



华安证券  
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2025年9月29日

# “鹰派”降息，节奏与幅度尚存分歧

一大类资产配置月报第51期：2025年10月

分析师：郑小霞

SAC执业证书号：S0010520080007 联系方式：zhengxx@hazq.com

分析师：张运智

SAC执业证书号：S0010523070001 联系方式：zhangyz@hazq.com



# 核心结论：美联储“鹰派”降息，节奏与幅度尚存分歧

| 大类   | 项目             | 本期：2025-9-26至2025-10-26 |       |                                                                                  | 上期：2025-8-29至2025-9-26 |        |
|------|----------------|-------------------------|-------|----------------------------------------------------------------------------------|------------------------|--------|
|      |                | 投资建议                    | 较上期变化 | 核心观点与逻辑支撑                                                                        | 指数变动                   | 涨跌     |
| 股指   | 上证指数           | 震荡                      | ↓     | 10月最大关注点在于即将发布“十五五”规划纲要建议，有望对市场风险偏好形成提振，预计市场维持高位或震荡上涨。                           | 3857.93-->3828.11      | -0.77% |
|      | 创业板指           | 震荡上行                    | →     |                                                                                  | 2890.13-->3151.53      | 9.04%  |
|      | 成长(风格.中信)      | 震荡上行                    | →     | 经济复苏斜率仍在低位不利于消费风格与金融风格，但通胀预期回升、利率上行可能引发股债“跷跷板”，可能相对利好成长风格。                       | 8215.43-->8549.24      | 4.06%  |
|      | 周期(风格.中信)      | 震荡上行                    | →     |                                                                                  | 5436.38-->5558.12      | 2.24%  |
|      | 金融(风格.中信)      | 震荡下行                    | →     |                                                                                  | 9354.09-->8780.79      | -6.13% |
|      | 消费(风格.中信)      | 震荡                      | →     |                                                                                  | 11225.75-->10933.37    | -2.60% |
|      | NASDAQ指数       | 震荡上行                    | →     | 美联储9月“预防式”降息落地，从历史上看往往推升美股新一轮上涨，纳指有望从降息中获益更大。                                    | 21455.55-->22484.07    | 4.79%  |
|      | DSJ平均指数        | 震荡上行                    | →     |                                                                                  | 45544.88-->46247.29    | 1.54%  |
| 债券   | 1Y国债到期收益率（%）   | 震荡                      | ↑     | 短期内加码宽松可能性依然偏低。缺乏进一步宽松预期，通胀企稳预期带动长端利率回升，期限利差有望扩大。                                | 1.37-->1.383           | 1BP    |
|      | 10Y国债到期收益率（%）  | 震荡                      | →     |                                                                                  | 1.838-->1.877          | 4BP    |
|      | 2Y美债收益率（%）     | 震荡下行                    | →     | 降息周期内美债利率仍有概率回落，但幅度取决于美国经济表现与商品维度关税落地情况。                                         | 3.59-->3.63            | 4BP    |
|      | 10Y美债收益率（%）    | 震荡下行                    | →     |                                                                                  | 4.23-->4.2             | -3BP   |
| 大宗商品 | 布伦特原油（美元/桶）    | 震荡下行                    | →     | 美联储降息路径整体清晰，市场转向关注供给端扰动。                                                         | 64.01-->65.72          | 2.67%  |
|      | COMEX铜（美元/磅）   | 震荡上行                    | ↑     | OPEC+持续增产，油价仍有下行压力；全球第二大铜产商减产，建议高配铜；美联储降息对金价影响已释放，建议标配。                          | 4.512-->4.71           | 4.39%  |
|      | COMEX黄金（美元/盎司） | 震荡                      | ↓     |                                                                                  | 3475.5-->3789.8        | 9.04%  |
|      | 南华工业品指数        | 震荡                      | ↑     | 目前来看，政策端稳定价格的诉求较为清晰，国内大宗品下方具有明确托底，但新政策出台较慢、供给端难以形成明确支撑，整体建议标配，相对可低配投资端拖累更明显的螺纹钢。 | 3614.83-->3626.85      | 0.33%  |
|      | 南华螺纹钢指数        | 震荡下行                    | →     |                                                                                  | 1066.88-->1051.35      | -1.46% |
|      | 南华农产品指数        | 震荡                      | →     |                                                                                  | 1096.43-->1070.81      | -2.34% |
|      | 南华玻璃指数         | 震荡                      | ↑     |                                                                                  | 1235.92-->1309.11      | 5.92%  |
| 汇率   | 美元指数           | 震荡下行                    | →     | 连续降息下美元指数大概率走弱。美债利率仍有下行空间，人民币汇率继续看多。                                             | 97.85-->98.19          | 0.35%  |
|      | 美元兑人民币         | 震荡下行                    | →     |                                                                                  | 7.13-->7.13            | 0.02%  |

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点、%。表内所指投资建议（以涨跌幅衡量，除债券以BP变动衡量、美元指数为定性判断）含义如下：（1）“大幅上行”是指预计未来一个月该指标涨幅在5%（50BP）以上；（2）“上行”是指预期未来一个月该指标涨幅在2%至5%（25BP至50BP）之间；（3）“震荡”是指预期未来一个月该指标涨跌幅在-2%至2%（-25BP至25BP）之间；（4）“下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-2%至-5%（-25BP至-50BP）之间；（5）“大幅下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-5%（-50BP）以上。



# 配置建议：“预防式”降息下关注美股和美债，低配美元

| 本期：2025-9-26至2025-10-26 |    |    | 大类     | 项目              | 本期：2025-9-26至2025-10-26 |    |    |
|-------------------------|----|----|--------|-----------------|-------------------------|----|----|
| 高配                      | 标配 | 低配 |        |                 | 高配                      | 标配 | 低配 |
|                         |    |    | 国内股指   | 上证指数            |                         | ✓  |    |
|                         |    |    |        | 创业板指            | ✓                       |    |    |
|                         | ✓  |    |        | 成长(风格.中信)       | ✓                       |    |    |
|                         |    |    |        | 周期(风格.中信)       | ✓                       |    |    |
|                         |    |    |        | 金融(风格.中信)       |                         |    | ✓  |
|                         |    |    |        | 消费(风格.中信)       |                         | ✓  |    |
| ✓                       |    |    | 美股股指   | NASDAQ指数        | ✓                       |    |    |
|                         |    |    |        | DSJ平均指数         | ✓                       |    |    |
|                         | ✓  |    | 国债     | 1Y国债到期收益率 (%)   |                         | ✓  |    |
|                         |    |    |        | 10Y国债到期收益率 (%)  |                         | ✓  |    |
| ✓                       |    |    | 美债     | 2Y美债收益率 (%)     | ✓                       |    |    |
|                         |    |    |        | 10Y美债收益率 (%)    | ✓                       |    |    |
|                         | ✓  |    | 国际大宗商品 | 布伦特原油 (美元/桶)    |                         |    | ✓  |
|                         |    |    |        | COMEX铜 (美元/磅)   | ✓                       |    |    |
|                         |    |    |        | COMEX黄金 (美元/盎司) |                         | ✓  |    |
|                         |    |    | 国内大宗商品 | 南华工业品指数         |                         | ✓  |    |
|                         | ✓  |    |        | 南华螺纹钢指数         |                         |    | ✓  |
|                         |    |    |        | 南华农产品指数         |                         | ✓  |    |
|                         |    |    |        | 南华玻璃指数          |                         | ✓  |    |
|                         |    | ✓  | 汇率     | 美元指数            |                         |    | ✓  |
|                         |    |    |        | 美元兑人民币          | ✓                       |    |    |

1 美联储“鹰派”  
降息落地，后续  
继续预防式降息

2 国内政策延续结  
结构性发力，年内  
加码概率低

3 国内基本面变化  
不大，内生动能  
依然有待增强

资料来源：Wind，华安证券研究所整理。注：表内所指投资建议汇率中“高配”是指高配外汇。

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。



## 目录

1

配置逻辑：美联储“鹰派”降息落地

2

权益：坚守主线，挑战新平台

3

利率：分歧加剧，尚待更多政策指引

4

大宗：供给端重回主导因素

5

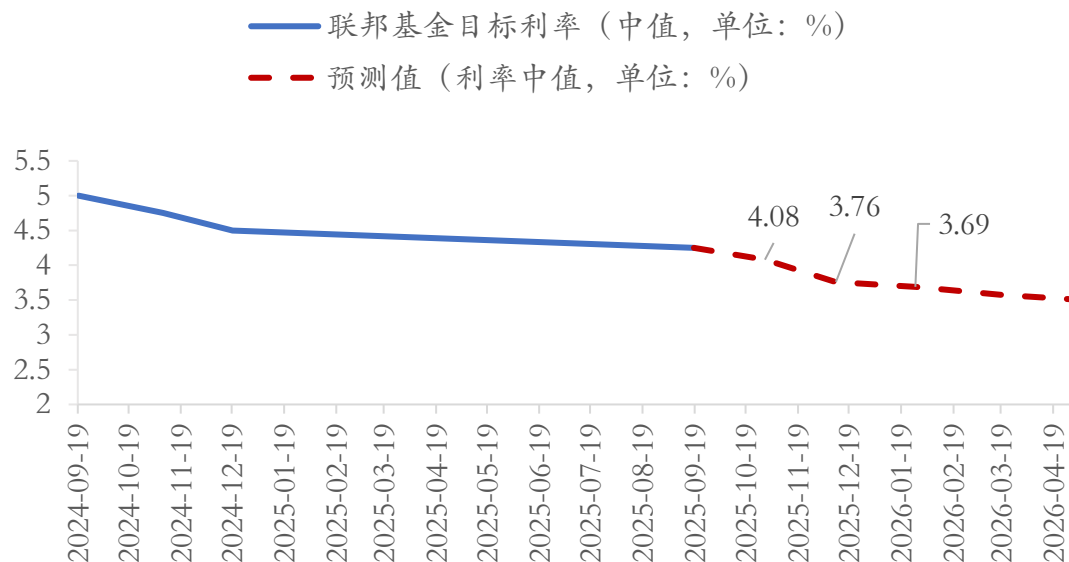
汇率：美联储连续降息下美元大概率走弱



# 美联储“鹰派”降息落地后，年内降息依然维持审慎

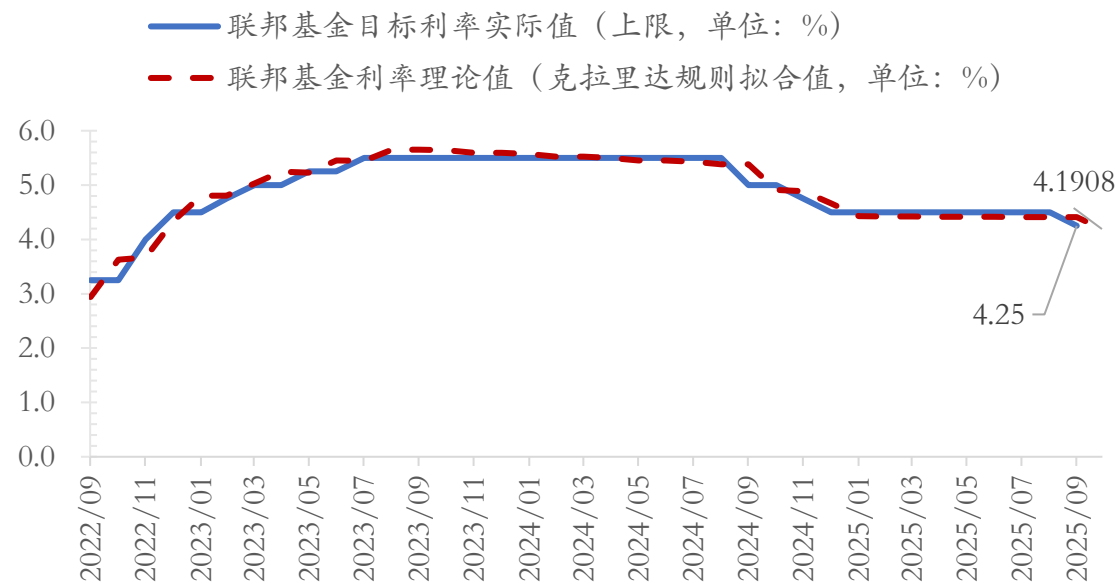
➤ 美联储“鹰派”降息落地后，年内降息依然维持审慎。①9月FOMC会议降息25BP符合市场预期，但整体表态偏鹰。一方面，美联储主席鲍威尔认为本次降息的目的是风险管理，指出未来政策路径依然保持数据依赖，决议由逐次会议决定。另一方面，美联储给出的中长期利率指引暗示的降息幅度低于市场预期，点阵图显示2026年仅有一次降息预测，显著低于市场此前押注的三次。②近期美国经济数据维持较强韧性。9月25日美国经济分析局公布的二季度美国实际GDP环比按年率计算增长3.8%，上修0.5个百分点，主要受到个人消费支出数据上调影响，显示美国经济仍具韧性。另一方面，二季度核心PCE年化季率终值为2.6%，较此前公布的2.5%上调0.1个百分点，表明消费端价格压力持续存在。因而，预计下次FOMC会议美联储大概率继续预防式降息25BP，但维持鹰派姿态。

