和前瞻性：当就业与通胀目标冲突时，应优先应对偏离更大的一方，避免因拘泥于旧指引而错失时机。她主张预测驱动，提前行动以避免落后于曲线。

5. 美联储主席鲍威尔：

鲍威尔指出当前决策面临“通胀上行与就业走弱”两大风险，需要在未来的利率调整中保持平衡。他强调，目前的政策利率依然具备抑制通胀的作用，同时也为应对经济变化留出了空间，未来的政策没有“预设路径”。同时他也警告称，若过快降息，可能导致通胀目标未能完成并被迫逆转，而若收紧过久，则可能引发不必要的就业疲软。近期就业增速已放缓至月均 2.5 万人，低于维持失业率稳定的水平，与此同时通胀仍高于目标，叠加关税推高物价。其并未对未来政策方向作出明确承诺。

6. 2025 年 FOMC 票委、堪萨斯联储主席施密德：

施密德表示，上周美联储下调利率 25 个基点是出于“风险管理”考虑，旨在防止劳动力市场出现超预期恶化。虽然当前经济整体仍处于相对健康状态，但近期数据表明就业市场可能面临更大或更突然的疲软风险。施密德认为通胀依然高于 2% 的目标，且关税或使物价压力加剧，但劳动力市场健康已成为当前政策重心。他支持将政策利率调整至“仅略具限制性”的水平，以便既不刺激通胀，又能防止就业进一步下滑。

图表9：市场定价年内还有 2 次降息

	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：fed watch，中邮证券研究所

3 风险提示

通胀回升超出预期，美联储可能放缓降息节奏，从而对估值形成压力；英国、法国等主要经济体的财政可持续性风险加剧，引发全球长期利率上行。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的 相对市场表现，即报告发布日后 的 6 个月内的公司股价（或行 业指数、可转债价格）的涨跌 幅相对同期相关证券市场基准 指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市 场以沪深 300 指数为基准；新 三板市场以三板成指为基准； 可转债市场以中信标普可转债 指数为基准；香港市场以恒生 指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基 准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括: 证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048