

率先相信政策的投资者先行体验到证券市场由熊转牛的过程；市场估值驱动阶段或暂告一段落，转入业绩修复与存款活化推动市场的新阶段，前者决定估值提升的上限，后者决定估值下探的下限。上证指数 PB、PE 估值已经达到或接近了 2021 年牛市的高点区域，市场难免面临高位反复震荡，但存款活化可能限制市场的整体跌幅。在慢牛长牛格局下，市场常常会出现技术钝化走势。技术分析者常用的 MACD 死叉下跌、MACD 顶背离等历史经验形态，其实际效用可能会阶段性下降。

资本市场的三大逻辑将长期并存，红利资产、科技创新、黄金三类资产呈轮动特征。继续坚持红利资产和科技创新的哑铃配置策略，继续坚持大类资产配置和动态择时原则。指数震荡整固期，投资者应避免追涨杀跌，逢低把握长逻辑的确定性（如科技创新、黄金），把握政策、业绩边际变化带来的积极效应（如光伏、黄金股）。维持前期推荐，具体见往期回顾。10 月，无新增推荐。建议继续关注黄金股 ETF、光伏 ETF、旅游 ETF。

5、专题论述：

1) 市场情绪指数

2) 先信资本，相信政策的解题能力

3) 存款活化，市场的第二重推动力

4) 传统技术分析方法面临阶段性失效

往期回顾：

- 2025 年 9 月 建议关注**旅游** ETF，再次关注**黄金股** ETF
- 2025 年 7 月 建议关注**创业板**、**光伏** ETF
- 2025 年 6 月 再次建议关注**证券**
- 2025 年 5 月 建议关注**小金属钨**、**稀土**、**磁性材料**
- 2025 年 4 月 建议关注**创新药**、**中药**
- 2025 年 2 月 建议关注**电子（半导体）**、**通信**、**计算机**、**传媒**、**机械设备**、**人形机器人**、**恒生科技指数**、**黄金股 ETF 基金**、**生物医药**和**电力设备**
- 2024 年 12 月 建议关注**银行**、**证券**、**中证红利**、**上证红利**、**恒生指数**、**港股红利 ETF**、**黄金（2025 年 A 股年度策略）**

风险提示：政策力度不及预期、科技创新不及预期、经济增长不及预期、海外政治经济风险、国际贸易摩擦风险等。

20241201-策略月报：大行也需顾细谨

20241101-策略月报：流动性精准灌溉，PMI 重返景气

20241006-策略月报：政策王炸出底部，情绪向上宜珍惜

20240901-策略月报：震荡筑底阶段的四种投资策略

20231229-策略年报：2024 年 A 股策略向新而生，不离辘重

一、市场行情回顾

1.1 行情回顾

(1) 主要指数

前三季度，黄金、胡志明指数、恒生指数在主要大类资产中领涨，原油逆势下跌。截至 2025 年 9 月 26 日，伦敦金（现）持续刷新历史高点，报收 3758.78 美元/盎司，年内上涨 43.2%，显著领先大类资产表现，年内各季度持续上涨，一季度、二季度、三季度分别上涨 19.0%、5.7%和 13.8%。胡志明指数上涨 31.1%，恒生指数年内上涨 30.3%，分列第二和第三位；德国 DAX 指数、纳斯达克指数、日经 225、标普 500、英国富时 100 涨幅均超过 10%；ICE 布油报收 68.82 美元/桶，年内下跌 7.8%，为少数下跌的大类资产之一。

9 月当月，美联储降息落地，推高全球市场风险偏好。伦敦金（现）连续突破 3600、3700 美元整数关口，月内大涨 9.1%；日经 225、纳斯达克指数、恒生指数表现亮眼，当月涨幅超过 4%。

A 股年内全线大涨，双创领先（创业板指+科创 50）。截至 9 月 236 日，万得全 A 年内涨幅 24.0%；上证指数报收 3828.11 点，涨幅 14.2%。北证 50 涨幅 47.3%，创业板指涨幅 47.2%，科创 50 涨幅 46.7%，中证 2000 涨幅 30.2%，中证 1000 涨幅 24.2%，中证 500 涨幅 26.5%，沪深 300 涨幅 15.6%。三季度创业板指、科创 50 显著领涨，季涨幅均超过 40%。9 月，市场震荡分化幅度加大，盈利效应主要体现在创业板指和科创 50，北证 50、中证 2000、中证 1000、上证 50、上证指数下跌。

图表 1 国际主要指数及大类资产涨幅 (%)

证券简称	最新价	今年累计涨幅	三季度	月度涨幅
伦敦金现	3,758.78	43.2	13.8	9.1
胡志明指数	1,660.70	31.1	20.7	-1.3
恒生指数	26,128.20	30.3	8.5	4.2
德国DAX	23,739.47	19.2	-0.7	-0.7
纳斯达克指数	22,484.07	16.4	10.4	4.8
日经225	45,354.99	13.7	12.0	6.2
英国富时100	9,284.83	13.6	6.0	1.1
标普500	6,643.70	13.0	7.1	2.8
道琼斯工业平均	46,247.29	8.7	4.9	1.5
印度SENSEX30	80,426.46	2.9	-3.8	0.8
ICE布油	68.82	-7.8	3.1	2.0

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 2 A 股主要指数涨幅 (%)

证券简称	最新价	今年累计涨幅	三季度	月度涨幅
万得全A	6,224.91	24.0	17.1	0.8
北证50	1,528.98	47.3	5.7	-2.9
创业板指	3,151.53	47.2	46.4	9.0
科创50	1,450.82	46.7	44.6	8.2
中证2000	3,057.70	30.2	13.0	-1.4
中证500	7,240.91	26.5	22.4	2.8
中证1000	7,397.59	24.2	16.4	-0.6
中证A500	5,497.73	19.3	18.7	2.3
沪深300	4,550.05	15.6	15.6	1.2
上证指数	3,828.11	14.2	11.1	-0.8
上证50	2,941.02	9.5	8.4	-1.2

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 风格指数

年内风险偏好抬升，科技成长受宠，红利风格落寞。截至 9 月 26 日，中信 TMT 累计涨幅 44.8%，成长风格、中信上游、高市净率指数累计涨幅均超过 30.0%；周期风格、中信中游、高市盈率指数也表现不俗，涨幅均超过 20%；低估值、红利风格表现落后，低市盈率指数、低市净率指数涨幅在 10%以内，中证红利、上证红利年内收跌，仅深证红利小幅收涨。9 月，中信 TMT、成长风格、中信上游、中信中游继续领涨，金融风格下跌较多。

图表 3 主要风格指数涨幅 (%)

分类	代码	指数	9月	三季度	二季度	一季度	年内累计	2024年
中信风格	CI005917.WI	金融风格	-6.1	-0.6	9.4	-1.9	6.7	33.4
	CI005918.WI	周期风格	2.2	16.7	1.5	5.0	24.4	7.3
	CI005919.WI	消费风格	-2.6	8.1	0.8	0.4	9.4	-2.2
	CI005920.WI	成长风格	4.1	30.9	4.3	3.1	40.7	7.4
	CI005921.WI	稳定风格	-1.7	1.2	3.1	-4.0	0.1	17.3
中信产业	CI005901.WI	中信上游	3.4	24.4	4.3	3.2	33.9	8.4
	CI005902.WI	中信中游	4.0	21.8	3.0	3.1	29.3	2.4
	CI005903.WI	中信下游	-1.6	10.1	1.0	2.5	14.0	-1.4
	CI005904.WI	基础设施建设	-0.7	3.2	4.4	-3.9	3.5	14.2
	CI005905.WI	中信TMT	3.6	34.8	3.3	4.0	44.8	14.9
申万估值	801821.SI	高市盈率指数	2.1	24.2	3.0	1.5	29.9	10.3
	801823.SI	低市盈率指数	-1.1	4.0	5.6	0.1	9.9	20.3
	801831.SI	高市净率指数	0.1	30.5	2.4	1.2	35.3	-0.4
	801833.SI	低市净率指数	-3.5	-0.1	6.4	-0.7	5.6	25.1
红利风格	000922.CSI	中证红利	-1.5	0.8	0.0	-3.1	-2.3	12.3
	000015.SH	红利指数-上证	-3.0	-2.9	-0.1	-4.4	-7.3	14.5
	399324.SZ	深证红利	-1.2	6.9	-4.6	1.2	3.3	7.8

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

(3) 行业指数

截至 9 月 26 日，27 个申万一级行业年内上涨，行业上涨比例为 87.1%。其中，通信遥遥领先，累计涨幅 63.6%，有色金属、电子、电力设备、综合、传媒、机械设备涨幅均超过 35%，汽车、计算机、基础化工、医药生物涨幅均超过 20%，煤炭、食品饮料、石油石化、交通运输逆势下跌。

9 月当月，“反内卷”代表行业电力设备涨幅 15.6%，表现最佳，电子、有色金属、传媒、房地产涨幅超过 5%；国防军工、非银金融、银行、美容护理跌幅超过 5%。

图表 4 申万一级行业指数涨幅 (%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（红色框部分为年内推荐行业）

(4) 推荐行业回顾

1-9 月份，首次推荐总计 25 个行业/板块，推荐后累计涨幅为正的 22 个，上涨比例为 88.0%；申万一级行业胜率（87.1%）。其中，推荐后涨幅超过 50%的有 4 个，分别是通信、半导体、黄金股 ETF、稀土 ETF；涨幅在 30%-50%之间的有 11 个，分别是黄金 ETF、恒生 ETF、电子、人形机器人指数、电力设备、传媒、机械设备、恒生科技、磁性材料、创业板指、光伏 ETF。中证红利、上证红利和旅游 ETF 小幅下跌。

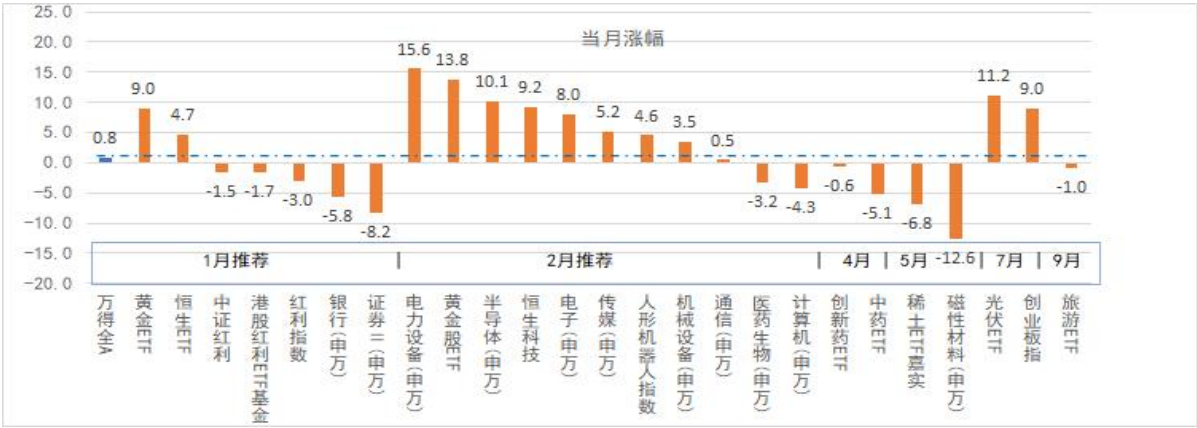
9 月当月，电力设备、光伏 ETF、创业板指、黄金 ETF、黄金股 ETF、半导体、恒生科技、电子涨幅超过 8%。当月建议继续关注的黄金股 ETF 涨幅 13.8%，新增关注的旅游 ETF 下跌 1.0%。

图表 5 2025 年推荐行业累计涨幅情况 (%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2025 年 9 月 26 日）

图表 6 2025 年推荐行业 9 月涨幅情况 (%)