美联储利率观测器显示市场押注年底降息50BP



资料来源：CME美联储利率观测工具，华安证券研究所，单位：%。  
注：预测值=100-期货价格。更新日期：9月26日。

克拉里达规则下，理论利率指引并未给出明确降息信号



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



## 国内基本面边际变化不大，外需出口延续向好，内生动能有待提振

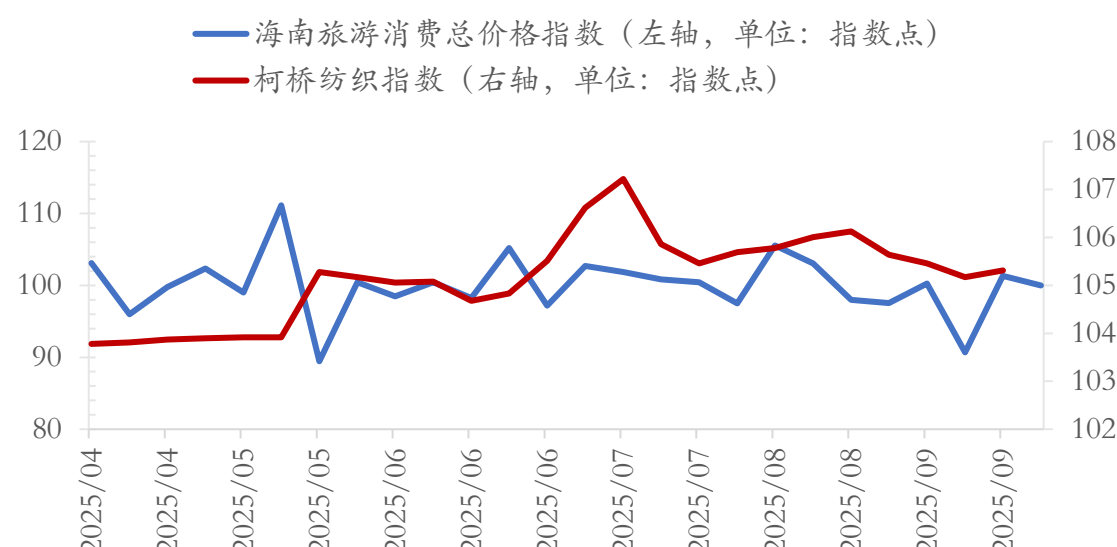
- ▶ 基本面边际变化不大，外需出口延续向好，内生动能有待提振。9月已公布高频数据显示基本面边际变化不大，出口延续向好，价格水平降幅继续收窄，但消费、投资等内生动能依然有待增强，基本面依然难以对市场形成明显支撑。预计三季度GDP增速4.8%左右，9月社零同比增长3.2%左右，固定资产投资累计同比增长0%，其中制造业投资累计同比4.8%、基建投资增速1.8%、地产投资增速-13.1%，出口同比4.8%；8月CPI同比-0.2%、PPI同比-2.8%。
- ▶ 商品消费面临高基数拖累和政策边际效应减弱影响，服务类消费无新增政策刺激。9月前三周乘用车批发和零售当周日均销量同比维持较低增速，政策边际效应延续弱化。商品与服务价格整体回落，柯桥纺织指数从105.9回落至105.4。可选服务类消费也无改善迹象：9月旅游旺季结束，海南旅游消费总指数围绕100左右变动、9月均值较8月环比下降2.26点，同比-1.88%降幅较上月扩大。商务部等9部门公布提振消费政策，但其中并无直接面向消费者提供补贴，因而无新增政策下，服务类消费难以改善。

### 乘用车同比增速偏低



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

### 海南旅游价格指数临近十一略有改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点



## 目录

1 配置逻辑：美联储“鹰派”降息落地

2 权益：坚守主线，挑战新平台

3 利率：分歧加剧，尚待更多政策指引

4 大宗：供给端重回主导因素

5 汇率：美联储连续降息下美元大概率走弱



## 2.1 国内权益：百炼金精，越辩愈明

- 我们在10月策略月报《百炼金精，越辩愈明》（2025-09-28）中指出，10月最大关注点在于四中全会，即将发布的“十五五”规划纲要建议，有望对市场风险偏好形成提振并衍生众多主题投资机会，因此市场预计维持高位或震荡上涨。配置上：①新一轮成长产业景气周期行情确立，AI算力基建核心地位不可动摇，AI应用和军工也需重视；②电力设备（风电/储能/电池/电源设备）、有色金属（稀土永磁/贵金属）、机械设备（工程机械）具备景气支撑亦可作为。
- 从因子分析角度来看，经济复苏斜率仍在低位不利于消费风格与金融风格，但通胀预期回升、利率上行可能引发股债“跷跷板”，可能相对利好**成长风格**。

创业板指相对占优，继续关注利率上行对应市场风格变化

| 变量               | 变动值   | 上证指数  | 创业板指  | 成长(风格) | 周期(风格) | 金融(风格) | 消费(风格) |
|------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 短端利率变动（1Y国债）     | 0.02  | -0.09 | -0.14 | -0.07  | -0.15  | -0.02  | 0.00   |
| 长短利差变动（10Y-1Y国债） | 0.09  | -0.17 | -0.06 | 0.38   | -0.13  | 0.03   | -0.14  |
| 短端利率变动（2Y美债）     | -0.14 | 0.42  | 1.22  | 0.82   | 0.24   | 0.64   | 0.32   |
| 长短利差变动（10Y-2Y美债） | -0.01 | 0.00  | -0.01 | -0.02  | -0.01  | 0.00   | 0.00   |
| M2同比差值变动         | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 社融同比差值变动         | -0.20 | 0.37  | 0.85  | 0.39   | 0.55   | 0.50   | 0.44   |
| 新发基金规模（自然对数）     | 7.31  | 1.44  | 0.94  | -2.35  | 1.25   | 0.28   | 0.89   |
| 合计               |       | 1.97  | 2.80  | -0.84  | 1.73   | 1.41   | 1.51   |

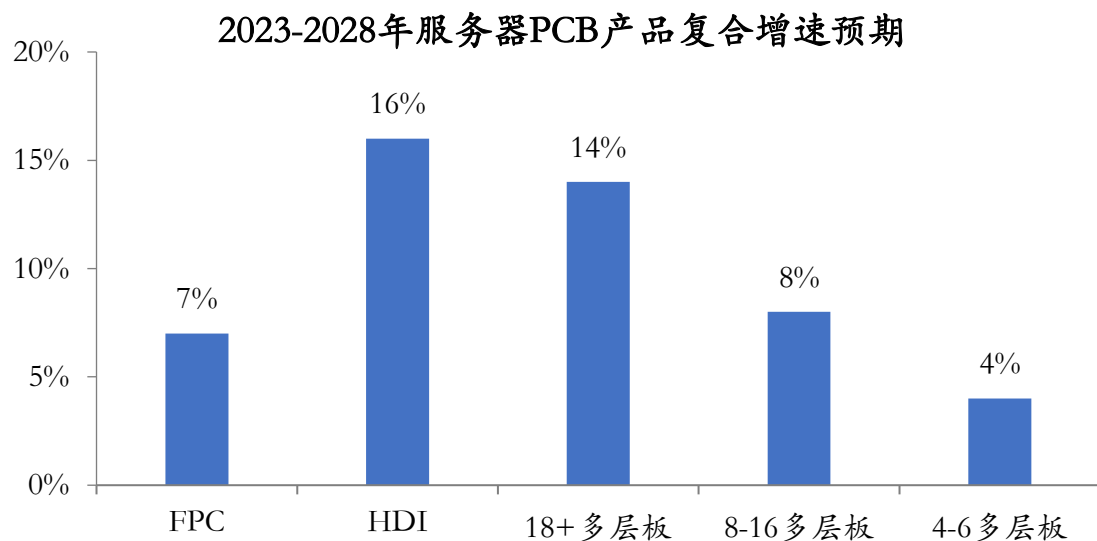
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



## 2.1 国内权益（1）：坚守成长主线，尤重AI产业景气趋势

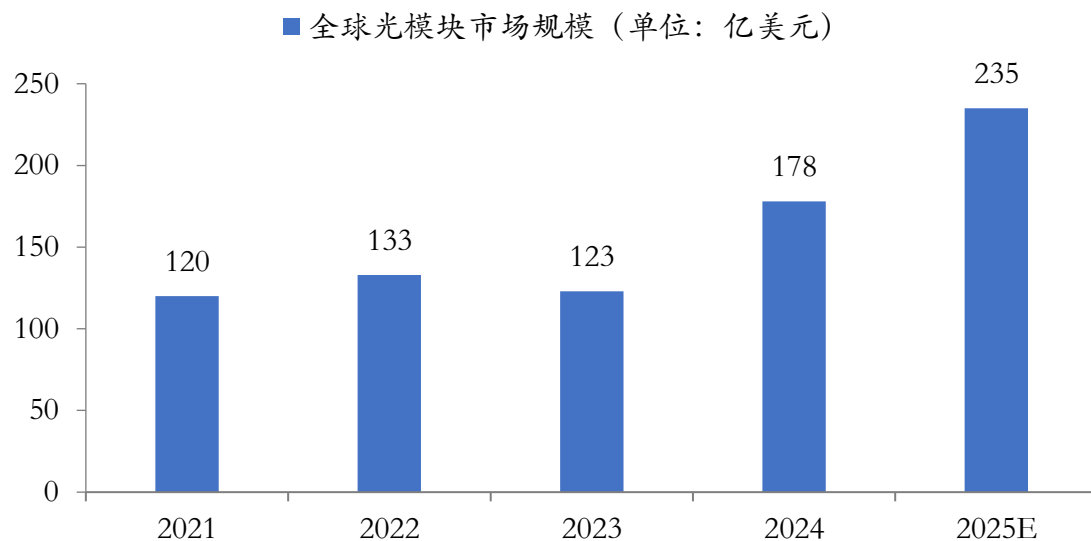
- ▶ **AI算力及端侧等上下游需求共振，带动PCB产能加速扩张。** AI、汽车、高速网络等需求预期高增，推动AI上游基建产能扩张，印制电路板景气加速。据Prismark预测，2023-2028年HDI、18+多层板等高端PCB2023年-2029年复合增长率分别高达16%、14%，但近期中国算力需求爆发超预期，预计相关产品增速将远超该预测，和算力关联度高的高阶HDI以及高精密多层线路板等细分方向的供求关系预计持续紧张。
- ▶ **数据传输效率迭代升级，CPO需求旺盛。** CPO将多个关键光学器件在芯片上进行封装，以实现与芯片电路的直接集成，并通过光互联技术的运用显著提升了通信系统的性能和效率，在AI算力需求快速增长的背景下，其已成为提升大量数据处理效率的重要解决方案。随着算力以及数据传输需求爆发式增长，CPO进入高景气阶段。

高端PCB市场预计将保持高扩张增速



资料来源：Prismark、PCBworld，华安证券研究所。

2025年全球光模块市场规模同比增速有望达到32%



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所。



## 2.1 国内权益（1）：坚守成长主线，尤重AI产业景气趋势

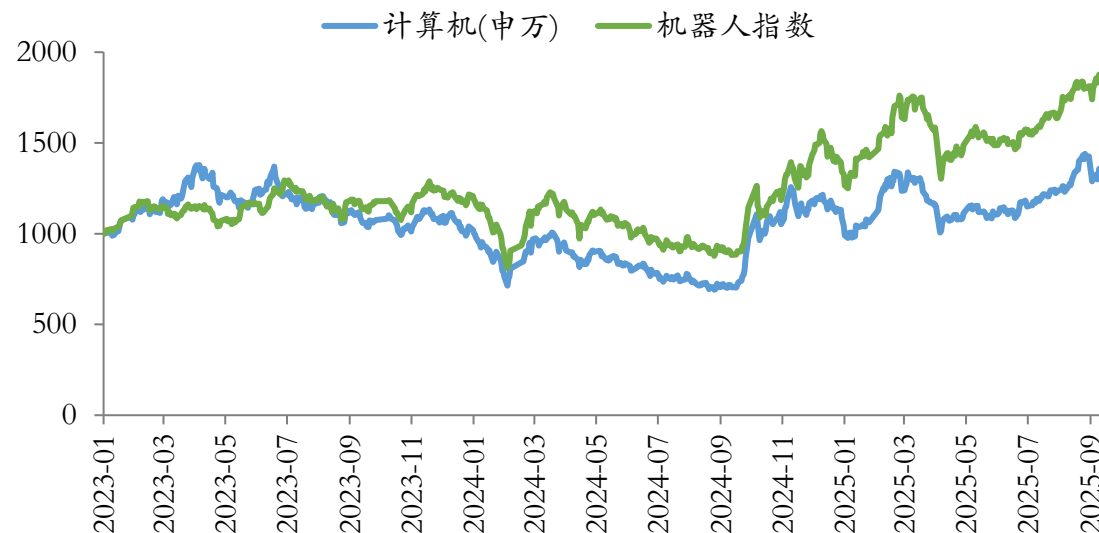
- ▶ **游戏行业景气现拐点，市场规模及游戏人数有望实现持续增长。**据CDEC公布的数据显示，2025年上半年中国游戏产业多项核心指标再创新高，其中国内游戏市场实际销售收入达到1680.0亿元，同比14.1%，游戏用户规模达6.79亿人，均创历史新高。游戏行业持续回暖，景气出现拐点性变化，2025年Q1、H1游戏行业累计归母净利润同比增速分别为47.1%、74.9%，连续两个季度实现较高增速，同时较2024年增速由负转正。后续游戏产业仍有望通过端游增长、出海扩张以及AI赋能等多个渠道实现持续改善。
- ▶ **软件开发是AI重要的应用方向，算力热度外溢后将成为首先受益的板块。**当前AI产业链热度集中在算力等上游方向，待大模型等关键技术进一步成熟后，后续将逐步向中下游扩散，软件开发作为偏中游产业将率先受益，这也是AI最重要的应用方向之一。同时在AI赋能的支持下，软件不仅在开发效率上迎来提升，同时也将成为新的收入增长极。

游戏行业景气度拐点后持续向上



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：为方便展示，增速示范区间有所缩减

今年下半年机器人板块和计算机板块的关联度再加强



资料来源：Wind，华安证券研究所。

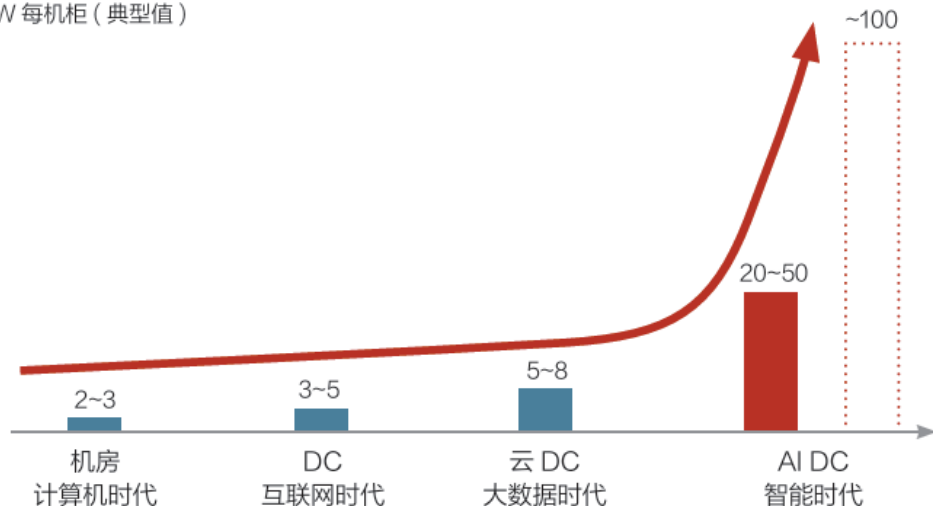


## 2.1 国内权益（2）：景气硬支撑领域，如电新

- ▶ **单个数据中心能耗飞跃式提升，电源设备量价齐升可期。**随着数据用电量快速增加，尤其是单个数据中心用电量跃升至200MW至500MW以上，城市现有的供电系统出现瓶颈，因此对电源设备提出了新要求，当前数据中心电力设备配套种类多样，主要包括高压变电设备、弱电检测设备以及备用电源等。据前瞻产业研究院预测，全球不间断电源设备（UPS）市场规模未来5年有望实现每年20%左右的高增速，未来随着AI全产业链的进一步发展完善，电源设备等配套设施的量价齐升可期。
- ▶ **风电出口景气度有望维持高增，整机制造厂商景气预计将继续改善。**据全球风能理事会发布数据显示，2024年全球风电并网装机容量为117GW，再创新高，预测未来五年保持较高增速，海外旺盛的风电装机需求预计将持续推动国内风电整机厂商实现利润增长。同时，国内风电装机方面，截至2025年7月，新增风电设备容量累计值达到5367.2万千瓦，累计同比增速高达79.4%。

### AIDC智能时代能耗需求大增

单位：kW 每机柜（典型值）

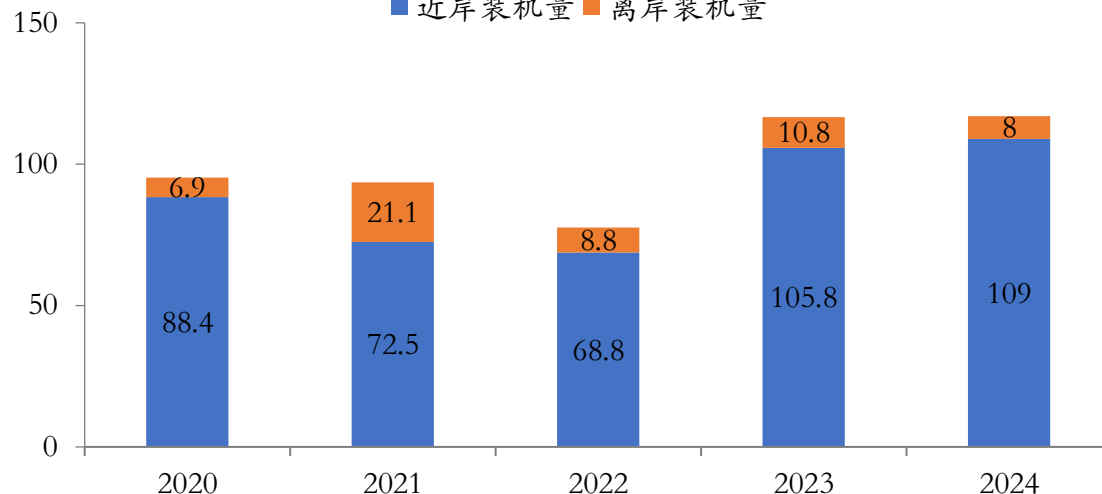


资料来源：华为、《AI DC白皮书》，华安证券研究所。

### 2025年全球风电装机量有望再破新高

#### 全球风电装机量（GW）

■ 近岸装机量 ■ 离岸装机量



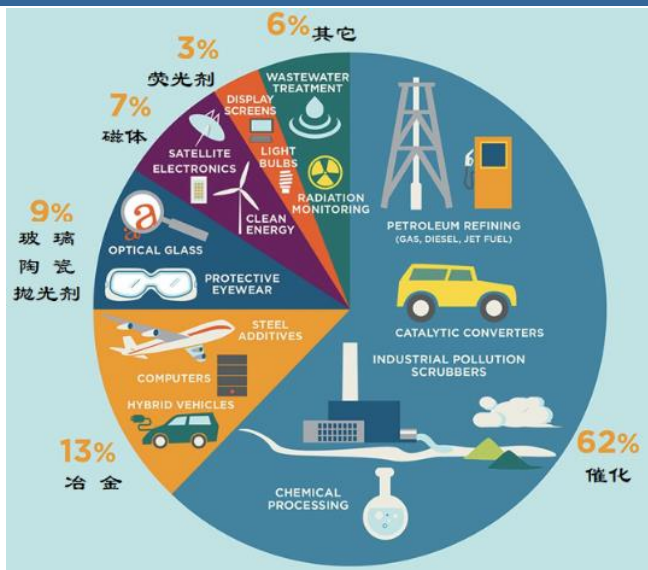
资料来源：GWEC，华安证券研究所。



## 2.1 国内权益（2）：景气硬支撑领域，如稀土、工程机械

- ▶ 我国稀土领域优势明显，作为重要筹码，无论中美关系如何变化均会形成催化。稀土广泛运用于高端制造业以及军工等关键领域，而中国在稀土冶炼、提取领域具备断层优势。近期美方多次要求我国保持稀土供应，其在贸易谈判中作为一项重要筹码预计将被反复提及，当前稀土在国内放松出口的态势下，出口金额和数量均有显著提升，需求持续扩张，若未来管控趋严，稀土相关公司也有望在事件性催化下上涨。
- ▶ 挖掘机出口持续增长。挖机出口景气度自2024年初开始持续回升，截至2024年7月，挖机单月出口同比增速已升至31.9%。其中，“一带一路”沿线国家成为出口核心阵地，随着未来海外建设需求进一步扩大，挖机出口有望维持高增。

稀土应用领域广泛且占据关键地位



资料来源：中国科学院广州地球化学研究所，华安证券研究所。

挖机销量增速周期在3-5年左右，迈入新一轮上行期



资料来源：Wind，华安证券研究所。



## 2.2 美股：美联储“预防式”降息有望继续推升美股

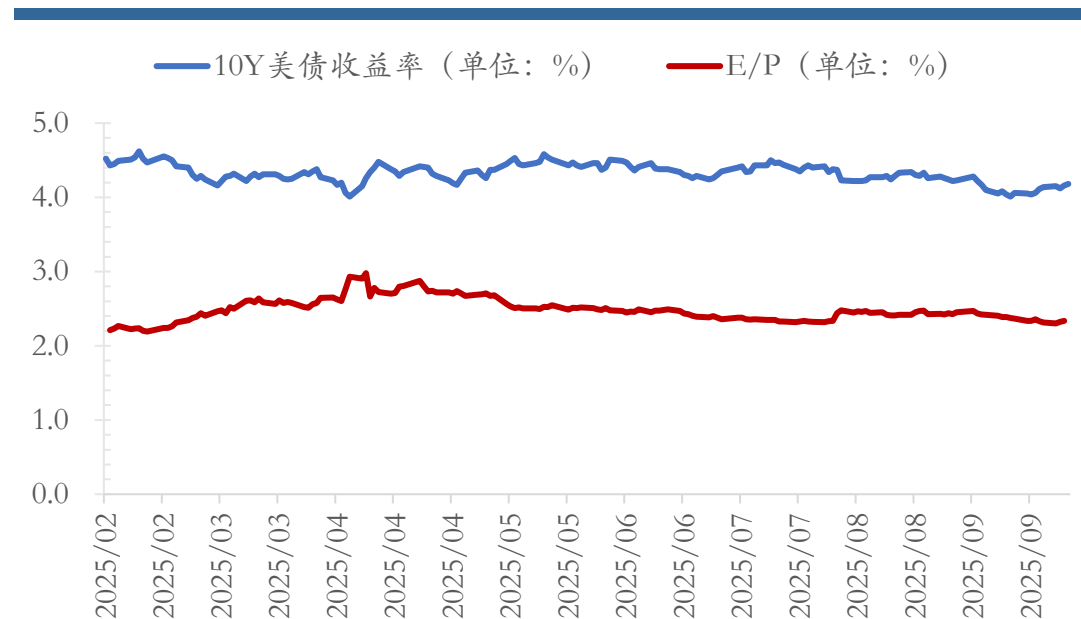
- 美联储“预防式”降息有望继续推升美股。①美联储9月“预防式”降息落地，从历史上看往往推升美股新一轮上涨。②美股8月财报季整体业绩表现较好（虽然部分企业低于预期），从盈利端继续对美股构成支撑。2026年“大而美”方案有望推动新一轮减税，可能类似于2018-2019年上一个特朗普任期减税方案落地带动美股盈利持续改善。因子分析显示，美联储降息推动短端利率下行，纳指继续具备相对优势。

因子分析显示，纳指具备相对优势

| 变量               | 变动值   | 纳斯达克指数 | 道琼斯工业指数 |
|------------------|-------|--------|---------|
| 短端利率变动（2Y美债）     | -0.14 | 0.11   | 0.02    |
| 长短利差变动（10Y-2Y美债） | -0.01 | 0.00   | 0.00    |
| 失业率（季调）变动        | 0.10  | 0.14   | 0.07    |
| 美国CPI环比          | 0.30  | 0.50   | -0.18   |
| 美国PPI环比          | -0.10 | 0.50   | 0.16    |
| 合计               |       | 1.26   | 0.07    |

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

股息率与美债收益率缺口扩大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



## 目录

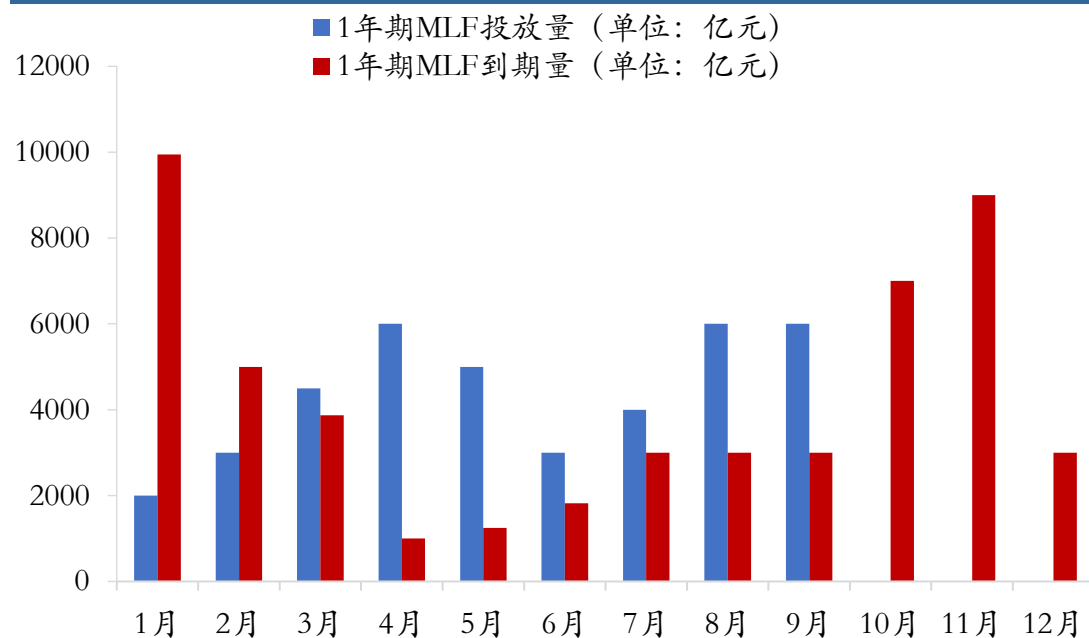
- 1 配置逻辑：美联储“鹰派”降息落地
- 2 权益：坚守主线，挑战新平台
- 3 利率：分歧加剧，尚待更多政策指引
- 4 大宗：供给端重回主导因素
- 5 汇率：美联储连续降息下美元大概率走弱