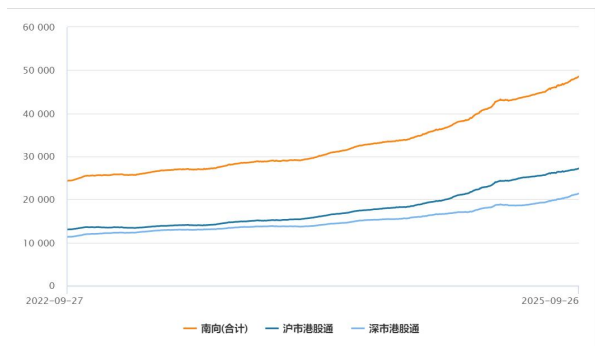
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2025 年 9 月 26 日）

1.2 资金情况

(1) 南向资金

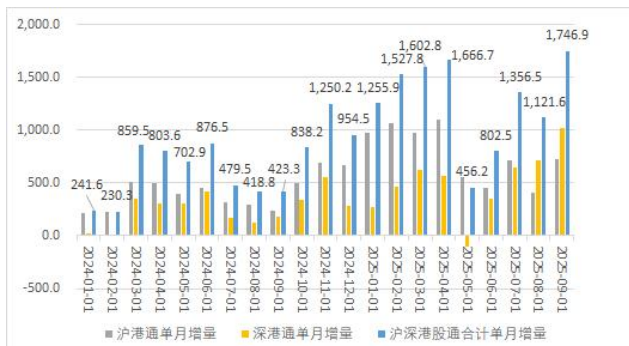
南向资金月流入再创新高。截至 9 月 26 日，南向资金累计净流入 48514.8 亿港元，其中深港通为 21339.9 亿港元，沪港通为 27174.9 亿港元。9 月，南向资金单月净流入 1746.9 亿港元，创年内月度流入新高；其中沪港通净流入 726.2 亿港元，深港通净流入 1020.7 亿港元。

图表 7 南向资金累计净流入情况 (亿港元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 8 南向资金单月流入情况 (亿港元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 两融资金：融资余额创历史新高

9 月，融资余额创年内新高。截至 9 月 26 日，融资余额 24273.7 亿元，比上月末增加 1819.4 亿元，比上年末增加 5732.6 亿元；融资余额持续创历史新高，已高于 2025 年峰值水平（2025 年 6 月 18 日，22666.4 亿元）。融券余额 169.5 亿元，比上月增加 10.7 亿元，比年初增加 65.1 亿元。

9 月 25 日，融资买入额占 A 股成交额比例 12.05%，升至年高位水平，不过，低于 2015 年峰值阶段水平（15-20%）。

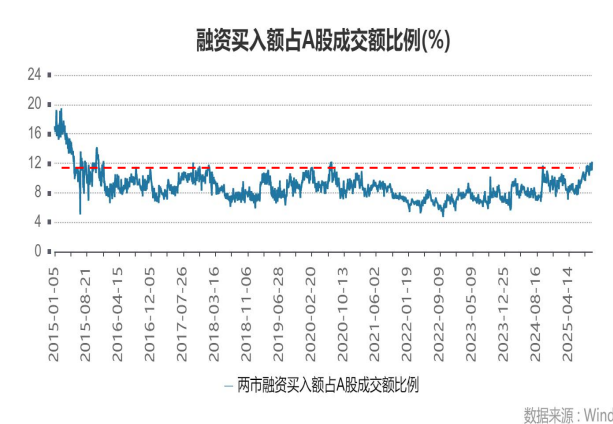
图表 9 融资融券变动情况 (亿元)



数据来源：Wind

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 10 融资买入额占比情况



数据来源：Wind

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

二、政策和经济环境分析

2.1 经济环境分析

8 月份，投资、消费、出口增速呈回落态势，但货币数据持续向好，PPI 同比增速仍然下行，但比 7 月份显著收窄。机构对经济预测保持审慎态度，预计三季度 GDP 增速 4.8%，比二季度实际增速（5.2%）放缓。

1-8 月份，固定资产投资累计同比增速 0.5%，低于预期值 1.3%；制造业投资累计增长 5.1%，低于预期值 5.4%；基础设施建设投资累计增长 5.4%，与预期值持平；房地产投资累计增速-12.9%，低于预期值-12.4%。8 月份，社会消费品零售总额同比增速 3.4%，低于预期值 3.8%；出口增速 4.4%，低于预期值 5.9%。

8 月份，CPI 同比增速-0.4%，低于预期值-0.2%；PPI 同比增速-2.9%，与预期值持平。M2 同比增速 8.8%，高于预期值 8.7%；M1 同比增速 6.0%，高于预期值 5.9%，呈持续改善态势。人民币贷款新增 5900 亿元，社会融资新增 25668 亿元，均高于预期值。8 月份，制造业 PMI 指数 49.4%，略高于预期值 49.3%。

图表 11 宏观经济数据概览

指标	预测值		实际值		8月实际 比预期
	2025-09F	2025-08F	2025-08	2025-07	
GDP: 当季 (%)	4.8	--	--	--	--
GDP: 累计 (%)	5.1	--	--	--	--
工业增加值 (%)	5.6	5.8	5.2	5.7	-0.6
固定资产投资: 累计 (%)	1.9	1.3	0.5	1.6	-0.8
固定资产投资: 制造业: 累计 (%)	5.3	5.4	5.1	6.2	-0.3
固定资产投资: 基础设施建设: 累计 (%)	11.5	5.4	5.4	7.3	0.0
固定资产投资: 房地产开发: 累计 (%)	-12.9	-12.4	-12.9	-12.0	-0.5
社会消费品零售 (%)	3.1	3.8	3.4	3.7	-0.4
进口 (%)	1.5	3.3	1.3	4.1	-2.0
出口 (%)	5.2	5.9	4.4	7.1	-1.5
贸易差额 (亿美元)	940.0	1003.3	1023.3	981.4	20.0
中国制造业采购经理指数 (PMI)	50.1	49.3	49.4	49.3	0.1
中国非制造业采购经理指数	--	50.1	50.3	50.1	0.2
CPI (%)	-0.1	-0.2	-0.4	0.0	-0.2
PPI (%)	-2.3	-2.9	-2.9	-3.6	0.0
M1 (%)	5.8	5.9	6.0	5.6	0.1
M2 (%)	7.9	8.7	8.8	8.8	0.1
人民币贷款: 新增 (亿元)	14500.0	5813.8	5900.0	-500.0	86.3
人民币贷款 (%)	7.2	6.8	6.8	6.9	0.0
社会融资规模: 新增 (亿元)	42000.0	24873.3	25668.0	11320.0	794.7
社会融资规模存量 (%)	8.7	8.9	8.8	9.0	0.0

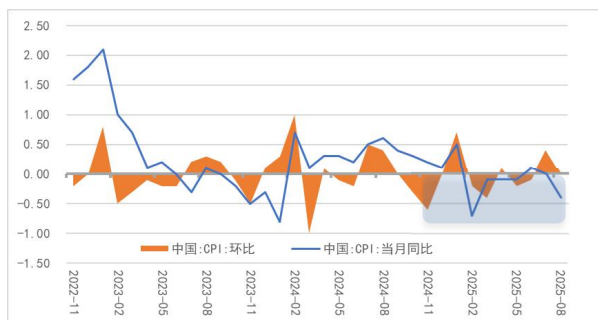
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

（预测值为 WIND 机构综合预测）

(1) CPI 与 PPI

交通和通信、食品烟酒拖累 CPI 同比再次下行。8 月份，CPI 同比下降 0.4%，环比上涨 0.0%。交通和通信、食品烟酒是主要下跌项目，当月同比分别下降 2.4%和 2.5%；生活用品及服务、教育文化和娱乐、医疗保健同比分别上涨 1.8%、1.0%和 0.9%。1-8 月份，CPI 比上年同期下降 0.1%。其中，食品价格累计同比下降 1.4%，非食品价格上涨 0.2%；消费品价格下降 0.5%，服务价格上涨 0.4%；不包含食品和能源的价格上涨 0.5%。

图表 12 CPI 当月同比/环比 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

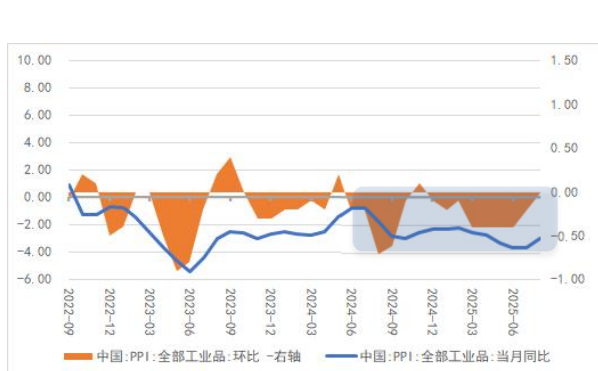
图表 13 CPI 分项 当月同比/累计同比 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

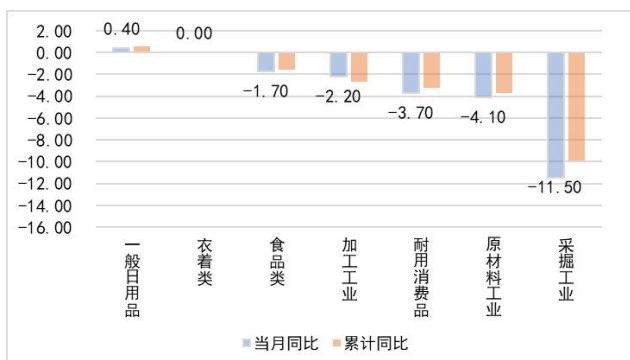
PPI 环比年内首度持平。8 月份，PPI 同比下降 2.9%，环比持平，今年以来环比首次扭转负增速。其中，一般日用品同比上涨 0.4%，衣着类上涨 0.0%，食品类下降 1.7%，加工工业下降 2.2%，耐用消费品下降 3.7%，原材料工业下降 4.1%，采掘工业下降 11.5%。行业价格方面，1-8 月份，有色金属矿采选业累计同比上涨 16.0%，有色金属冶炼和压延加工业上涨 5.5%。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比上涨 0.0%，汽车制造业累计同比下降 2.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降 2.2%，电气机械及器材制造业下降 1.8%，医药制造业下降 1.8%，煤炭开采和洗选业下降 16.9%，石油和天然气开采下降 10.0%，黑色金属采选业下降 9.4%。

图表 14 PPI 当月同比/环比 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 15 PPI 分项 当月同比/累计同比 (%)



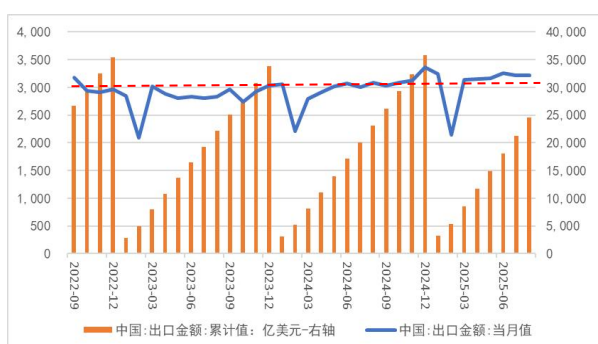
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 投资、消费、出口

出口：出口增速有所下滑。2025年1-8月，我国出口金额24518.0亿美元，同比增长5.9%，比2024年全年增速（5.8%）提高0.1个百分点。8月，出口当月增速4.4%，比上月增速下降2.7个百分点。

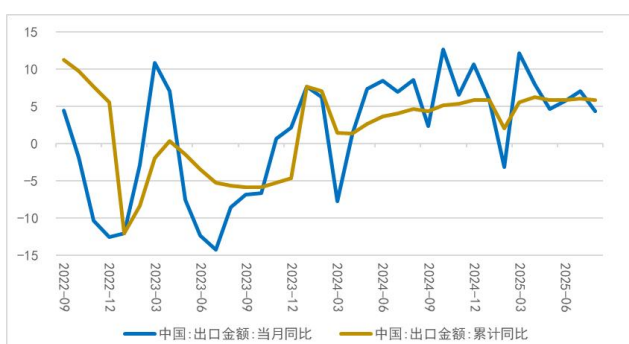
从主要国别看，我国对美出口持续下降，但对非美出口总体保持较强增长。按海关口径（美元），1-8月，对美国出口同比下降15.5%（1-7月下降12.6%），累计同比降幅连续三个月超过10%；在7月美国进口金额（季调）同比增速转正的情况下，我国对美出口降幅继续扩大。对欧盟出口累计同比增长7.5%，前值7.0%（德国10.5%，前值11.0%；法国7.4%，前值7.3%）；对日本出口同比增长4.7%，前值4.4%。对东盟国家同比增长14.6%，前值13.5%（越南22.1%，前值20.7%；马来西亚6.1%，前值5.2%；泰国22.9%，前值22.6%；印度尼西亚14.5%，前值14.9%）。对拉丁美洲出口增长5.8%（巴西-5.4%，前值-3.0%；阿根廷75.4%，前值79.5%；墨西哥-3.0%，前值-2.5%），前值7.3%；对印度出口增长12.8%，前值13.4%；对俄罗斯出口增长-9.7%，前值-8.5%；对非洲出口增长24.7%，前值24.5%。