## 3.1 国内债券：短期内加码宽松可能性依然偏低

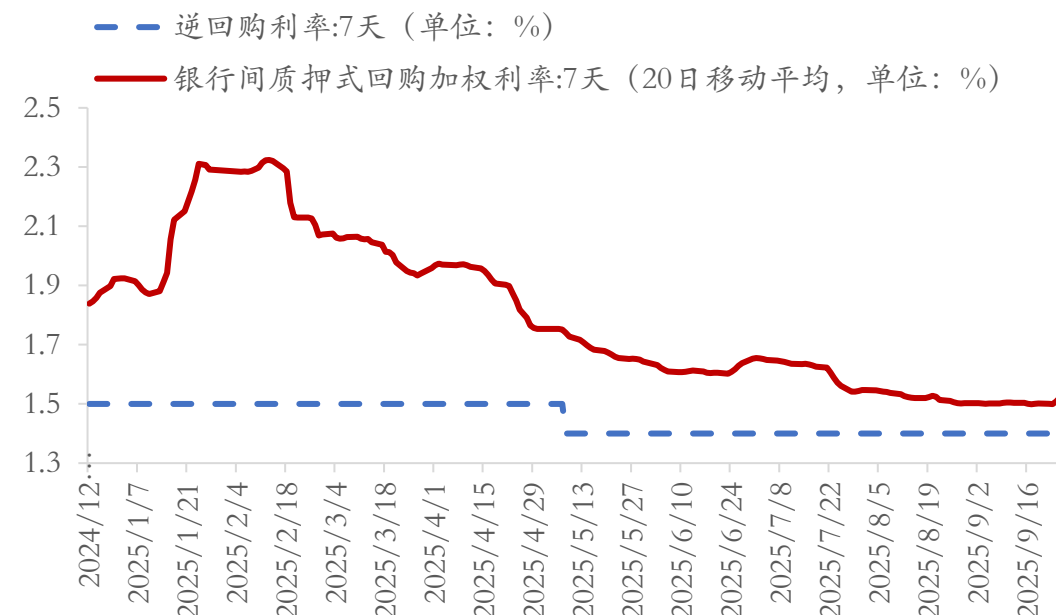
► **短期内加码宽松可能性依然偏低。**9月LPR维持不变，并未出现降息降准操作。①尽管美联储如预期降息，但是LPR锚定的政策利率七天逆回购操作利率持稳，市场此前预期9月LPR亦将继续按兵不动。短期内经济下行压力下货币政策预计仍保持宽松方向，但是中美谈判与国内经济并未出现明显风险，降准降息的必要性并不强，LPR调降时机仍未到。同时，在商业银行净息差处于历史低点的背景下，报价行缺乏主动下调LPR报价加点的动力。②DR007维持低位，表明当前流动性整体上维持合理充裕，从资金面角度看进一步宽松的必要性不高；③由于美联储实施“鹰派”降息，美债利率上行拉大中美息差“倒挂”幅度，背景下人民币汇率依然承压，进一步宽松面临外部掣肘。因而，短期进一步宽松概率不大，除非外部形势发生明显变化，关注中美谈判进展与美联储后续降息路径。

政策端超额续作维持流动性合理充裕



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元

DR007维持低位，短端流动性整体宽松



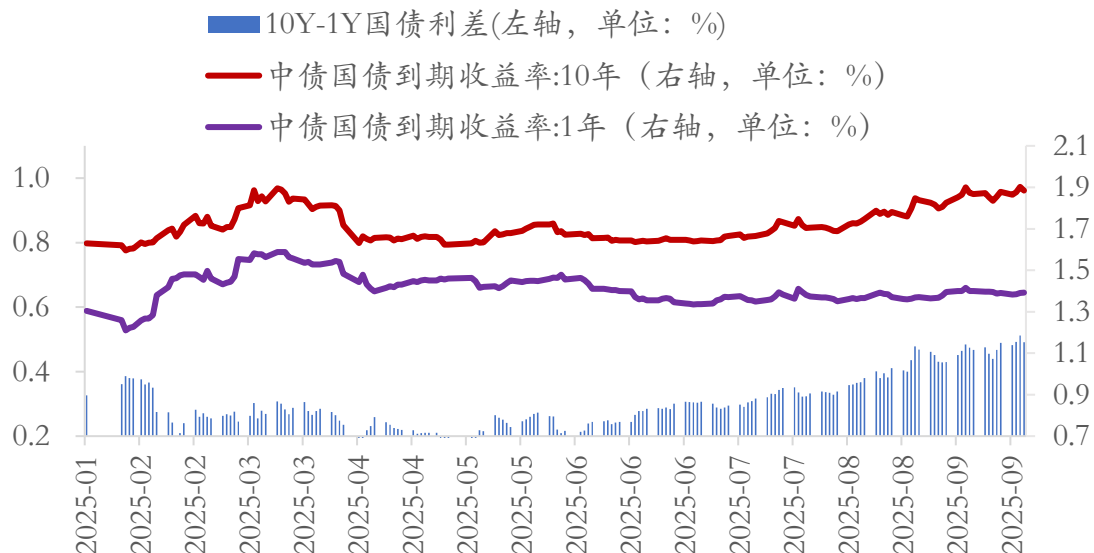
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



## 3.1 国内债券：缺乏进一步宽松预期，长端利率回升带动期限利差扩大

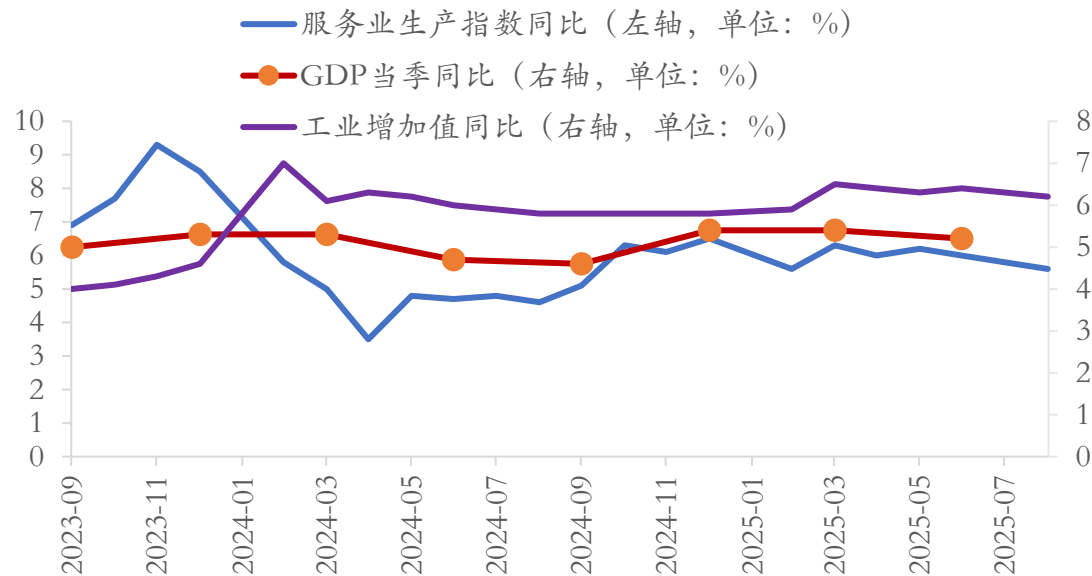
▶ **缺乏进一步宽松预期，长端利率回升带动期限利差扩大。**自年初以来，货币政策并未大幅加码宽松，市场对于利率层面进一步政策宽松预期持续回落，推动长期国债收益率持续上行。同时，随着整治“内卷式”竞争有望从中长期推动通胀水平温和回升，也有利于长端名义利率回暖。同时，在权益市场表现较好的情况下，也吸引一定资金从债券市场向权益市场转移，加剧长端利率上行压力。根据近期中基协发布数据显示，受益于股票市场上涨，股票型基金规模在8月增长近6300亿元，混合型基金增长超3300亿；货币基金和QDII基金规模分别增长1963亿元和672亿元；而在股债跷跷板效应下，债券基金规模小幅下降285亿元。

### 长端利率回升、短端利率震荡，期限利差扩大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

### 经济仍有下行压力，期限利差或不由基本面拉动



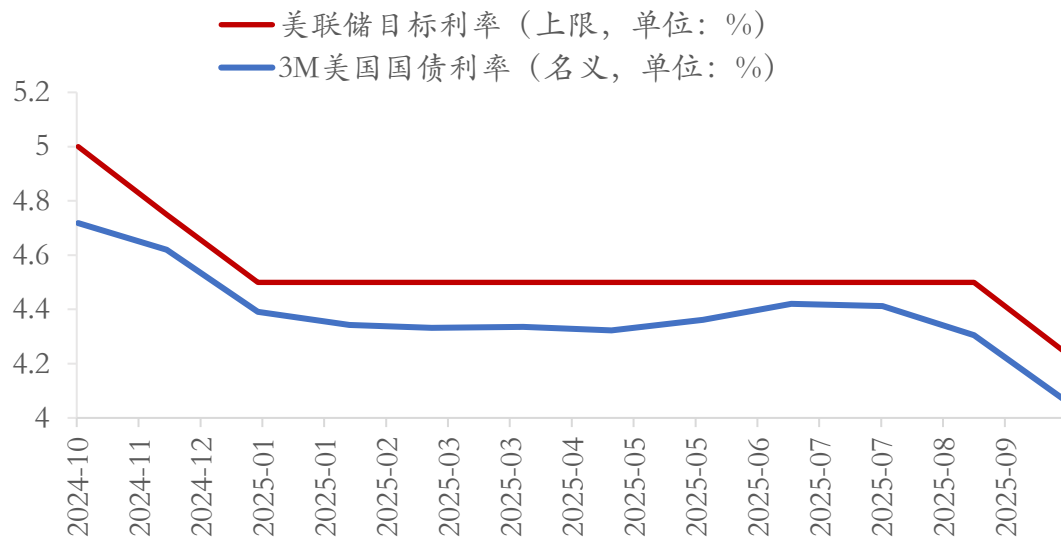
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：2月为累计同比。



## 3.2.1 美债：短期实际利率（3M名义）有望继续下降

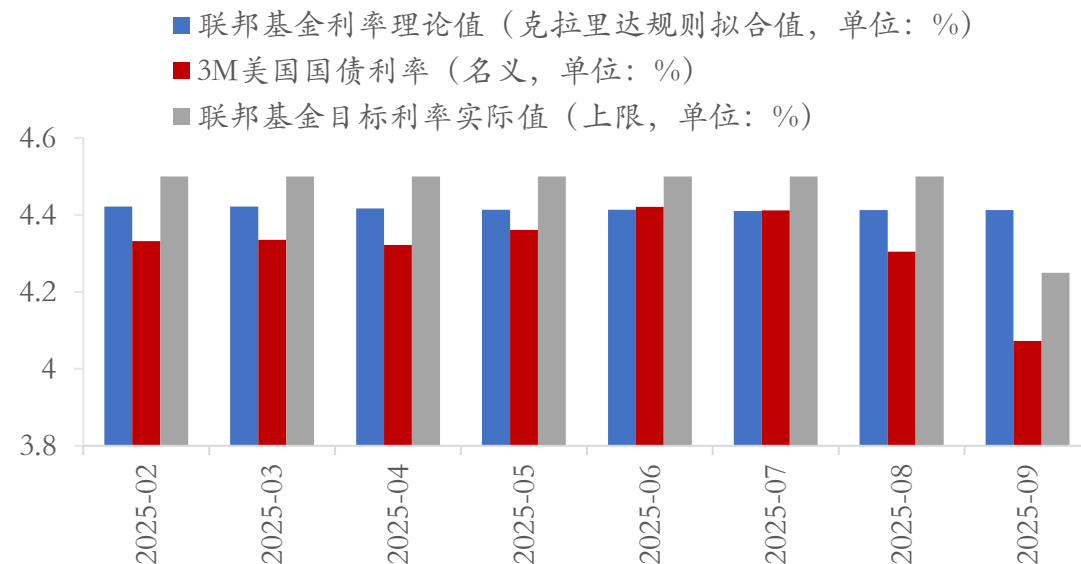
- 美债利率仍有概率回落，但幅度取决于美国经济表现与商品维度关税落地情况。根据伯南克三因素框架判断，10月美债利率走势依然主要围绕短期实际利率和期限利差博弈。①美联储11月议息会议大概率继续预防式降息，推动短期实际利率下行。②美国经济数据维持韧性，对长端利率形成一定支撑。③油价温和反弹、特朗普以商品为维度开征关税，通胀担忧有所增强，但预计对长端利率贡献有限。
- 美债：短期实际利率（3M名义）下降。考虑到年内美联储有望继续降息，因而短期实际利率将逐步下降。

美联储降息带动短期实际利率一同向下



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

预防式降息后，短期利率低于理论利率



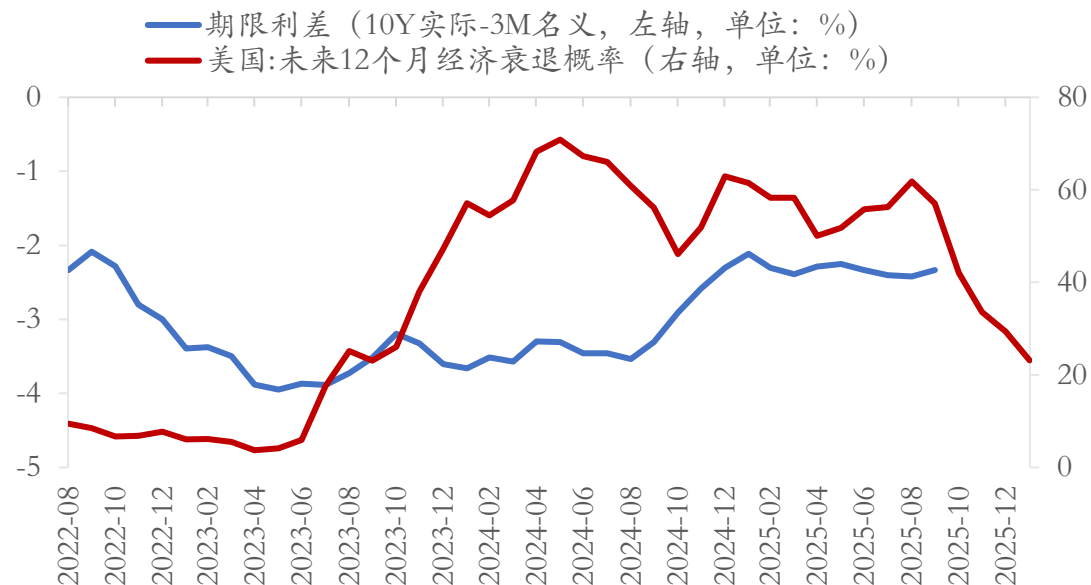
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



## 3.2.2 美债：实际利率负期限利差大概率继续收窄

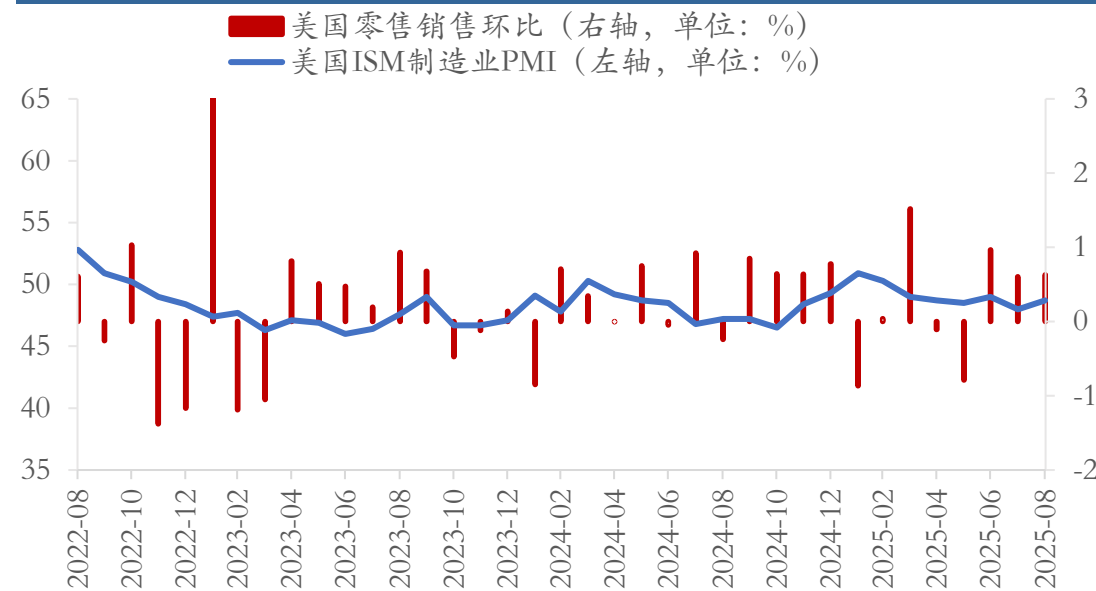
► 美债：实际利率负期限利差大概率继续收窄。一方面，美联储实施预防式降息后，经济增长前景有所改善。8月美国ISM-PMI反弹至48.7%，零售销售额环比增长0.63%，也表明美国经济增长放缓压力不大。根据美国BEA估算的未来12个月美国经济衰退概率显示，8月峰值过后美国经济衰退风险大幅下降。另一方面，随着稳定币法案持续推进，作为底层资产之一的美债需求也有望回暖。受此影响，预计实际利率负期限利差大概率继续收窄，成为支撑10Y美债收益率的关键因素。

美国衰退概率峰值已过



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：期限利差为月均值

美国PMI、零售环比均有所改善



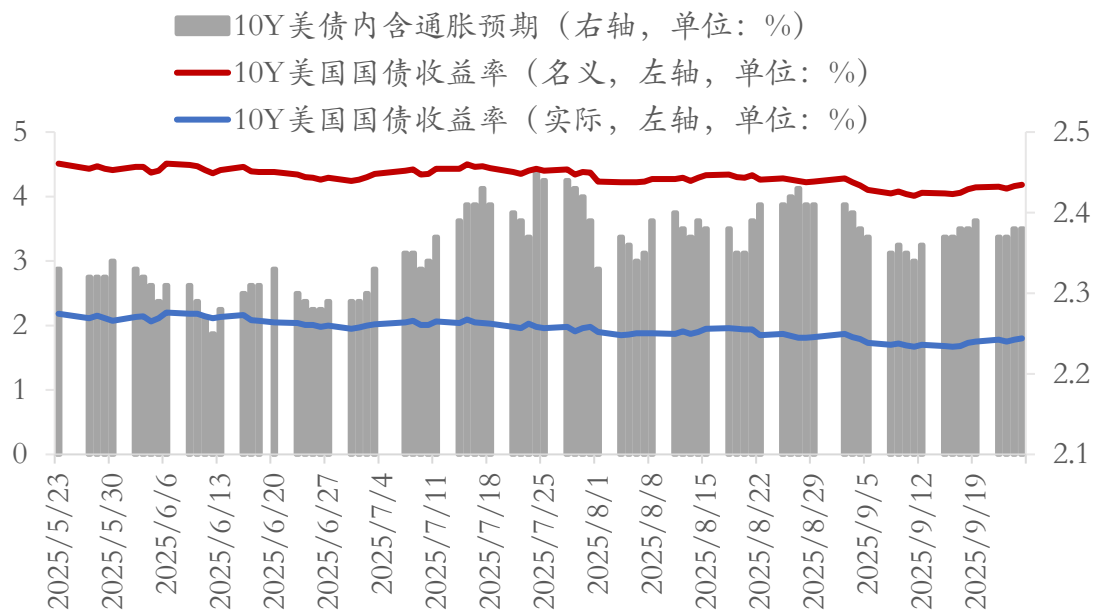
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



### 3.2.3 美债：10Y内含通胀预期上行，但幅度较为有限

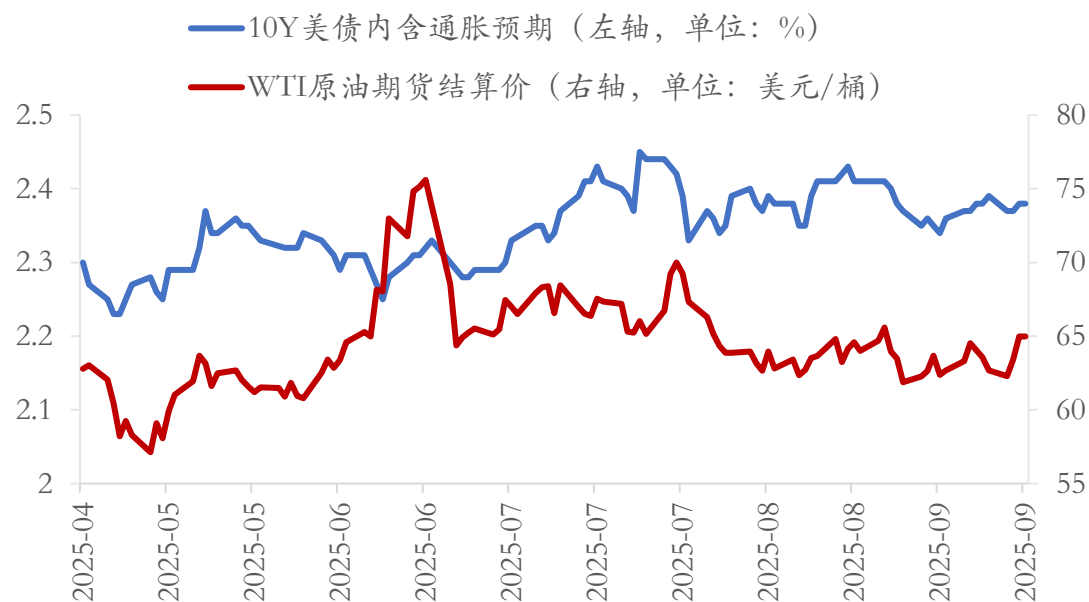
➤ 美债：10Y内含通胀预期上行，但幅度较为有限。近期油价低位反弹，带动内含通胀预期走强，可持续性有待观察。8月美国CPI同比2.9%，高于前值2.7%，与预期值2.9%持平；环比0.4%，高于预期值0.3%；核心CPI同比3.1%，持平于前值，亦与预期值持平。美国通胀水平持续回升，反映关税的影响逐步显现，但整体影响可控、相对温和，解除了市场对关税大幅推升通胀的担忧。但9月末，美国总统特朗普宣布自10月1日起，美国将对多类进口产品实施新一轮高额关税。如：对厨房橱柜、浴室洗手台及相关建材征收50%关税，对进口家具征收30%关税，对专利及品牌药品加征100%关税，对所有进口重型卡车加征25%关税。7月克利夫兰联储5年通胀预期为2.32%，较前两月小幅上升。但总体看，油价反弹幅度有限，加征关税局限在特定商品，拉动通胀预期的幅度较为有限。

油价低位反弹带动内含通胀预期走强



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

关税对通胀影响的预期未见明显上升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、美元/桶。



## 目录

- 1 配置逻辑：美联储“鹰派”降息落地
- 2 权益：坚守主线，挑战新平台
- 3 利率：分歧加剧，尚待更多政策指引
- 4 大宗：供给端重回主导因素
- 5 汇率：美联储连续降息下美元大概率走弱



## 4.1 国际大宗：降息落地后，市场转向关注供给端

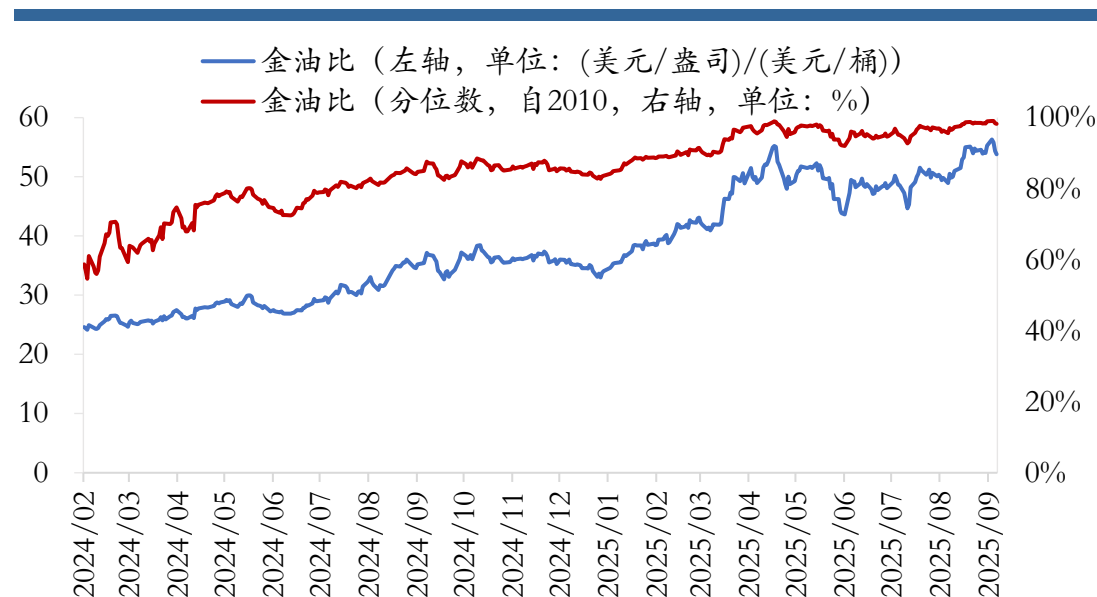
- 降息落地后，市场转向关注供给端。伴随着美联储降息路径整体清晰、略有分歧，市场转向关注供给端扰动。其中，俄乌冲突和美国呼吁别国减少俄罗斯原油购买对供给产生短暂扰动，但OPEC+持续扩大增产节奏，油价仍有下行压力，建议低配；全球第二大铜产商减产影响逐步传导，建议高配；美联储降息对金价影响已充分释放，后续取决于美联储货币政策路径的持续博弈，建议标配。

因子分析看，铜具备相对优势

| 变量                    | 变动值   | WTI原油 | COMEX铜 | COMEX黄金 |
|-----------------------|-------|-------|--------|---------|
| 短端<br>利率变动 (2Y美债)     | -0.14 | -1.07 | -0.05  | 0.73    |
| 长短利差<br>变动 (10Y-2Y美债) | -0.01 | -0.01 | 0.00   | 0.00    |
| 美债长期平均实际利率            | -0.11 | -0.21 | 0.17   | -0.28   |
| 库存/ETF持仓量变动           |       | 0.39  | 0.02   | -0.16   |
| 净多头持仓                 |       | 0.63  | 0.02   | -1.74   |
| 合计                    |       | -0.27 | 0.15   | -1.44   |