图表 16 出口金额当月值及累计值（亿美元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 17 出口金额当月同比/累计同比 (%)

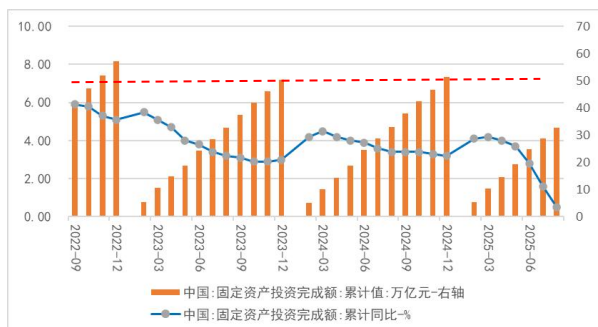


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

投资：固定资产投资增速显著放缓。2025年1-8月份，中国固定资产投资（不含农户）326111亿元，同比增长0.5%，比上月增速下降1.1个百分点，比2024年全年增速下降2.7个百分点。其中，国有控股企业同比增速2.3%（前值3.5%），港澳台商投资增速达2.3%（前值3.5%），民间投资增速-2.3%（前值-1.5%）；外商投资-15.4%（前值-15.7%）。制造业投资累计同比增长5.1%（前值6.2%），比上年同期下降4.1个百分点；基础设施建设投资同比5.4%（前值7.3%），比上年同期下降3.8个百分点。

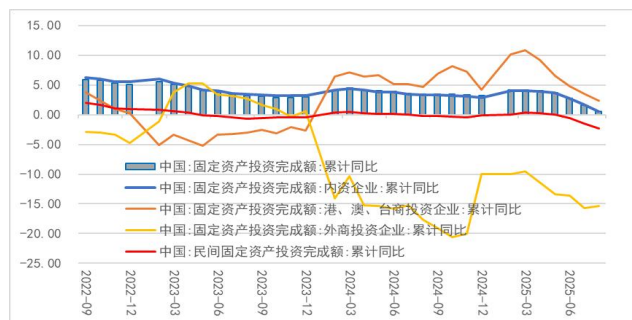
分行业看，多个行业固定资产投资增速环比下降。1-8月，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业固定资产投资累计同比增长26.2%，前值29.3%；汽车制造业增长20.2%，前值21.7%；通用设备制造业增长13.7%，前值14.8%，专用设备制造业增长1.6%，前值4.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长-0.1%，前值2.2%；有色金属冶炼和压延加工业增长2.2%，前值4.9%；有色金属矿采选业增长47.2%，前值43.5%；食品制造业增长13.9%，前值15.4%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长18.8%，前值21.5%，医药制造业增长-8.5%，前值-6.6%，电气机械和器材制造业增长-8.8%，前值-8.7%。

图表 18 固定资产投资累计额及同比增速



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

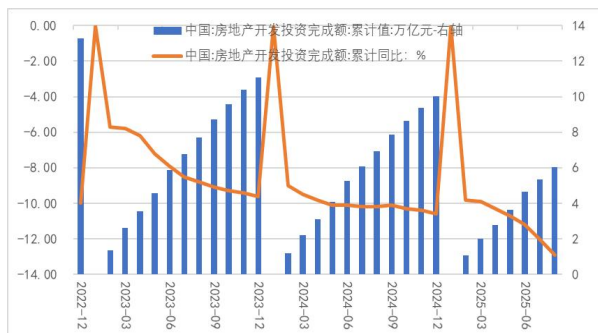
图表 19 固定资产分项累计增速 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

地产: 国房景气指数小幅下行, 行业仍然下行寻底。8 月份, 国房景气指数 93.05 点, 环比下降 0.28 点, 自今年 4 月开始连续小幅下滑。2025 年 1-8 月份, 全国房地产开发投资 60309 亿元, 同比增速-12.9%, 前值-12.0%。房屋新开工面积 3.98 亿平方米, 同比增速-19.5%, 前值-19.4%。商品房销售面积 5.73 亿平方米, 同比增速-4.7%, 前值-4.0%; 商品房销售额 5.50 万亿元, 同比增速-7.3%, 前值-6.5%。

图表 20 房地产开发投资完成额累计值及同比



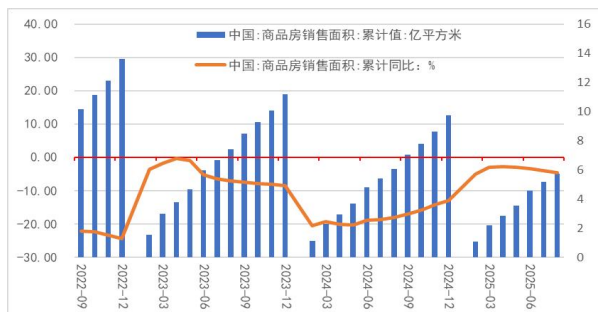
数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 21 房屋新开工面积累计值及同比



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 22 商品房销售面积累计值及同比



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 23 商品房销售额累计值及同比



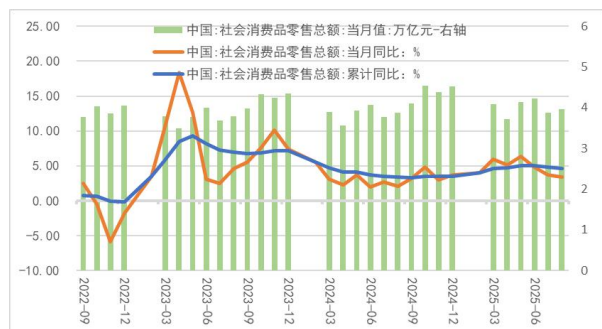
数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

房地产开发资金同比降幅扩大。1-8 月份，房地产开发企业到位资金 64318 亿元，同比下降 8.0%，前值下降 7.5%。其中，国内贷款 10232 亿元，增长 0.2%，前值增长 0.1%；自筹资金 22974 亿元，下降 8.9%，前值下降 8.5%；定金及预收款 18844 亿元，下降 10.5%，前值下降 9.9%；个人按揭贷款 8857 亿元，下降 10.5%，前值下降 9.3%。

消费：消费增速环比下降，网上消费环比上升。2025 年 1-8 月份，社会消费品零售总额 32.39 万亿元，同比增长 4.6%，比上月增速下降 0.2 个百分点，比上年全年增速提高 1.1 个百分点。其中，城镇消费同比增长 4.6%，比上月增速下降 0.2 个百分点；乡村消费同比增长 4.7%，与上月增速持平。网上商品和服务零售额同比增长 9.6%，比上月增速提高 0.4 个百分点；实物商品网上零售额同比增长 6.4%，比上月增速提高 0.1 个百分点。

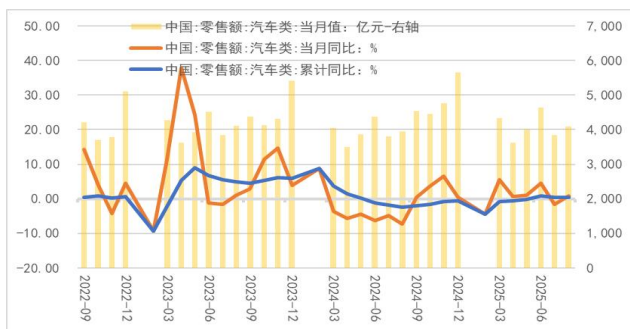
分项看，汽车销售累计 31263 亿元，同比增长 0.5%，比上月增速提高 0.1 个百分点；家用电器和音响器材类增长 28.4%，前值 30.4%；体育娱乐用品增长 20.6%，前值 21.1%；通讯器材类增长 21.1%，前值 22.9%；家具类增长 22.0%，前值 22.6%；金银珠宝增长 11.7%，前值 11.0%；中西药品类增长 1.2%，前值 1.2%。年初发布的消费品以旧换新政策和 3C 产品购置补贴政策持续显现积极效果，但对累计增速的提振有边际减缓迹象。

图表 24 消费总额当月值 /当月同比 /累计同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 25 汽车零售额当月值 /当月同比 /累计同比



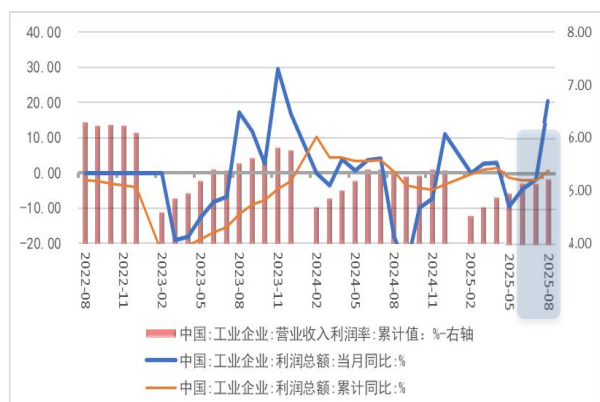
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(3) 工业企业盈利情况

工业企业利润：2025 年 1-8 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 46929.7 亿元，同比上升 0.9%，在连续三个月同比下降后利润增长首度转正；其中，8 月当月净利润总额同比大幅上升 20.4%；营业收入利润率 5.24%，比上月上升 0.09 个百分点。应收账款平均回收天数为 70.1 天，比上月上升 0.3 天，比 2024 年增加 6 天。8 月末，工业企业应收账款余额 27.24 万亿元，同比增长 6.6%。

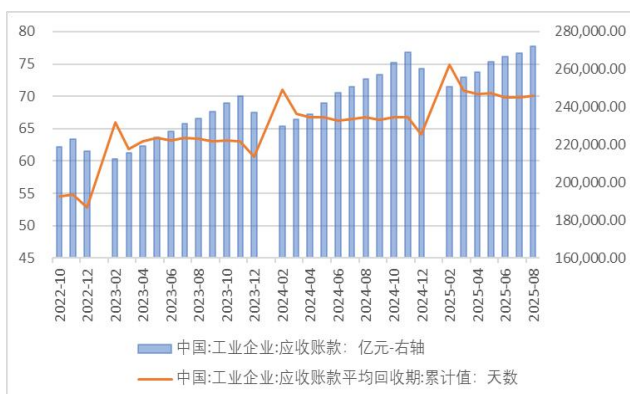
1-8 月份，利润总额保持增长的主要行业如下：有色金属矿采选业增长 33.9%，前值 39.1%；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增长 37.3%，前值 36.8%；电气机械和器材制造业增长 11.5%，前值 11.7%；计算机、通信和其他电子设备制造业增长 7.2%，前值 6.7%；通用设备制造业增长 5.8%，前值 6.4%；专用设备制造业增长 6.9%，前值 3.2%；汽车制造业同比增长-0.3%，前值 0.9%。

图表 26 工业企业利润当月及累计同比 / 营业利润率



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 27 工业企业应收账款余额/应收账款平均回收天数



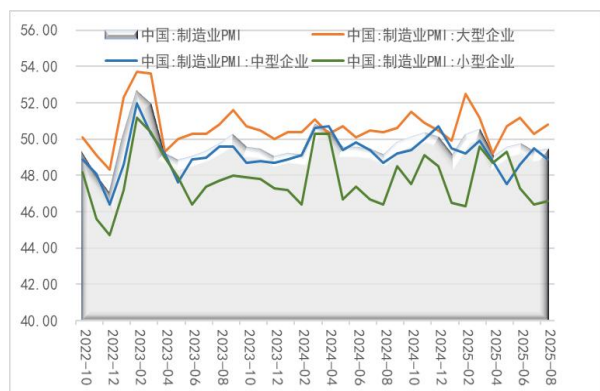
数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

(4) PMI 指数

制造业 PMI: 大型企业 PMI 指数回升向好, 出厂价格指数连续三个月回升。8 月, 制造业采购经理指数 (PMI) 为 49.4%, 比上月上升 0.1 个百分点。其中, 大型企业 PMI 为 50.8%, 上升 0.5 个百分点; 中型企业 PMI 为 48.9%, 下降 0.6 个百分点; 小型企业 PMI 为 46.6%, 上升 0.2 个百分点。

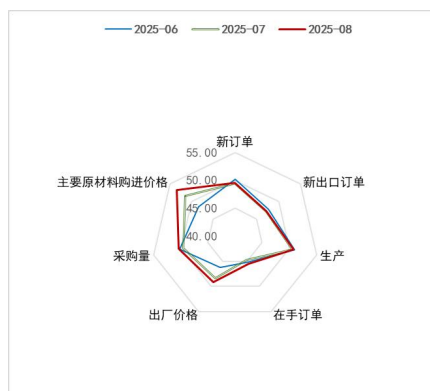
8 月, 新订单指数 49.5%, 比上月上升 0.1 个百分点; 新出口订单指数 47.2%, 上升 0.1 个百分点, 在手订单指数 45.5%, 上升 0.8 个百分点; 生产指数 50.8%, 上升 0.3 个百分点; 出厂价格指数 49.1%, 上升 0.8 个百分点; 采购量指数 50.4%, 上升 0.9 个百分点; 主要原材料购进价格指数 53.3%, 上升 1.8 个百分点。

图表 28 制造业 PMI 指数情况 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 29 制造业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



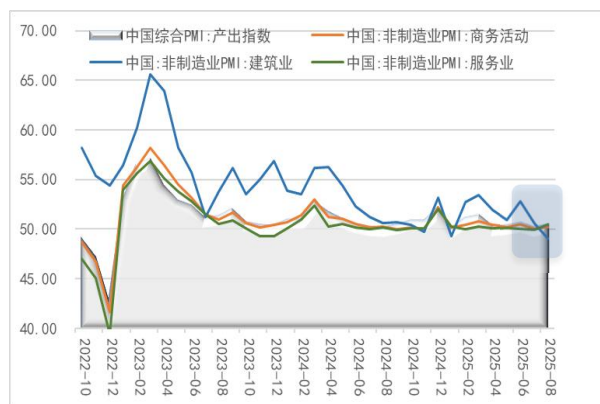
数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

非制造业 PMI: 8 月份, 非制造业商务活动指数为 50.3%, 比上月上升 0.2 个百分点; 其中, 建筑业商务活动指数为 49.1%, 比上月下降 1.5 个百分点; 服务业商务活动指数为 50.5%, 比上月上升 0.5 个百分点。分项目看, 服务业新订单指数为 47.7%, 比上月上升 1.4 个百分点。建筑业新订单指数为 40.6%, 比上月下降 2.1 个百分点。建筑业投入品价格指数为 54.6%, 比上月上升 0.1 个百分点, 建筑业销售价格

指数 49.7%，比上月上升 0.5 个百分点。

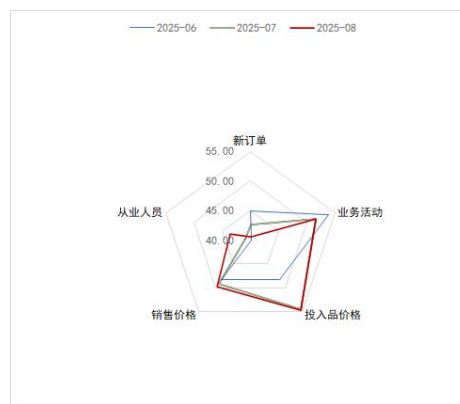
从行业看，铁路运输、水上运输、航空运输、电信广播电视及卫星传输服务、资本市场服务等行业商务活动指数位于 60.0% 以上高位景气区间；零售、房地产等行业商务活动指数均低于临界点。

图表 30 非制造业 PMI 指数情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 31 建筑业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



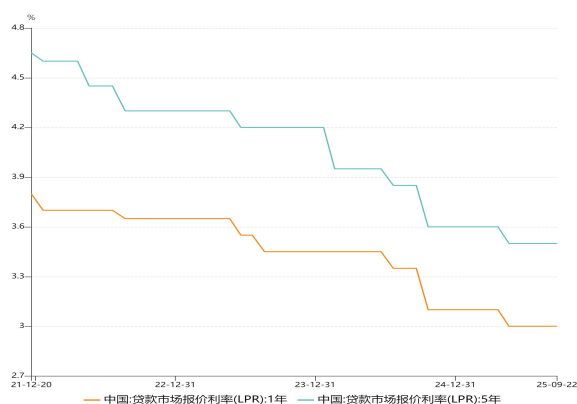
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2.2 货币环境分析

(1) 利率

国债收益率略有上行，贷款利率保持不变。9 月 23 日，1 年期国债收益率 1.39%，比上月末上升 2BP，比上年末上升 31BP；10 年期国债收益率报收 1.88%，比上月末上升 9BP，比上年末上升 21BP。7 天逆回购利率为 1.40%，年内于 5 月 8 日下调一次，下调 10BP。9 月 22 日，贷款市场利率 1 年期（LPR）为 3.00%，5 年期（LPR）为 3.50%，年内于 5 月 20 日下调一次，均下调 10BP。

图表 32 LPR-1 年期及 5 年期



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 33 7 天逆回购利率、国债收益率 1 年期/10 年期



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

9 月 22 日，金融监管总局局长李云泽在国新办高质量完成“十四五”规划系列主题新闻发布会上表示，“十四五”以来，金融监管总局坚持从经济社会大局出发，坚决贯彻新发展理念，着力优化金融资源

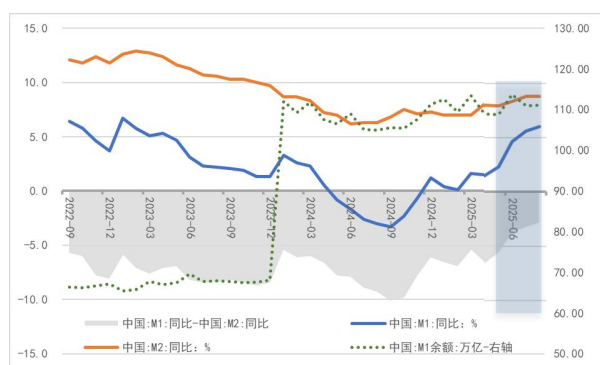
配置，重点领域和薄弱环节服务质效明显提升，可以概括为“一增一优一补”。

金融服务实体经济，聚焦新质生产力；培育耐心资本，助力资本市场稳定发展。“一优”就是优结构，着力引导资源向新质生产力集聚。加强科技信贷支持，高新技术企业贷款余额近 19 万亿元，年均增速超 20%。培育壮大耐心资本，保险资金投资股票和权益类基金超 5.4 万亿元，余额较“十三五”末增长 85%，助力资本市场稳定健康发展。强化科技保险保障，累计提供风险保障超过 10 万亿元，首台套、首批次保险支持创新应用项目 3600 个，为科技研发和成果转化“保驾护航”。去年以来，金融监管总局积极推进金融资产投资公司股权投资、保险资金长期投资改革、科技企业并购贷款和知识产权金融生态“四项试点”，累计为科技领域新增投资超过万亿元，有效促进了科技创新与产业创新深度融合。

（2）货币投放：M1、M2 增速创年内新高，企业流动性持续好转

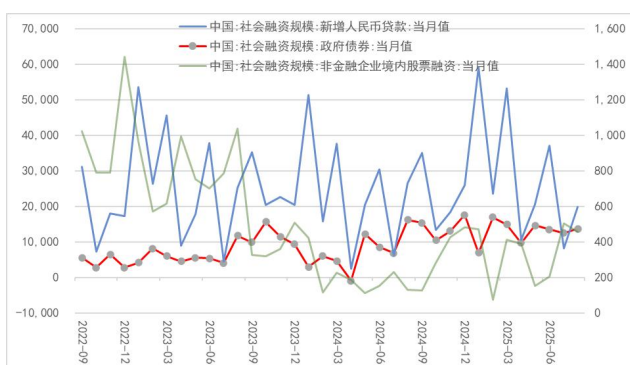
2025 年 8 月，M2 余额 331.98 万亿元，同比增长 8.8%，与上月增速持平；M1 余额 111.23 万亿元，同比增长 6.0%，创年内增速新高，比上月增速提高 0.4 个百分点；M1-M2 增速剪刀差显著收敛至-2.8%，比上月收敛了 0.4 个百分点。8 月末，非金融企业人民币活期存款余额为 20.82 万亿元，同比增速 6.7%，比上月增速提高 2.3 个百分点。（M1=M0+单位活期存款+个人活期存款+非银行支付机构客户备付金）

图表 34 M1/M2 同比及 M1-M2 剪刀差 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 35 政府债券/人民币贷款/股票融资 当月值 (亿元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

社会融资增量放缓。2025 年 1-8 月，社会融资规模增量累计为 26.56 万亿元，比上年同期多 4.66 万亿元（1-7 月同比多 5.12 万亿元）。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 12.93 万亿元，同比少增 4851 亿元（1-7 月同比少增 694 亿元）；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 816 亿元，同比少减 767 亿元；企业债券净融资 1.56 万亿元，同比减少 2214 亿元（1-7 月同比减少 1849 亿元）；政府债券净融资 10.27 万亿元，同比多 4.63 万亿元（1-7 月同比多 4.88 万亿元）；

8 月，社会融资当月值 25668 亿元，比上年同期少增 4655 亿元。其中，政府债券当月值 13672 亿元，同比少增 2505 亿元；非金融企业境内股票融资当月值 456 亿元，同比多增 324 亿元；新增人民币贷款当月值 6253 亿元，同比少 4158 亿元。金融机构口径，8 月，企事业单位中长期人民币贷款同比少增 200 亿元，居民中长期贷款同比少增 1000 亿元，居民短期贷款少增 611 亿元。

9月23日，央行货币政策委员会第三季度例会，研究下一阶段货币政策主要思路。会议提出，建议加强货币政策调控，引导金融机构加大货币信贷投放力度。探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。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。

(3) 美国利率及其他

美国国债收益率环比下降。9月23日，10年期美国国债收益率为4.12%，比上月末下降11BP，比上年末下降46BP；2年期美国国债收益率3.53%，比上月末下降6BP，比上年末下降72BP。2025年8月，美国核心CPI同比增速3.1%，与上月持平，比上年末下降0.1个百分点；美国CPI同比增速2.9%，比上月上升0.2个百分点，与上年末持平。

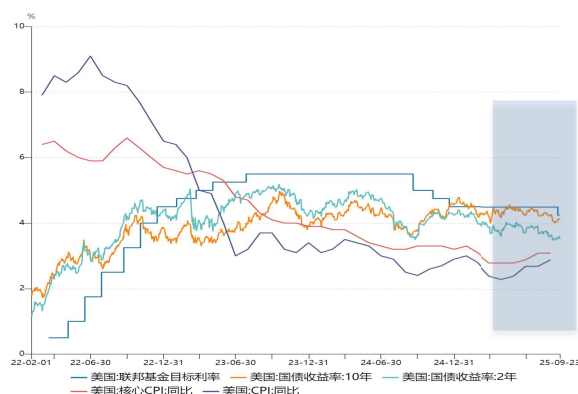
9月17日，美联储最新的联邦公开市场委员会（FOMC）货币政策会议纪要显示，美联储决定将联邦基金利率目标区间下调25个基点，至4.00%-4.25%之间，这是美联储2024年12月以来的首次降息。

美联储主席鲍威尔表示：“这次降息是一种‘风险管理式的降息’，过去我们明显偏向于防范通胀，因为那时通胀风险更高。但现在我们看到劳动力市场面临明显的下行风险，因此我们正朝更加中性的政策方向前进。”