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

金油比处于高位



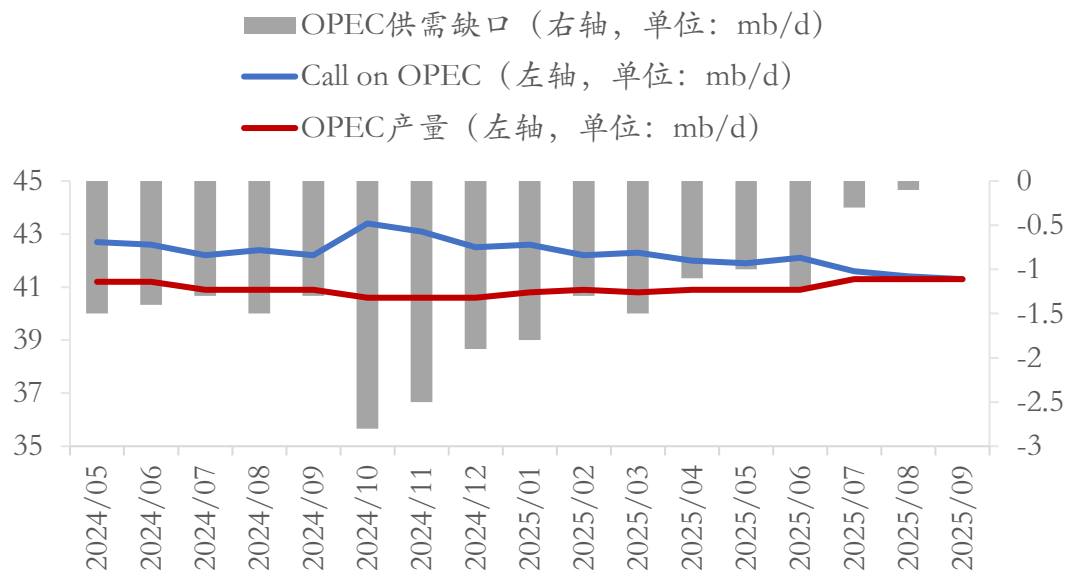
资料来源：Wind，华安证券研究所。



## 4.1 原油：OPEC+有望增产，压制原油价格

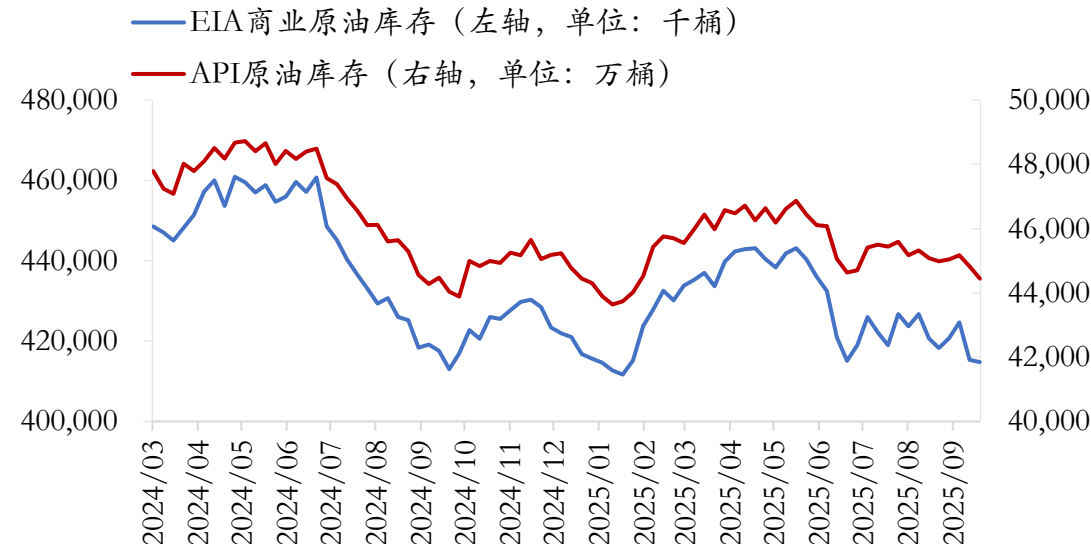
► **原油：OPEC+有望增产，压制原油价格。**9月以来，OPEC+已“原则上同意”10月再次增产，OPEC+同意解除自23年4月起实施的165万桶/天的第二层自愿减产，8国上调10月产量目标13.7万桶/天。我们维持之前的判断，在油价接近60美元/桶的情况下，OPEC+为了保持其原油全球份额加快增产速度，9月OPEC+的行动验证了其转向追求市场份额而非捍卫价格的判断。供应继续增强，OPEC+预计供需缺口继续收窄。因此，虽然短期受到俄乌冲突扰动供应推升原油价格，但中长期看原油价格预计仍以下行为主。

### OPEC+预计近期供需缺口收窄至0



资料来源：OPEC月报，华安证券研究所。单位：mb/d

### 9月原油库存小幅下降



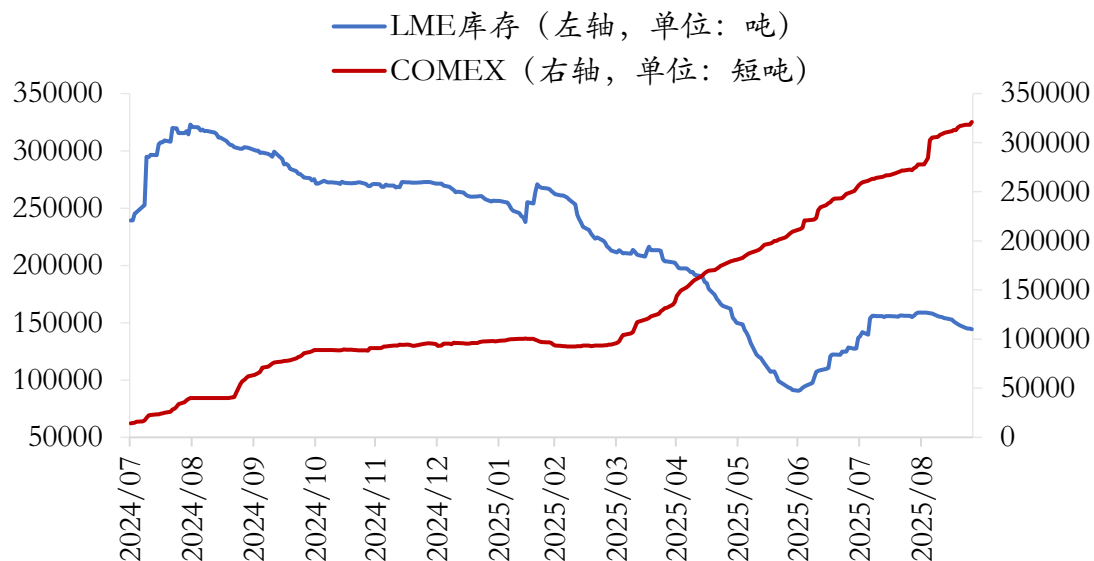
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千桶、万桶



## 4.1 铜：关键供应商减产影响可能逐步传导，价格有上行空间

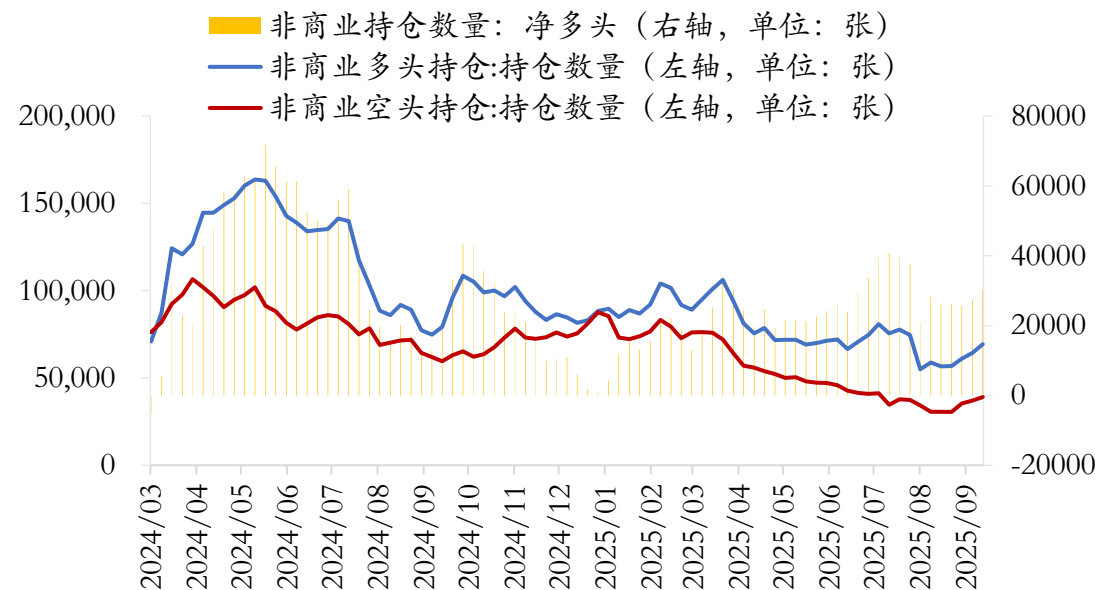
► 铜：关键供应商减产影响可能逐步传导，价格有上行空间。9月，美国矿业巨头Freeport McMoRan确认，位于印尼的Grasberg Block Cave矿9月8日发生的泥石流事故已造成两名工人死亡，另有五名工人仍下落不明，约80万公吨物质（可能为泥石流）突然涌入矿井，波及多个作业层面，在该公司数十年开采历史中史无前例。该铜矿属于全球第二大铜矿，因事故暂停生产，供应链担忧推动全球铜价大幅上涨。同时，美联储后续仍有望持续降息，对铜价也构成一定支撑。因而，建议超配铜。

### 铜库存继续分化，LME库存下降、COMEX提升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、短吨。

### 铜非商业多头明显反弹



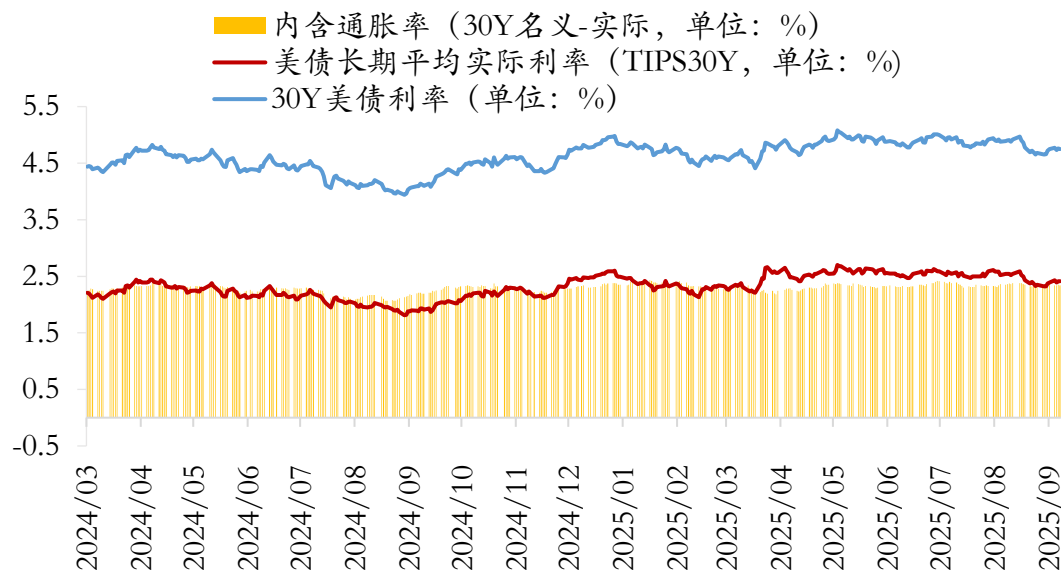
资料来源：Wind，华安证券研究所。



## 4.1 黄金：美联储降息已充分计价，后续博弈美联储政策路径

- **黄金：美联储降息已充分计价，后续博弈美联储政策路径。**9月FOMC会议“鹰派”降息，同时美联储主席鲍威尔指出未来政策路径依然保持数据依赖，决议由逐次会议决定，表明美联储仍然对降息具有主导权。因而，当前9月美联储降息及年内可能再降息50BP的影响已经充分计价，短期内金价可能持续博弈美联储具体政策路径。中长期看，特朗普政府持续推行逆全球化举措，美联储处于降息周期，中长期继续看好黄金价格。

### 美债实际利率小幅回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

### ETF持仓量再度上行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨



## 4.2 国内大宗：整治“内卷式”竞争未见明显提速，供给端支撑有限

- 整治“内卷式”竞争未见明显提速，供给端支撑有限。9月以来，工信部陆续发布了部分行业稳增长工作方案，但从已公布的汽车、建材、钢铁等领域政策来看，大多数为7-8月已落地政策的再确认，增量政策信息有限。因而，8月部分工业品因检修导致价格涨幅逐步收窄，同时固投增速快速滑落也指向需求端难见明显起色。目前来看，政策端稳定价格的诉求较为清晰，国内大宗品下方具有明确托底，但新政策出台较慢、供给端难以形成明确支撑，整体建议标配，相对可低配投资端拖累更明显的螺纹钢。

因子分析显示螺纹钢价格相对偏弱

| 变量               | 变动值    | 南华工业品 | 南华螺纹钢 | 南华农产品 | 南华玻璃  |
|------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 短端利率变动（1Y国债）     | 0.02   | 0.00  | 0.18  | -0.02 | 0.15  |
| 长短利差（10Y-1Y国债）   | 0.09   | 0.17  | -0.24 | 0.06  | -0.22 |
| M2同比差值变动         | -0.50  | 0.36  | 0.13  | 0.20  | -0.09 |
| 基建投资累计同比变动       | -1.20  | -0.79 | -1.70 | -0.31 | -1.69 |
| 新开工面积前12个月移动平均同比 | -20.66 | -0.96 | -1.46 | -0.86 | 0.86  |
| 竣工面积前12个月移动平均同比  | -23.97 | -0.34 | -4.55 | -0.92 | 9.19  |
| 销售面积前12个月移动平均同比  | -4.37  | 0.65  | 0.31  | 0.71  | -1.50 |
| 合计               |        | -0.89 | -7.33 | -1.13 | 6.70  |

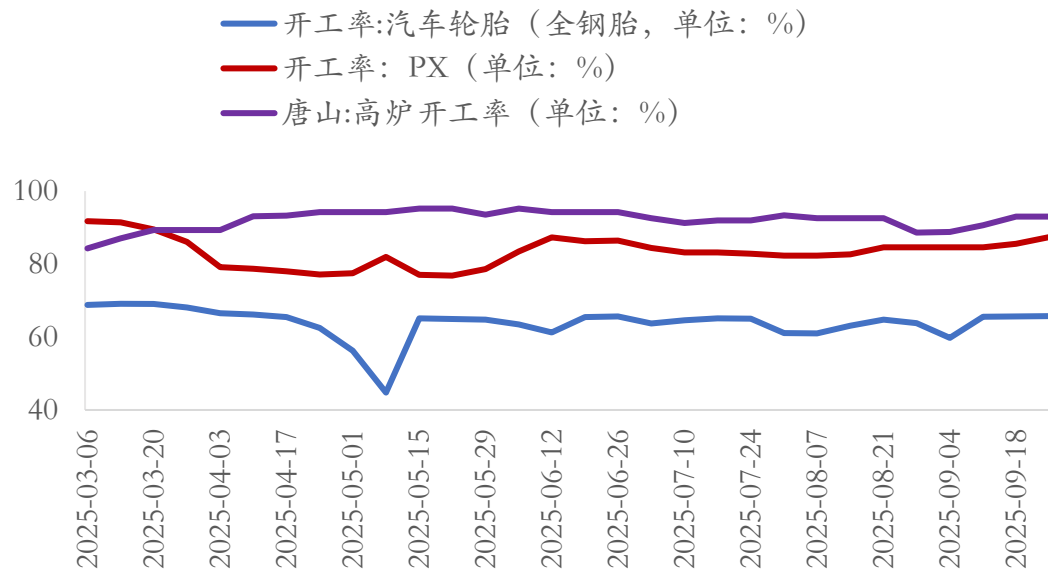
资料来源：WIND，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