对于未来，鲍威尔表示：“我们经常说政策没有预设路径，我们是真心这么做的。我们实际做出的每一个决策，都是基于当时最新数据、经济前景的变化和风险平衡情况。在预测摘要中，有10位委员写下‘今年还将降息两次或更多’，而另外9位委员则认为将降息一次或更少，甚至完全不再降息。”

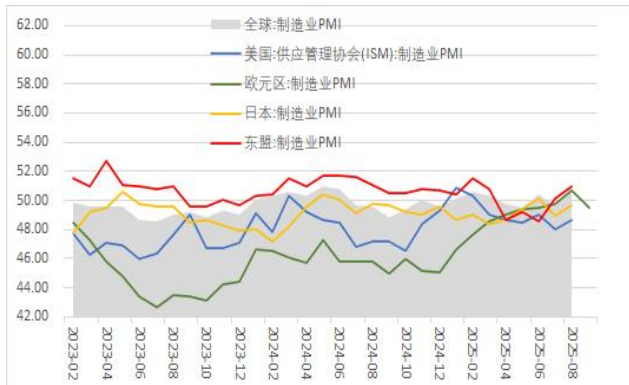
从上述信息看，主张更大力度降息的委员占比更高，存在的分歧只是对降息路径和节奏有不同见解，而非针对降息方向。值得注意的是，斯蒂芬·米兰（Stephen Miran）9月15日正式出任美国联邦储备委员会（美联储理事会）理事，在9月议息会议上是唯一主张应更激进地降息50个基点的委员，他的另一重身份是白宫经济顾问委员会主席（特朗普的重要经济顾问之一）。

图表 36 美联储基金利率/美国国债收益率/美国 CPI



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 37 各地区/国家制造业 PMI 指数 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

全球制造业 PMI 指数回暖。2025 年 8 月，全球制造业 PMI 为 50.9%，比上月上升 1.2 个百分点；美国供应管理协会（ISM）制造业 PMI 为 48.7%，上升 0.7 个百分点；东盟国家 PMI 为 51.0%，比上月上升 0.9 个百

分点；日本制造业 PMI 为 49.7%，上升 0.8 个百分点。9 月，欧元区制造业 PMI 为 49.5%，比上月下降 1.2 个百分点。

9 月，中美双方继续进行经贸与关税谈判，总体体现了务实、积极和建设性的态度。9 月 14 日至 15 日，中美双方在西班牙马德里举行经贸会谈。双方以两国元首通话重要共识为引领，就双方关注的经贸问题进行了坦诚、深入、富有建设性的沟通，就以合作方式妥善解决 TikTok 相关问题、减少投资障碍、促进有关经贸合作等达成了基本框架共识。双方将就相关成果文件进行磋商，并履行各自国内批准程序。

9 月 19 日，中美国家领导人通电话，就下阶段中美关系稳定发展作出战略指引。中方表示，双方应继续妥善处理两国关系中的突出问题，争取实现双赢的结果。美方希望促进两国经贸合作，将支持双方团队磋商。

在中美两国高层保持沟通对话、管控化解分歧的同时，国际政治经济格局依然暗流涌动。9 月份，美方要求七国集团及北约以中国购买俄罗斯石油为由，对中国征收 50%-100% 关税。9 月 12 日，墨西哥总统辛鲍姆表示，墨西哥官员将于下周与中国代表就墨西哥计划对来自中国的商品加征关税一事进行会谈，并强调加征关税不是一种“胁迫措施”。9 月 18 日，波兰内政与行政部长马尔钦·凯尔温斯基在新闻发布会上重申，波兰自 9 月 12 日起关闭的全部波白边境口岸（含公路、铁路）仍将无限期维持，直至“波兰公民安全得到充分保障”。欧洲铁路货运协会估算，目前 85% - 90% 的中欧班列需经波兰入境欧盟，这意味着约 300 列货物列车滞留白俄罗斯，供应链综合成本上涨逾 15%。中欧班列是连接中国与欧洲的最重要陆路货运通道，途经俄罗斯、白俄罗斯后抵达波兰马拉舍维奇枢纽，再分拨至欧洲 26 国 220 多座城市。9 月 23 日，波兰总理图斯克表示，将于 25 日凌晨重新开放与白俄罗斯的边境口岸。他还表示，如有必要，政府将再次关闭边境口岸。

9 月初，商务部公布中国首起反规避调查裁决，认定美国出口商通过对华出口相关截止波长位移单模光纤，规避了中国对美非色散位移单模光纤产品的反倾销措施。商务部决定自 9 月 4 日起实施反规避措施。商务部表示，该案是中国首起反规避调查，对丰富中国贸易救济调查工具具有开创性意义。商务部决定自 2025 年 9 月 13 日起对原产于美国的进口相关模拟芯片进行反倾销立案调查。商务部新闻发言人答记者问表示，近期，美国政府泛化国家安全概念，滥用出口管制和“长臂管辖”，对中国芯片产品和人工智能产业进行恶意封锁和打压。此次反倾销调查是应中国国内产业申请发起，符合中国法律法规和世贸组织规则。调查涉及自美进口的通用接口和栅极驱动芯片。

2.3 政策环境分析

三季度政策重心在延续科技创新主线的同时，显著强化了“反内卷”与“促消费”两大方向，供给侧优化叠加需求侧引导拉动，政策工具的深度与广度进一步升级深化。

在反内卷方面，相关部门不断推进、引导行业有序竞争。8 月 20 日，工信部等六部门部署进一步规范光伏产业竞争秩序工作，要求加强产业调控，以市场化法治化方式推动落后产能有序退出；遏制低价无序竞争。9 月，中国有色金属工业协会副会长陈学森在 2025 年中国钨钼产业发展论坛上表示，把“反内

卷”作为有色金属工业高质量发展的主要工作。工信部部长李乐成主持召开工业和信息化“十五五”规划企业座谈会表示，要提升重点行业治理水平，加强行业自律，防范企业非理性竞争行为，有序引导企业海外布局。《纵深推进全国统一大市场建设》文章指出，要聚焦重点难点，下决心清除顽瘴痼疾。着力整治企业低价无序竞争乱象。

图表 38 重要政策/会议/新闻

时间	宏观政策或政策指引	经济政策或措施	金融及资本市场政策或措施
7月	7月30日，中央政治局会议召开，会议指出，宏观政策要持续发力，适时加力，要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应。 有效释放内需内需潜力。	全国工业和信息化部召开会议部署下半年工作，落实扩大内需战略， 制定增强消费品供需适配性助力扩大消费行动方案，更大力度推动科技创新和产业创新融合发展，巩固“内卷式”竞争综合整治成效。	证监会召开2025年年中工作会议，会议指出，一是 全力巩固资本市场回稳向好态势 。二是深化改革激发多层次资本市场活力，推动科创板改革举措落地。三是大力推动上市公司提升投资价值，更大力度培育长期资本、耐心资本。
8月	8月18日，国务院总理李强主持召开国务院第九次全体会议。会议指出，要抓住关键着力点做强国内大循环，以国内大循环的内在稳定性和长期成长性对冲国际循环的不确定性。 持续激发消费潜力。	8月20日，工信部等六部门部署进一步规范光伏产业竞争秩序工作，要求加强产业调控，以市场化法治化方式推动落后产能有序退出； 遏制低价无序竞争，健全价格监测和产品定价机制。	中国人民银行发布《2025年二季度货币政策执行报告》，报告指出，要落实落细适度宽松的货币政策，持续营造适宜的金融环境，把促进物价合理回升作为货币政策的重要考量， 加力支持科技创新，提振消费等。
9月	《求是》杂志将发表国家领导人重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》。 我国作为全球第二大消费市场，必须把全国统一大市场建设好，增强我们从容应对风险挑战的底气。要聚焦重点难点，第一，着力整治企业低价无序竞争乱象。	商务部等九部门发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》，提出五方面19条举措，其中8项与“高品质服务供给”有关。文件提出，开展“服务消费季”系列促消费活动；支持优质消费资源与知名IP跨界合作；扩大电信、医疗、教育等领域开放试点；有序扩大单方面免签国家范围；优化学生假期安排，完善配套政策等。文件还首次提出开展消费新业态新模式新场景试点城市建设。	9月22，国新办举行高质量完成“十四五”规划系列主题新闻发布会，证监会主席表示，下一步，我们将以深化投融资综合改革为牵引，让优质企业和各类资金更好迸发活力、实现价值。一是以科创板、创业板“两创板”改革为抓手， 更大力度支持创新 。二是 更好发挥中长期资金“压舱石”“稳定器”作用 ，持续强化长周期考核，不断提高跨境投融资便利度，吸引更多源头活水，努力让更多全球资本投资中国、共享成长。

资料来源：WIND、中国政府网、金圆统一证券研究所

消费领域持续推出顶层设计。7月30日，中共中央政治局召开会议强调，要有效释放内需潜力。深入实施提振消费专项行动，培育服务消费新的增长点。8月18日，国务院第九次全体会议指出，要抓住关键着力点做强国内大循环，持续激发消费潜力。9月15日，《求是》杂志发表的国家领导人重要文章《纵深推进全国统一大市场》指出，建设全国统一大市场，是党中央作出的重大决策，不仅是构建新发展格局、推动高质量发展的需要，而且是赢得国际竞争主动权的需要。我国作为全球第二大消费市场，必须把全国统一大市场建设好。

7月，全国工业和信息化部召开会议部署下半年工作，落实扩大内需战略，制定增强消费品供需适配性助力扩大消费行动方案。9月，商务部等九部门发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》，提出五方面19条举措，其中8项与“高品质服务供给”有关；国务院办公厅印发《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》，提出6项20条重点举措，促进体育产业到2030年总规模超过7万亿元。国新办举行新闻发布会，介绍扩大服务消费有关政策措施，包括将选择50个左右消费新业态新模式新场景试点城市；出台住宿业高质量发展、铁路与旅游融合发展等一系列政策文件；推动人工智能在服务消费等领域加快应用。消费月期间各地将开展超过25000场文旅消费活动，发放超过3.3亿元消费补贴。

科技创新领域，持续推进结硕果。科技部部长阴和俊在“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会上表示，“十四五”时期，我国科技投入持续增加，2024年全社会研发投入超3.6万亿元，较

2020 年增长 48%；研发投入强度达到 2.68%，超过欧盟国家平均水平；研发人员总量世界第一。

资本市场含“科”量进一步提升。9 月 22 日，在国新办举行高质量完成“十四五”规划系列主题新闻发布会上，证监会主席吴清介绍，资本市场服务科技创新跑出“加速度”，资本市场含“科”量进一步提升。目前 A 股科技板块市值占比超过 1/4；截至 8 月底，各类中长期资金合计持有 A 股流通市值约 21.4 万亿元，较“十三五”末增长 32%，外资持有 A 股市值 3.4 万亿元。近年来，新上市企业中九成以上都是科技企业或者科技含量比较高的企业。目前 A 股科技板块市值占比超过 1/4，已明显高于银行、非银金融、房地产行业市值合计占比。市值前 50 名公司中科技企业从“十三五”末的 18 家提升至当前的 24 家。下一步工作，将以科创板、创业板“两创板”改革为抓手，更大力度支持创新，更好支持优质企业通过资本市场茁壮成长。

9 月，工信部部长李乐成表示，“十五五”时期，要实施培育新兴产业打造新动能行动，加快打造一批新兴支柱产业；建立未来产业投入增长机制，**开辟人形机器人、脑机接口、元宇宙、量子信息等新赛道，创建一批未来产业先导区。**

国家数据局局长刘烈宏在 2025 世界智能产业博览会上表示，下一步，国家数据局将把深化数据要素赋能人工智能创新发展作为数据领域的重点工作，通过一系列政策组合拳和体系化布局，持续推动数据要素市场化配置改革和“人工智能+”同频共振。

最新一期国际权威科学期刊《自然（Nature）》中，DeepSeek-R1 推理模型研究论文登上封面。该论文由 DeepSeek 团队共同完成，梁文锋担任通讯作者，首次公开了仅靠强化学习就能激发大模型推理能力的重要研究成果。这是中国大模型研究首次登上自然杂志封面，也是全球首个经过完整同行评审并发表于权威期刊的主流大语言模型研究，标志着中国 AI 技术在国际科学界获得最高认可。