## 4.2 南华工业品指数：暂无新一轮政策预期拉动价格

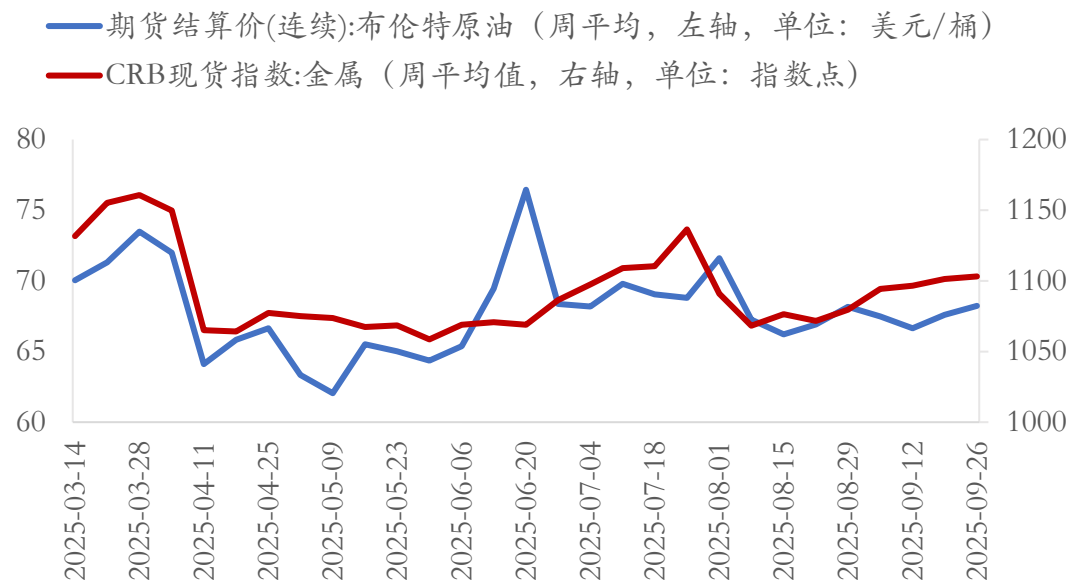
- **南华工业品指数：暂无新一轮政策预期拉动价格。**9月前三周周均集装箱吞吐量为665万标准箱，环比较上月略有提升，同比增速高于上月，出口维持较高景气。典型工业品开工率温和回升，其中汽车全钢胎开工率从60%回升至65%左右，PX开工率从82%回升至85%左右，唐山高炉开工率从89%左右回升至93%。但考虑到工信部行业稳增长工作方案陆续出台，后续政策重心转向“十五五”规划，暂无新一轮政策预期拉动价格，预计南华工业品价格维持震荡，后续继续跟踪政策出台与落地。

主要工业品开工率温和回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

美联储降息后，能源与有色价格有所反弹



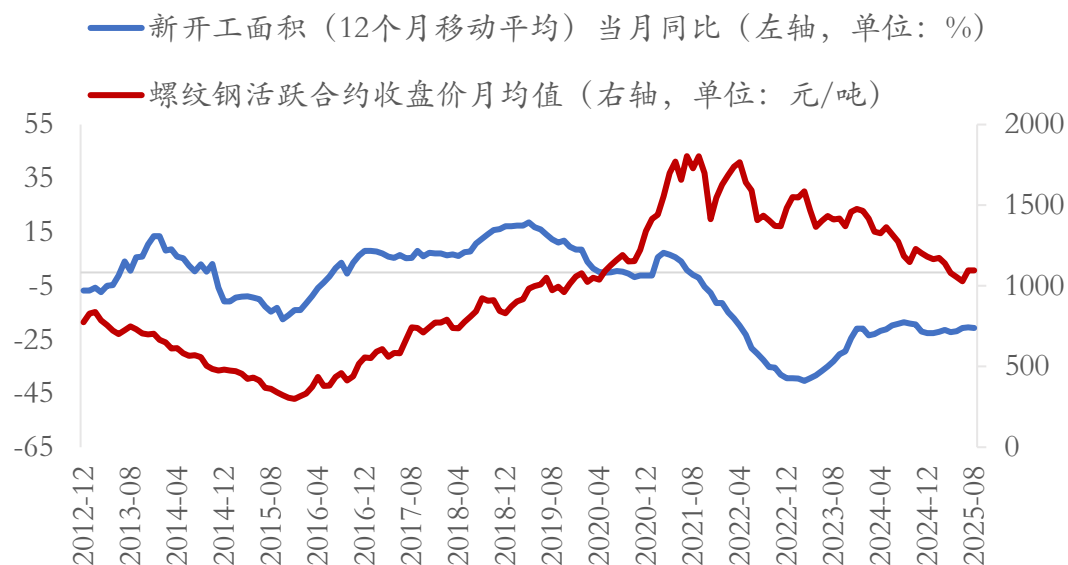
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、指数点



## 4.2 南华螺纹钢指数：投资端对需求拖累较为明显

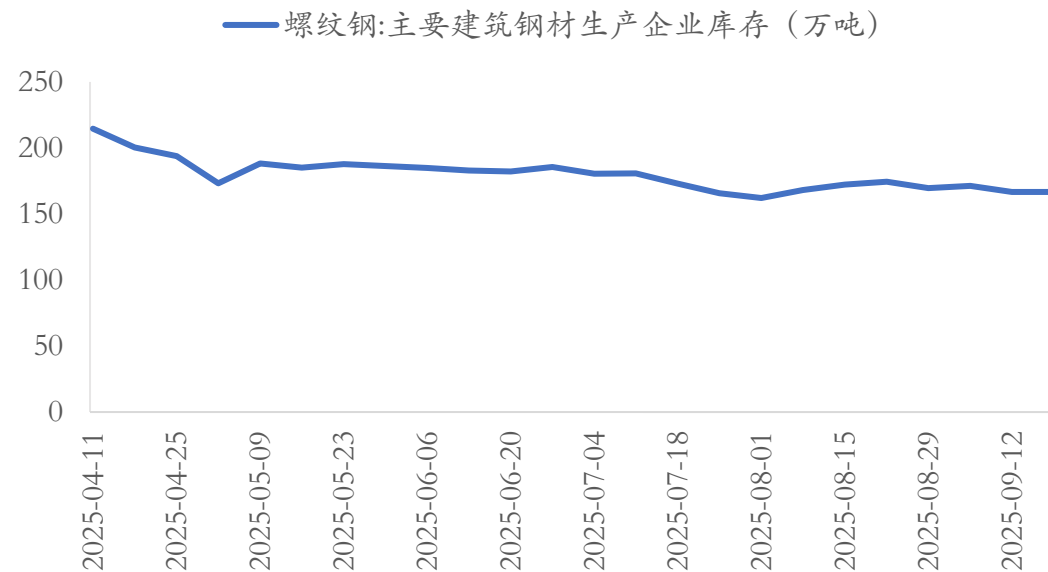
▶ **南华螺纹钢指数：投资端对需求拖累较为明显。**9月钢材预估日产量小幅回升，供给端并未明显收缩。同时，8月螺纹钢库存降幅并不明显，供需矛盾未得到明显缓解。考虑到7月以来，投资端增速下行较为明显，后续需求不确定性较强。工信部在钢铁行业稳增长工作方案中，明确未来两年工业增加值4%的目标，但举措上延续了此前禁止新增产能、逐步实施分级分类管理的思路，未见明显的增量政策。在供给端没有明显改变的情况下，螺纹钢指数预计震荡偏空，后续仍需关注政策落地节奏。

### 新开工下行变化不大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、元/吨。

### 9月粗钢库存略有下降



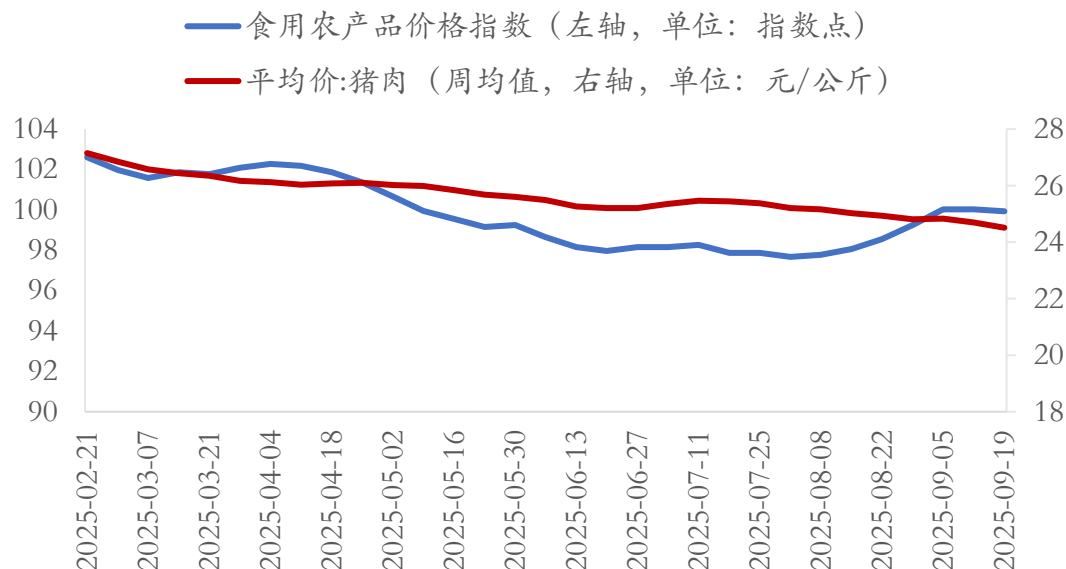
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万吨



## 4.2 南华农产品指数：价格变动有限，维持标配

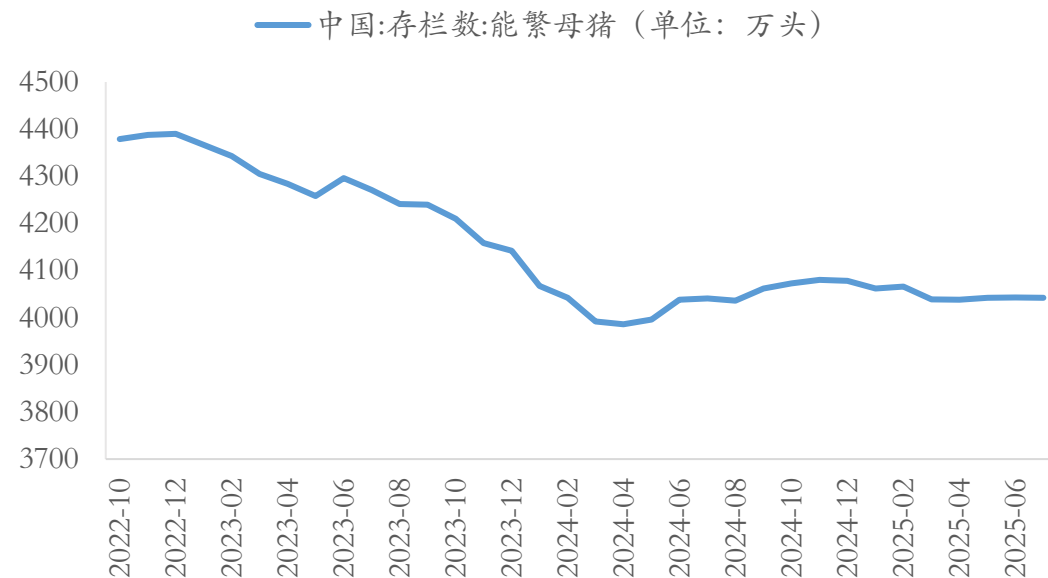
- **南华农产品指数：价格变动有限，维持标配。**猪肉价格继续下降，猪肉价格维持相对低位，9月前三周猪肉均价24.68元/公斤，环比上月均值下降0.3元/公斤，与去年同期均值同比下降21.45%、降幅较上月扩大1.5个百分点。进入9月食用农产品价格指数有所反弹，符合季节性规律。能繁母猪存栏量整体基本持平。整体上看，价格变动有限，农产品价格难以直接受益于整治“内卷式”竞争，故维持标配建议。