三、投资策略

3.1 大盘判断

PB（LF）估值已修复至中高水位。截至 9 月 26 日，万得全 A 市净率 1.80x（8 月 31 日 1.81x，6 月 30 日 1.62x，2024 年末 1.58x），近 10 年以来分位数 54.6%；**上证指数市净率 1.47x（8 月 31 日 1.49x，6 月 30 日 1.36x，上年末 1.35x），分位数 56.2%；创业板指市净率 5.50x（8 月 31 日 5.09x，6 月 30 日为 4.06x，上年末 4.05x），分位数 61.8%。**中证 A50 市净率 2.23x（上年末 2.12x），分位数 96.7%；沪深 300 市净率 1.46x（上年末 1.38x），分位数 49.9%；中证 500 市净率 2.29x（上年末 1.81x），分位数 74.6%；中证 1000 市净率 2.49x（上年末 2.03x），分位数 50.7%；科创 50 市净率 6.64x（上年末 4.65x），分位数 74.5%。

PE（TTM）估值已修复至高水位。截至 9 月 26 日，万得全 A 市盈率 22.12x，近 10 年以来分位数 89.6%；上证指数市盈率 16.41x，分位数 94.9%；创业板指市盈率 44.17x，分位数 51.0%。中证 A50 市盈率 18.14x，分位数 93.1%；沪深 300 市盈率 14.04x，分位数 82.8%；中证 500 市盈率 34.45x，分位数 83.3%；中证 1000 市盈率 46.86x，分位数 73.9%；科创 50 市盈率 187.28x，分位数 99.8%。

图表 39 主要指数估值情况

宽基指数	5日(%)	20日(%)	年初至今(%)	近3年(%)	近5年(%)	近10年(%)	PE(TTM)	PE分位数	PB(LF)	PB分位数
万得全A	0.25	0.80	23.96	28.66	24.39	64.69	22.12	89.59	1.80	54.63
上证指数	0.21	-0.77	14.21	23.73	18.91	23.79	16.41	94.86	1.47	56.15
深证成指	1.06	4.04	26.83	18.20	3.08	33.36	31.06	83.46	2.73	48.70
科创50	6.47	8.16	46.71	48.58	6.36	45.08	187.28	99.78	6.64	74.52
创业板指	1.96	9.04	47.16	32.71	24.06	55.94	44.17	50.97	5.50	61.83
沪深300	1.07	1.19	15.63	16.90	-0.44	40.78	14.04	82.76	1.46	49.92
中证500	0.98	2.80	26.46	22.31	16.10	18.54	34.45	83.30	2.29	74.62
中证1000	-0.55	-0.55	24.17	15.41	11.50	-3.18	46.86	73.88	2.49	50.72
中证2000	-1.79	-1.41	30.22	35.75	38.22	38.94	158.57	96.52	2.82	95.16
中证A50	1.17	2.42	13.34	15.98	3.06	98.13	18.14	93.13	2.23	96.68
中证A100	1.62	3.06	17.98	16.14	-4.62	46.32	16.39	99.90	1.77	96.54
中证A500	1.19	2.33	19.28	17.65	6.38	47.12	16.66	86.34	1.68	56.03

资料来源：WIND、金圆统一证券研究（截至 2025 年 9 月 26 日）

今年以来，由于政策端在科技创新、经济修复、资本市场多个领域持续用力、更加给力，投资者信心显著修复，A 股市场估值持续向上修复，进而带来居民风险偏好回升，逐步加大了风险资产的配置力度。

从当前估值角度看，上证指数 PB 估值已经达到 2021 年牛市估值高位区域的中枢水平，PE（TTM）已达到了 2021 年牛市的峰值附近，从当下的盈利水平与估值匹配看，当前估值水平并不便宜。

从经济修复角度，企业盈利出现了筑底修复态势，经济稳增长政策持续发力；同时，经济复苏进程面临国际格局复杂多变，即期国内消费、投资低速增长，地产仍然寻底。

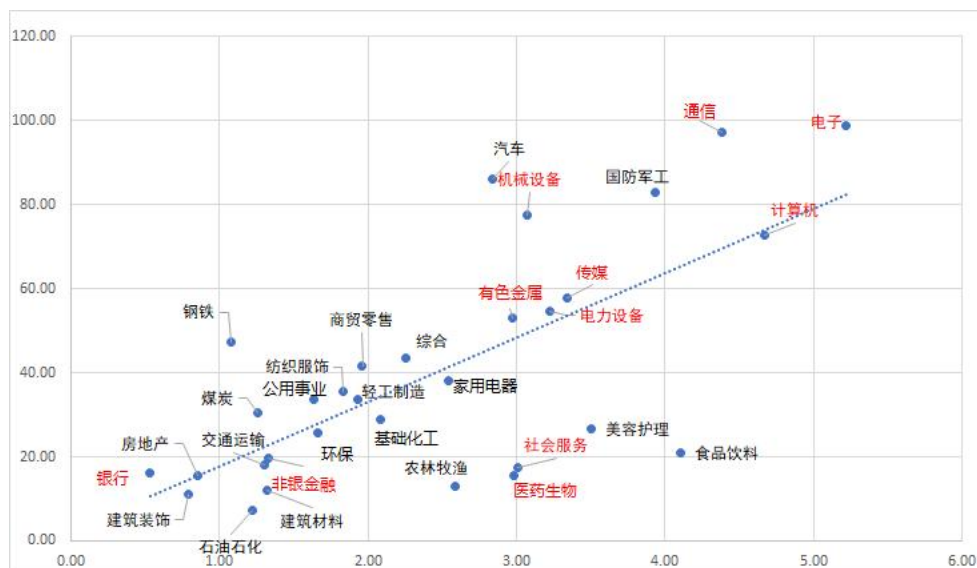
从资金角度看，如果存款活期化趋势持续，将有望给予资本市场实实在在的资金支持，一旦市场出现较大跌幅，将会吸引存款活化资金的逢低关注，令市场下行空间受限。

综合来看，市场需要后续盈利修复协同跟上，短期进一步快速提升估值的概率相对不高。同时，市场很难有持续且剧烈的调整。所谓持续，就是时间周期很长；所谓剧烈，就是跌幅空间很大。这两个条件很难同时发生，因为我国的资本市场稳定机制已逐步确立，存款活化势态下居民加大了风险资产配置力度。

3.2 行业配置

资本市场的三大逻辑将长期并存并呈轮动特征：一是低利率、低增长环境下的低资本回报预期，对应的是红利资产；二是全球人口下行、老龄化趋势及逆全球化背景下，科技创新是经济发展的关键动力和国家安全的核心保障，对应的是科技创新行业；三是百年变局环境下，全球政治、经济动荡带来的信用缺失，投资者需要“恒定的信仰”，对应的是黄金。

图表 40 申万一级行业 PB (横轴) 及 2010 年以来 PB 分位 (纵轴%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2025 年 9 月 26 日）（红色字体为推荐行业）

继续坚持红利资产和科技创新的哑铃配置策略，继续坚持大类资产配置和动态择时原则。具体方向包括：1）**科技创新方向**：行业方向包括通信、电子、计算机、传媒、机械制造、电力设备，主题方向包括人形机器人、半导体、固态电池等。2）**红利资产或潜在边际改善方向**：银行、证券、上证红利指数、深证红利指数、医药生物（创新药、中药）、黄金股 ETF、光伏 ETF。3）**大类资产配置方向**：黄金 ETF、恒生 ETF、恒生科技 ETF、港股红利 ETF 基金（港股通高股息指数）、创业板 ETF。**维持前期推荐。**

10 月，无新增推荐，建议继续关注旅游板块及旅游 ETF、黄金股 ETF、电力设备及光伏 ETF。

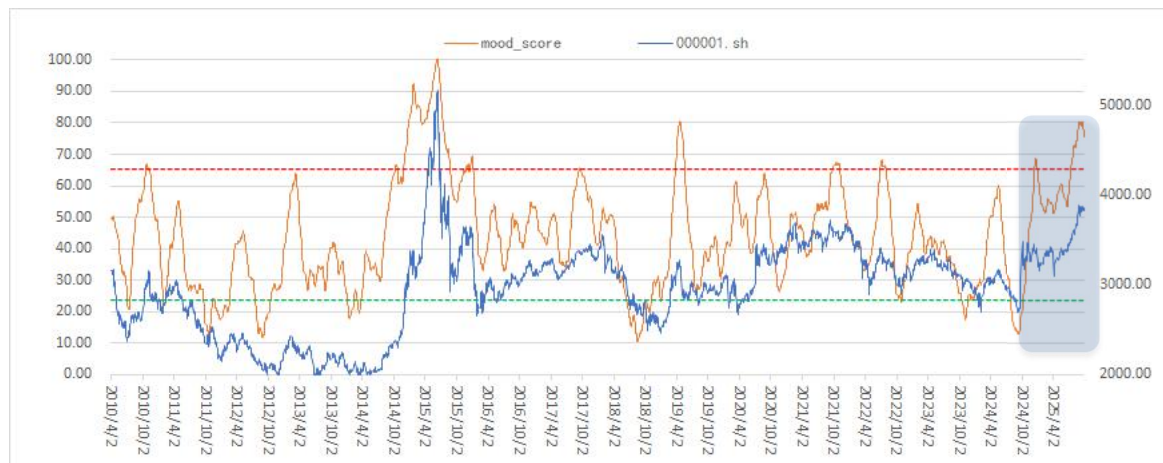
国家主席习近平在联合国气候变化峰会发表视频致辞，到 2035 年，中国全经济范围温室气体净排放量比峰值下降 7%-10%，力争做得更好。非化石能源消费占能源消费总量的比重达到 30%以上，风电和太阳能发电总装机容量达到 2020 年的 6 倍以上、力争达到 36 亿千瓦，新能源汽车成为新销售车辆的主流，全国碳排放权交易市场覆盖主要高排放行业，气候适应型社会基本建成。

3.3 专题论述

1) 上证指数之情绪指数：情绪指数保持高位

2025 年 9 月 2 日，情绪指数为 80.35 点，接近 2019 年 4 月 19 日的历史次高点（80.69）；9 月 26 日，情绪指数下降至 75.04 点，2010 年 4 月以来分位值为 94.7%，处于历史高位水平。当前，存款活化是情绪指数保持高位、市场保持高位震荡的重要支撑因素。

图表 41 上证指数/情绪指数 (mood-score) 自高位震荡回落 (2010 年 4 月以来数据)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所 注：绿色虚线为 10%分位，红色虚线为 90%分位

2) 先信资本，相信政策的解题能力

经济有循环周期，股票市场则放大反映了经济循环周期。在经济的下行周期特别是谷底时期，总是各种负面消息充斥，让人感受不到希望，股票市场则通过群体效应持续释放恐慌，不断测试低点，经济与市场皆被悲观预期所笼罩。

2024 年 1 月-9 月，中国经济与 A 股市场均处于低谷时期，企业整体盈利能力与 A 股估值不断测试低点。在这种背景下，2024 年 4 月 12 日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，被称为资本市场的第三次“国九条”。《意见》指出，未来 5 年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架；到 2035 年基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场。要强化上市公司现金分红监管，多措并举推动提高股息率；要更好服务科技创新，促进新质生产力发展，加大对符合国家产业政策导向、突破关键核心技术企业的股债融资支持。

第三次“国九条”政策信息经过半年多的酝酿期，以 2024 年“9.24 金融新政”为契机，A 股市场快速逼空扭转了熊市形态，随后步入了政策与市场良性互动的震荡上行阶段，市场信心重新凝聚，市场估值震荡上行。

若单纯以即期盈利角度思考问题，则会错过从去年 9 月至今年 9 月的上升行情，因为在 2024 年度财报下降的基础上，2025 年 A 股盈利能力继续小幅下降。2025 年一季度，万得全 A 平均 ROE 为 2.19%，同

比下降 0.01 个百分点；2025 年上半年，万得全 A 平均 ROE 为 4.35%，同比下降 0.09 个百分点。

图表 42 万得全 A 及申万一级行业净资产收益率 ROE(平均) 情况(TMT、高端制造行业 ROE 率先回升)

时间	25年H1同比	25Q1同比	2025/06/30	2025/03/31	2024/12/31	2024/09/30	2024/06/30	2024/03/31
万得全A	-0.09	-0.01	4.35	2.19	7.92	6.76	4.44	2.21
农林牧渔(申万)	3.15	2.78	4.92	2.46	9.22	6.17	1.77	-0.32
有色金属(申万)	1.47	1.17	6.87	3.19	10.60	8.31	5.40	2.01
综合(申万)	1.28	0.64	0.99	0.34	-2.16	-0.04	-0.29	-0.30
钢铁(申万)	0.91	0.51	1.46	0.60	-0.99	-0.36	0.55	0.09
传媒(申万)	0.80	0.51	3.49	1.77	2.96	3.73	2.69	1.25
电子(申万)	0.74	0.33	3.48	1.57	5.70	4.81	2.73	1.24
非银金融(申万)	0.71	0.41	5.66	2.78	10.67	8.68	4.95	2.37
机械设备(申万)	0.58	0.32	4.17	1.83	6.05	5.35	3.59	1.51
建筑材料(申万)	0.51	0.25	1.66	0.30	2.56	2.06	1.14	0.06
计算机(申万)	0.39	0.20	1.25	0.23	1.47	1.57	0.86	0.03
社会服务(申万)	0.26	0.21	2.92	1.07	4.48	5.22	2.65	0.85
通信(申万)	0.23	0.06	5.61	2.13	8.74	7.56	5.39	2.07
国防军工(申万)	0.12	-0.10	2.29	0.80	2.73	2.94	2.17	0.91
基础化工(申万)	0.11	0.19	3.82	1.89	6.19	5.40	3.71	1.70
电力设备(申万)	0.09	-0.21	2.91	1.23	3.81	4.14	2.82	1.43
交通运输(申万)	-0.16	-0.09	3.94	1.95	8.17	7.23	4.09	2.04
纺织服装(申万)	-0.19	-0.08	4.20	2.29	5.28	6.18	4.40	2.38
公用事业(申万)	-0.20	0.00	5.02	2.48	8.76	8.16	5.22	2.48
家用电器(申万)	-0.23	0.31	8.87	4.11	16.26	12.76	9.11	3.80
医药生物(申万)	-0.29	-0.21	4.31	2.16	6.23	6.57	4.60	2.37
汽车(申万)	-0.30	0.04	4.20	2.02	8.24	6.56	4.51	1.98
环保(申万)	-0.32	-0.04	3.01	1.59	4.64	5.20	3.33	1.63
银行(申万)	-0.34	-0.18	4.51	2.35	9.33	7.28	4.84	2.54
建筑装饰(申万)	-0.44	-0.24	3.48	1.77	6.78	5.47	3.92	2.01
商贸零售(申万)	-0.50	-0.21	2.14	1.33	3.37	4.01	2.64	1.54
轻工制造(申万)	-0.81	-0.28	2.93	1.37	4.57	5.46	3.74	1.66
食品饮料(申万)	-0.82	-0.34	12.12	7.58	21.38	17.61	12.94	7.92
美容护理(申万)	-0.88	-0.49	4.63	2.21	7.60	7.23	5.50	2.70
石油石化(申万)	-1.15	-0.34	5.16	2.86	10.69	8.95	6.31	3.21
房地产(申万)	-1.81	-0.67	-2.72	-0.66	-10.49	-1.35	-0.91	0.02
煤炭(申万)	-2.28	-1.04	4.23	2.26	11.88	9.59	6.51	3.30

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所 注：绿色虚线为 10%分位，红色虚线为 90%分位

1933 年 3 月 4 日，富兰克林·德拉诺·罗斯福在首次总统就职演说中，面对美国深陷大萧条的绝望氛围，说出了一句振聋发聩的名言：“我们唯一必须恐惧的，就是恐惧本身。一种莫名其妙、丧失理智、毫无根据的恐惧，它把人们转退为进所需的种种努力化为泡影。”

在经济或市场下行的谷底期，总是充斥着各种困难及问题，令人们沮丧或充满疑虑。拦住我们前行的从来不是问题本身，而是我们是否相信自己有行动的意愿，有解决问题的能力。因此，我们认为，当市场估值处于低位的时候，我们要更多去寻找积极因素，相信周期的力量、均值回归法则和社会发展螺旋上升定律，相信政策端解决问题的能力。

要信，就要先信，是为“先信资本”。通常而言，“先信资本”策略是一种逻辑投资，属于逆势投资，一旦投资逻辑得以验证，将率先赚到估值提升的钱。过去一年多以来，政策端因势利导，因时而动，从鼓励分红→科技创新→反内卷→促内需→稳地产等方向逐步推进各项改革创新措施，政策效应陆续释放，政策成果逐步显现。

一方面，在科技创新领域，我国在人工智能、人形机器人、半导体、大模型、国防军工、创新药、影视传媒等多个领域不断突破，持续迎来“DeepSeek”时刻，相关行业如通信、电子、计算机、传媒、机械设备等盈利能力领先企稳回升，这些行业今年一季度、上半年财报披露的 ROE 水平同比率先回升。另一方面，资本市场向着第三次“国九条”规划的高质量发展目标不断前进，上市公司更加注重分红，加大现金派送力度回报投资者，资本市场支持新质生产力发展的力度也持续增强。

映射到二级市场，市场信心显著回暖，权重指数估值与运行重心台阶式上移，慢牛格局初步成形，普惠性的资本市场格局逐步建立。同时，市场结构多点开花，赚钱效应显著且持续，以人工智能、人形机器人为核心，相关行业如通信、电子、计算机、传媒、国防军工、机械设备、创新药等今年以来均给投资者带来了良好的投资回报，上游行业的有色金属、基础化工，低估值的银行、证券也录得不错涨幅。与优异的市场表现相匹配，上述行业的盈利能力也多数率先企稳向上。

在三季度策略报告中，我们注意到，5 月以来，政策端明显加快了行业“反内卷”工作的推进，提示关注以光伏为代表的内卷行业；三季度以来，光伏产品价格的低价恶性竞争已明显缓解，电力设备行业的盈利能力也出现了拐点。

在 9 月策略报告中提示，8 月以来，政策重点转入促消费。8 月 18 日，国务院第九次全体会议指出，要抓住关键着力点做强国内大循环，以国内大循环的内在稳定性和长期成长性对冲国际循环的不确定性，持续激发消费活力。2019 年至 2024 年，社会消费品零售总额平均增速下降至 4.6%，2025 年 1-8 月份，社会消费品零售总额同比增长 4.6%，不及 2015 年至 2018 年年均增速（10%）的一半。对于消费提振政策及其后续落地效应，是否选择“先信资本”的态度，这是一个值得做的选择课题。

我们的投资分析体系，以 PB—ROE 为基本分析框架，在市场估值相对便宜、行业处于周期底部时，当面临宏观政策催化时，我们经过多维分析选择是否采用“先信资本”的策略。统计回顾显示，多数行业推荐以后在盈利能力和市场表现方面均获得了较好的验证。2025 年以来，我们推荐的重点行业或板块如下：

2025 年 1 月，建议关注黄金、恒生指数、港股红利 ETF、银行、证券、上证红利、深证红利；

2025 年 2 月，建议关注电子（半导体）、通信、计算机、传媒、机械设备、人形机器人、恒生科技指数、黄金股 ETF；

2025 年 4 月，建议关注创新药、中药；

2025 年 5 月，建议关注小金属钨、稀土、磁性材料；

2025 年 6 月，建议再次关注证券；

2025 年 7 月，建议关注创业板、光伏 ETF；

2025 年 9 月，建议关注旅游 ETF，再次关注黄金股 ETF。

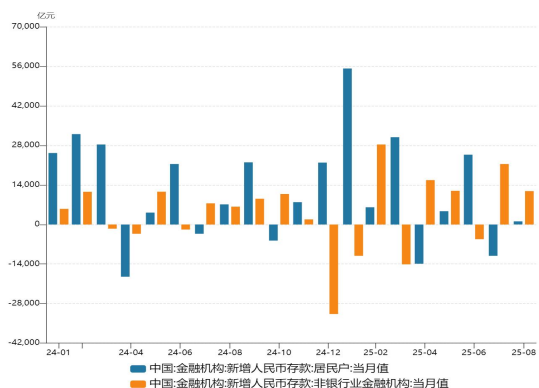
3) 存款活化，市场的第二重推动力

2024 年 9 月以来，政策端持续发力，重塑了资本市场信心，市场估值显著提高，居民风险偏好提升，由此带来居民资产配置的再平衡。特别是今年 7 月和 8 月两个月，居民显著加大了风险资产配置力度。居

民存款活期化特征初现，进而产生存款活化，最终导致了“存款搬家”现象，非银行业金融机构存款同比显著增加，对活跃的资本市场形成了第二重推动力。

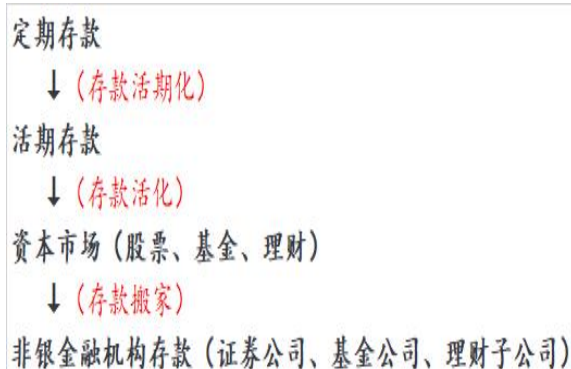
2025 年 7 月，居民户当月新增人民币存款-11100 亿元（同比多降 7800 亿元），非银行金融机构人民币存款当月新增 21400 亿元（同比多增 13900 亿元）；8 月，居民户当月新增人民币存款 1100 亿元（同比少增 6000 亿元），非银行金融机构当月新增人民币存款 11800 亿元（同比多增 5500 亿元）。

图表 43 非银机构存款 7、8 月份显著增加



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 44 存款活期化、存款活化和存款搬家



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

存款活期化是居民存款结构的变化，存款活化是投资行为的变化，存款搬家资金是跨机构流动的结果。三者含义解释如下：

存款活期化，指资金从定期存款转为活期存款，即存款结构发生变化，流动性增强，体现为狭义货币（M1）增速加快，活期存款占比上升。当大量定期转为活期，可能预示着后续资金会流向资本市场，即“活化”趋势增强。

存款活化，指居民或企业将定期存款转为活期存款，或直接投入资本市场，体现为资金用途转变，将存款（尤其是定期）转为更具投资或支付功能的形式，如活期、理财、基金、股市等。

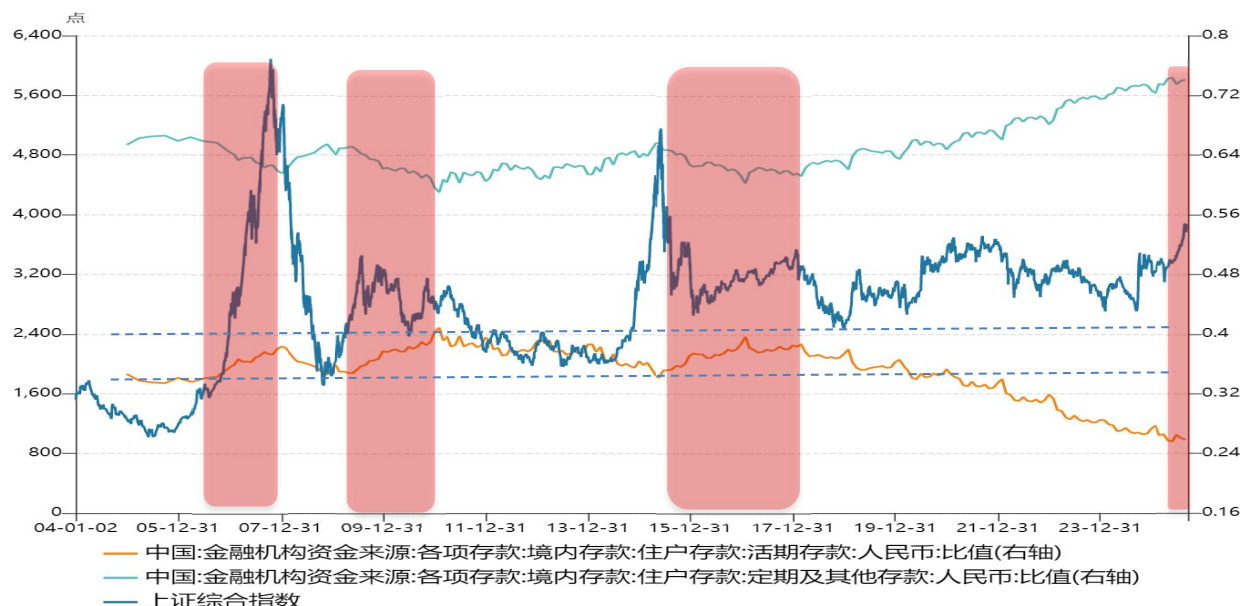
居民存款搬家，指居民将银行存款转移至非银金融机构（如证券账户、理财产品、基金等），形成非银存款，属于跨机构的资金迁移。