### 9月猪肉价格小幅下降，食用农产品价格企稳



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤、指数点。

### 能繁母猪存栏量基本持平



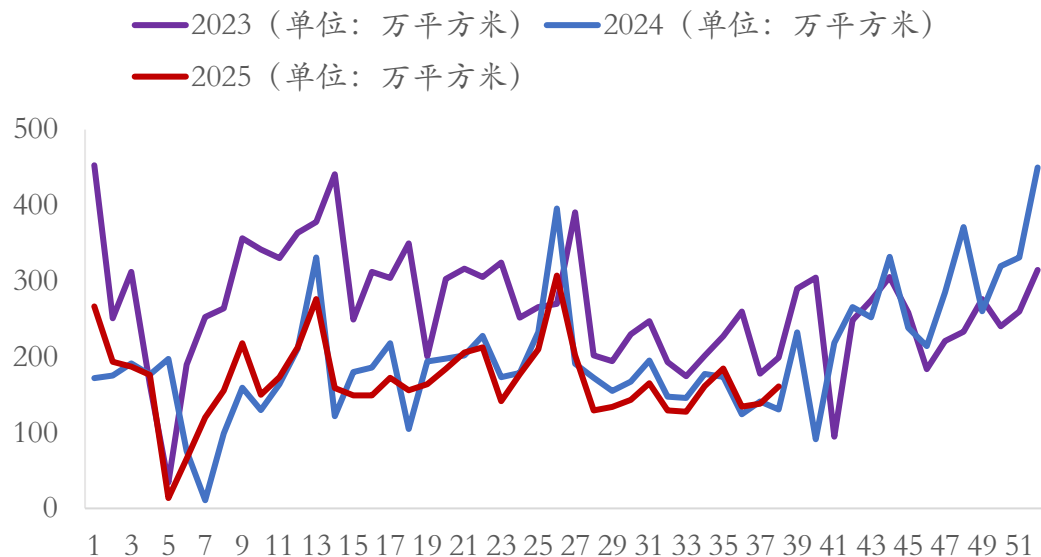
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万头



## 4.2 南华玻璃指数：地产基本面略有改善，但可持续性有待观察

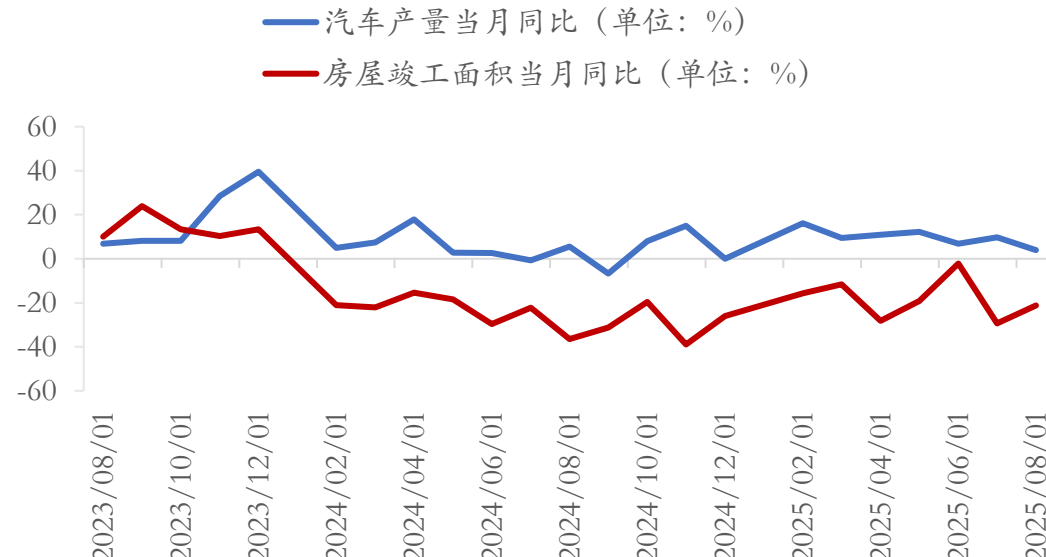
➤ **南华玻璃指数：地产基本面略有改善，但可持续性有待观察。**9月一线城市地产调控政策调整带动一定需求释放，Wind口径下30个大中城市9月前三周新房销售同比上涨9.6%。目前政策干预力度较为有限，地产仍难以企稳。虽然8月中下旬以来，北京、上海均放松了地产调控政策，但局限于非核心区限购门槛下降，整体力度有限，因而虽然一线城市带动地产成交略有回暖，但全国层面看政策效果恐较为有限、且难以持续。同时，房价低迷可能导致购房者观望情绪依然浓厚。8月份，一线城市二手住宅销售价格环比下降1.0%，降幅与上月相同。因而，后续重点关注全国层面地产销售改善的可持续性，玻璃价格或短暂震荡，中长期仍有下行压力。

### 30城商品房周销售面积小幅好于去年



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。注：因Wind涉及30城统计口径调整，同比与此前可比性弱化。

### 竣工面积同比增速有所收窄



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



## 目录

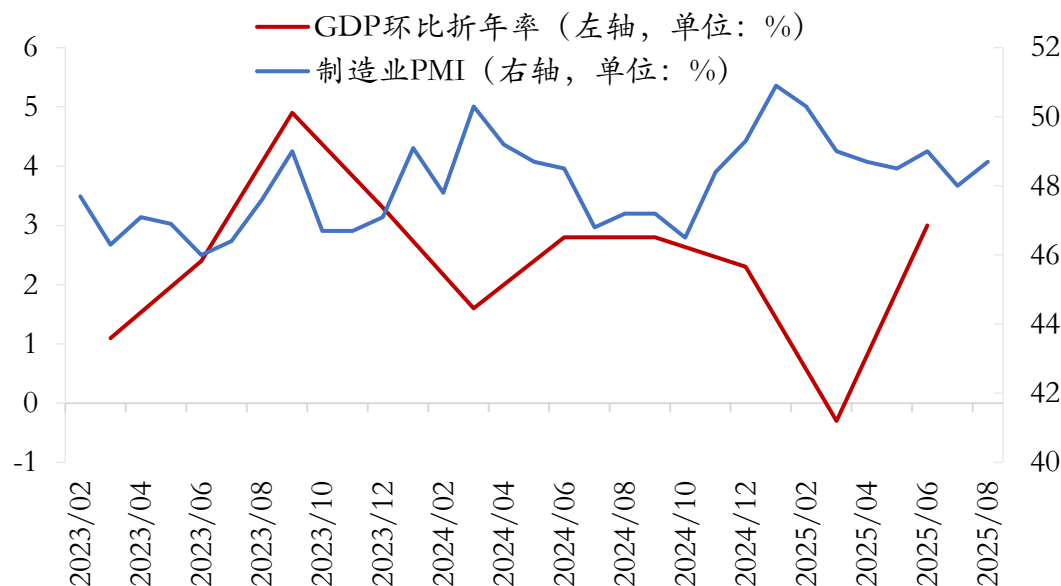
- 1 配置逻辑：美联储“鹰派”降息落地
- 2 权益：坚守主线，挑战新平台
- 3 利率：分歧加剧，尚待更多政策指引
- 4 大宗：供给端重回主导因素
- 5 汇率：美联储连续降息下美元大概率走弱



## 5.1 美元指数：连续降息下美元指数大概率走弱

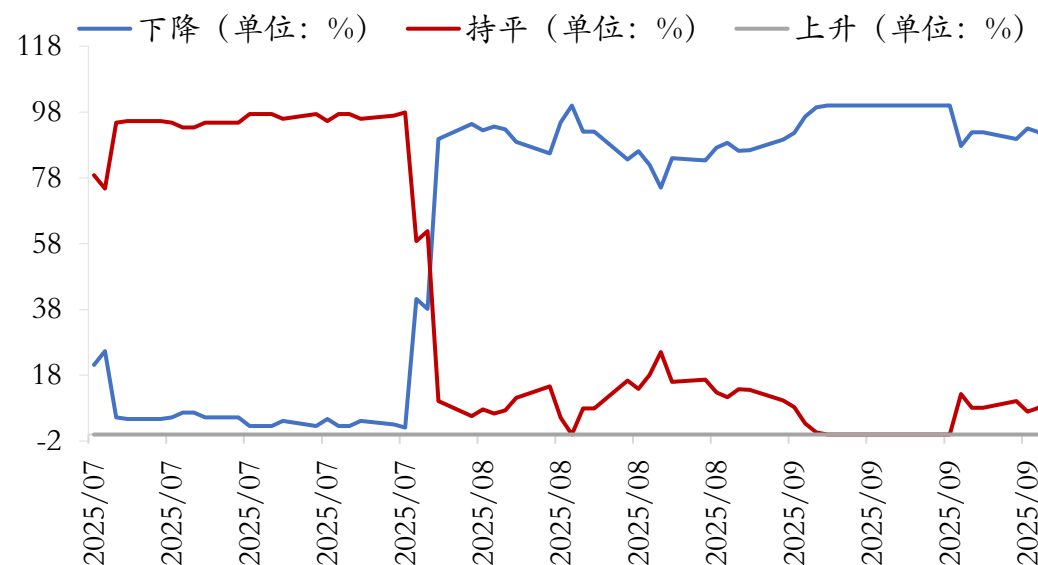
- **美元：连续降息下美元指数大概率走弱。**近期美国经济数据维持较强韧性，特别是9月25日美国经济分析局公布的二季度美国实际GDP环比按年率计算增长3.8%，较此前公布的修正数据上调0.5个百分点，扭转了第一季度经济环比-0.6%的局面，高于市场普遍预期。二季度经济增长主要受进口大幅下降和个人消费支出增加影响，最终修正数据的上调主要受到个人消费支出数据上调影响，显示美国经济仍具韧性。叠加同日公布的周度初请失业金人数较上周明显回落，美国经济韧性仍不可忽视。但美联储年内仍有较大概率进行连续降息，故美元走弱概率仍然较大。

美国PMI小幅反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%

市场押注11月FOMC目标利率下降



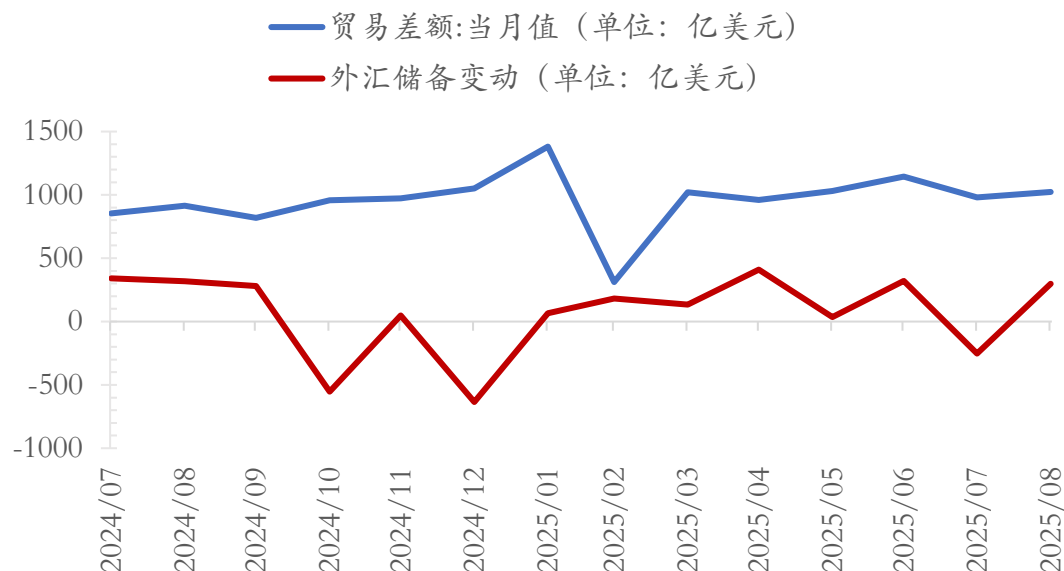
资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。注：数据来源为“联储观察工具:下次联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性”。



## 5.2 人民币：美债利率仍有下行空间，人民币汇率继续看多

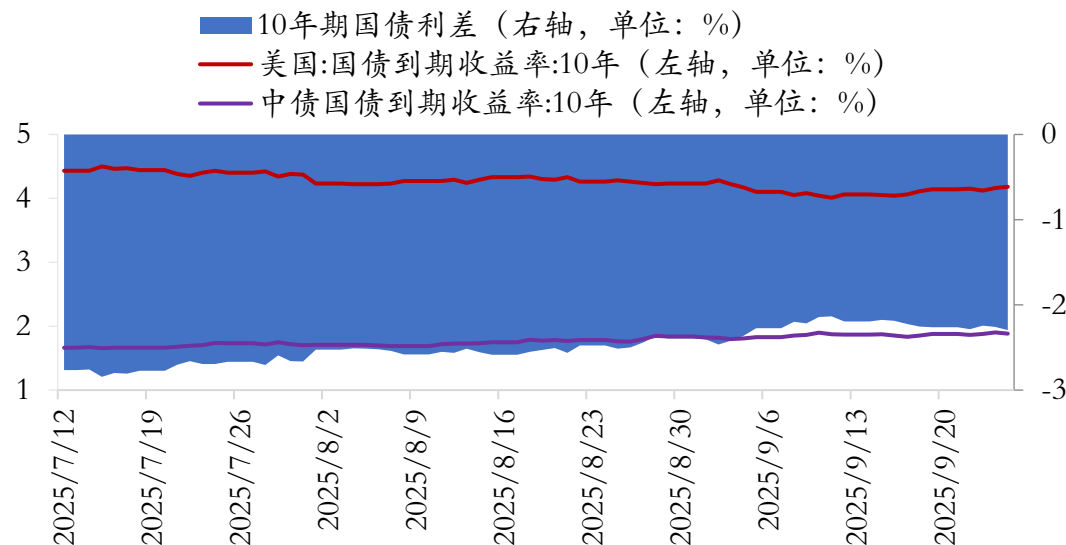
► 人民币：美债利率仍有下行空间，人民币汇率继续看多。9月下旬，人民币汇率贬值，主要原因在于随着美联储“鹰派”降息落地、对年内降息依然强调依赖数据决策，叠加近期美国经济数据维持韧性，市场对美联储后续降息节奏维持谨慎。受此影响，美元指数也明显走强，美债利率明显反弹、幅度快于国债利率，导致中美利差“倒挂”进一步加剧。但后续仍可继续看多人民币：①当前，央行对于汇率干预力度依然不弱，中间价依然指向央行推动汇率升值的干预方向。②年内美联储有望连续降息，美债利率仍有下行空间。

### 8月外汇储备变为净流入



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。

### 中美利差“倒挂”有所扩大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



华安策略



感谢关注!

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。



## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。