存款活期化，是居民存款活化的重要观察指标。2004 年 12 月以来的数据显示，活期存款比例的升降呈现周期波动，且与证券市场表现呈现出显著的关联。即：当证券市场持续上涨一段时间后，活期存款比例逐渐提高，定期存款比例下降；当证券市场由牛市见顶回落后，活期存款下降，定期存款比例增加。具体而言，体现了以下四个特征：

一是市场底部形成在先，存款活期化在后。2005 年 6 月，上证指数触底 998 点后企稳回升；2006 年 3 月，活期存款比例达到 33.6% 低点后持续上行，滞后市场底部 9 个月。2008 年 10 月，上证指数触底 1664 点后企稳回升；2009 年 5 月，活期存款比例二次触及低点 34.8% 后再开始持续上行，滞后市场底部 7

个月。2014 年 5 月，上证指数触底 1991 点后企稳回升；2015 年 5 月，活期存款比例达到 34.2%的低点后持续上行，滞后市场底部 12 个月。

图表 45 上证指数与活期存款比例、定期存款比例的关系



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（住户存款比值：2004 年为年度数据，2005 年-2006 年为季度数据，2007 年至今为月度数据）

二是市场顶部形成在先，活期存款比例下降在后，滞后时间相对较短。2007 年 10 月，上证指数触及 6124 点见顶；2007 年 12 月，活期存款比例触及 38.4%高点后开始持续下行，滞后市场顶部 2 个月。2010 年 11 月，上证指数触及 3186 点见顶，2011 年 1 月活期存款比例触及 40.9%高点后开始逐步下行，滞后市场顶部 2 个月。2018 年 1 月，上证指数触及 3587 点见顶；2018 年 2 月，活期比例触及 38.7%后开始下行，滞后市场 1 个月。

总体看，活期存款比例上升（存款活期化）滞后市场底部的时间周期较长，活期存款比例下降（存款定期化）滞后于市场顶部的时间周期较短。说明在熊市转牛市阶段，由于更多居民处于市场之外，需要更长的认知时间；而在牛市转为熊市阶段，赚钱效应一旦显著下降，由于居民已置身市场，能更快地切身感知市场变化，从而更快采取行动。

三是活期存款比例上升阶段，可能迎来大牛市，也可能是震荡市。比如 2006 年 3 月至 2007 年 12 月，活期存款比例从 33.4%上升至 38.4%，上证指数从 1298 点上升至 5261 点（按月 K 线），迎来大牛市行情；2009 年 5 月至 2011 年 1 月，活期存款比例从 34.8%上升至 40.9%，上证指数从 2632 点上升至 2790 点，基本保持强势震荡形态。

2015 年 5 月至 2018 年 2 月，活期存款比例从 34.2%上升至 38.7%，上证指数从 4611 点下降至 3259 点，以统计起止区间看，市场大幅下跌。这主要是居民活期完全错过了 2015 年上半年的牛市，存款活期

化几乎是在前期牛市的最高点入市。在这一期间存款活化的后半段，迎来了 2016 年 2 月至 2018 年 1 月的慢牛行情（上证指数从 2648 点到 3587 点），这是一段持久的价值蓝筹行情。

由此可以，存款活化通常是在市场上涨形成鲜明的趋势以后，其入市的点位通常前期已经上涨较长周期，若前期涨幅过高、市场估值过高或业绩驱动力不强，则可能形成震荡市、结构市（如 2015 年 5 月至 2018 年 2 月）；若前期上涨温和且业绩端获得验证，则可能形成大牛市（如 2005 年 9 月至 2007 年 12 月）。

四是 2020 年以后，活期存款比例传统波动区间被打破。在 2004 年 12 月至 2019 年 12 月期间，活期存款比例主要波动范围在 34%-40% 之间，但 2020 年以后活期存款比例持续下降，打破了传统波动区间，至 2025 年 5 月达到 25.6% 的历史低点（比历史经验底部区域下跌了 8.4 个百分点），定期存款比例上升至 74.4% 历史高点，主要因三年疫情和百年变局之下居民避险意识大幅度提高。

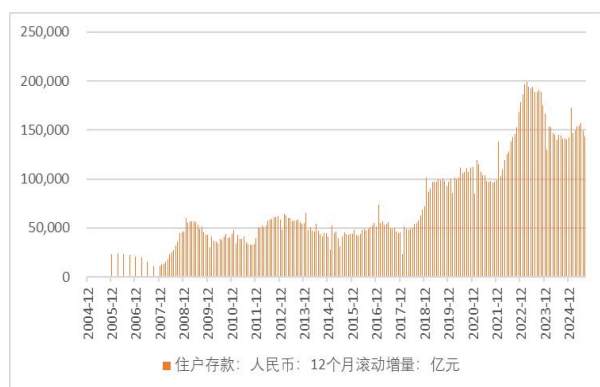
这一阶段依然产生了两轮牛市，A 股经历了 2019-2021 年和 2024 年 9 月至 2025 年 5 月的牛市（仍在持续中），同期活期存款比例持续刷新历史低点，表明场外居民参与股票市场程度仍处于历史低位水平。

我们认为，过去八年这种存款定期化趋势属于特殊历史阶段的一种资产配置行为，活期存款比例大概率不会无限度延续下行。

过去三次存款活期化分别在上证指数上涨 9 个月、7 个月和 12 个月之后；从 2024 年 9 月至 2025 年 5 月，上证指数已经上涨 9 个月，资本市场给予了场外居民足够的认知时间，从 6 月开始，存款活期比例已经逐步抬升，7 月、8 月当月非银存款大幅增长，进一步验证了持续近八年的活期存款比例下降趋势或正在扭转。

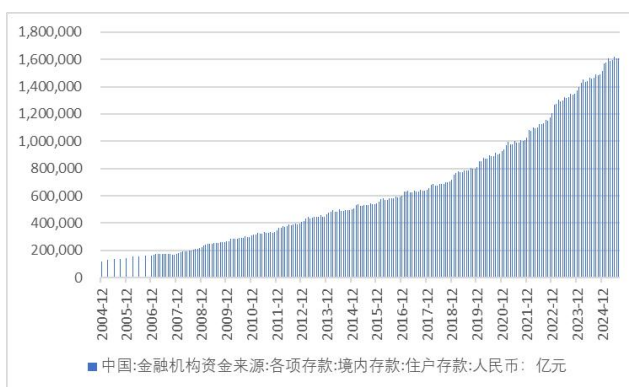
2025 年 8 月，住户存款余额 161.02 万亿元，比 2017 年末增长了 1.5 倍；住户存款 12 个月滚动增量持续上台阶，2009 年-2017 年期间 12 个月滚动增量均值为 4.82 万亿元；2018 年-2021 年滚动增量均值上升至 8.91 万亿元；2022 年-2025 年 8 月滚动增量均值上升至 15.60 万亿元，这一增量已经超过 2005 年住户存款余额（14.33 万亿元）。

图表 46 住户存款 12 个月滚动增量大幅增长



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 47 住户存款余额过去八年加速增长



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

静态测算，活期存款比例每提高一个百分点，将增加 1.61 万亿元活期存款；若活期存款比例从 2025 年 8 月的 25.8% 提高 8.2 个百分点至 34%（2004 年 12 月至 2019 年期间的下限附近），将增加 13.20 万亿元活期存款。

随着国内科技创新持续突破，企业盈利能力探底回升，高质量资本市场日臻完善，市场信心和消费者信心逐渐回暖，过去八年积累的超额储蓄有望持续释放，将给予资本市场及消费领域带来显著的正向推动作用。

4) 传统技术分析面临阶段性失效

在慢牛长牛格局下，市场常常会出现技术钝化走势。技术分析者常用的 MACD 死叉下跌、MACD 顶背离等历史经验形态，其效用可能会大打折扣。

复盘美国股票指数的慢牛图表，可以给技术分析投资者带来更多启发。日线图显示，每一次标普 500 指数的 MACD 死叉，仅仅带来相当短暂的技术调整，如果据此作为卖出依据，则下一次金叉买入将不得不面临更高的买入成本。

图表 48 标普 500 指数（传统的 MACD 死叉及顶背离在慢牛、长牛走势下常常失效）



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

在高质量资本市场不断完善、中国经济持续修复、科技创新多点突破等多重因素下，未来 A 股运行有望走出慢牛长牛行情，美国股指的运行态势值得技术交易者参考借鉴，建议个人技术交易者，可适度减少对明天，下一小时、下一刻钟的技术分析。对于价值投资者，建议多读懂政策信息，明辨科技发展方向和

企业价值，衡量公司估值。

图表 49 A 股走势有走慢牛长牛的潜质（上证指数不断的 MACD 死叉，并未带来太深的调整）



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

风险提示：政策力度不及预期、科技创新不及预期、经济增长不及预期、海外政治经济风险、国际贸易摩擦风险等。

分析师声明:

负责本报告全部或参与部分内容的分析师在此声明, 本人具有证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告; 本报告基于市场公开的合法合规信息进行撰写, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点; 本人薪酬的任何组成部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

特别声明:

法律许可的情况下, 金圆统一证券可能会持有或交易本报告中提及的标的证券, 也可能为标的证券提供股债融资、财务顾问、资产证券化和理财投顾服务。因此, 投资者应当考虑到金圆统一证券及/或相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突, 投资者请勿将本报告视为决策的唯一依据。

免责声明:

金圆统一证券有限公司(以下简称“金圆统一证券”或“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由金圆统一证券制作并发布。本报告仅供本公司及其客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告是基于金圆统一证券认为可靠的已公开信息编制, 但金圆统一证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使金圆统一证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此金圆统一证券可不发出特别通知。

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人的投资建议, 也没有考虑到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。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考, 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他人做出邀请。在法律允许的情况下, 金圆统一证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为金圆统一证券所有。未经金圆统一证券书面同意, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若金圆统一证券以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 金圆统一证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成金圆统一证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经金圆统一证券授权, 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。金圆统一证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级声明:

分类	评级说明		
股票评级	自报告发布之日起 6 个月内, 相对所属板块指数涨幅	买入	股价相对强于基准 20% 以上;
		增持	股价相对强于基准 10%-20% 以上;
		持有	股价相对基准波动 $\pm 10\%$ 以内;

		卖出	股价相对弱于基准 10%以上；
行业评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对沪深 300 指数涨幅	强于大市	相对强于基准 10%以上；
		中性	相对基准波动±10%以内；
		弱于大市	相对弱于基准 10%以上；

金圆统一证券营业网点

厦门地址：

厦门市思明区展鸿路 82 号国际金融中心大厦 10-11 楼

深圳地址：

深圳市南山区粤海街道高新区社区科苑南路 3099 号中国储能大厦 4801

上海地址：

上海市虹口区东大名路 501 号 45 层 01 单元

北京地址：

北京市西城区武定侯街 2 号、4 号 10 层 F2-1(B) 1001-05A