

宏观

利润改善持续性需进一步观察

2025 年 09 月 29 日

宏观周报（9 月第 4 周）

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@cscs.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

核心观点：

- 1) **权益：上周市场缩量上涨。**①宏观市场方面，前期支撑市场预期面因素逐步成为价内因素，美联储降息启动后前期丰满的降息预期有所反复，市场投机情绪有所回落，市场隐含波动率明显回落，小市值指数回落显著。②基本面方面，8 月工业企业利润累计同比 0.9%、前值-1.7%，当月同比由上月下降 1.5%转为增长 20.4%，主要由价和利润率贡献，价格方面当月 PPI 同比较上月回升 0.7pct 至-2.9%，营业利润率当月同比较上月回升 20.2pct 至 17.5%，但利润率的回升有低基数以及部分行业短期损益调整的带动，利润改善的持续性仍需要进一步观察。③海外方面，美联储降息预期受到鲍威尔发言、经济数据超预期等有所回落，美元指数上涨，人民币汇率贬值；美国总统特朗普宣布自 10 月 1 日起对多类进口产品实施新一轮高额关税，包括建材、家具、药品等，贸易局势不确定性再度升温。
- 2) **固收：上周债市收益率整体上行。**①上周催化方面，基金赎回费新规落地以及免税政策可能取消的担忧，叠加周中股市走强压制，债市情绪偏弱；跨季资金偏紧亦对市场情绪有所压制，周五央行大额投放 14 天 OMO 后资金转松，叠加股市回调，债市情绪转暖。②后期来看，国内经济数据持续走弱，基本面偏弱决定了央行宽松的货币政策基调不会改变，且美联储重启降息，10 月国内降息的概率在增大。不过目前债市信心还较为薄弱，虽然利率位置对于配置户开始具备一定吸引力，但对权益市场和增量政策仍有忌惮，公募费率改革仍然有扰动，短期债市可能维持偏震荡的格局。
- 3) **海外：美股下跌、美债利率上行、美元指数升值、人民币贬值、黄金上涨。**①美联储降息预期受到扰动，带动美债利率、美元指数上行，美股有所回落，人民币贬值。鲍威尔强调“劳动力市场存在下行风险，但对通胀回落仍持谨慎态度”，未暗示 10 月进一步降息，导致市场对年内降息预期有所下滑。美国一系列经济、就业、通胀数据超预期，再度冲击降息预期。②关税政策不确定性再起。美国总统特朗普宣布自 10 月 1 日起对多类进口产品实施新一轮高额关税。
- 4) **风险提示：**基本面超预期弱化、贸易摩擦再升级、美联储降息预期快速收缩。

正文目录

一、 市场宏观变量回顾	3
二、 当周关注	4

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾.....	3
--------------------------	---

一、市场宏观变量回顾

Figure 1 市场宏观变量周度回顾

大类市场	市场复盘	宏观变量点评
权益	上周市场缩量上涨，周均成交额 23132 亿元，环比缩量 2047 亿元。上证指数 0.21%，深证成指 1.06%，创业板指 1.96%，万得全 A 0.25%；沪深 300 1.07%，小市值指数 -1.50%；恒生指数 -1.57%，恒生科技指数 -1.58%。板块上，电力设备、有色金属、电子表现靠前，社会服务、商贸零售、轻工制造表现靠后。风格上，价值好于成长、大盘好于小盘。	1) 宏观市场方面，前期支撑市场预期面因素逐步成为价内因素，美联储降息启动后前期丰满的降息预期有所反复，市场投机情绪有所回落，市场隐含波动率明显回落，小市值指数回落显著。2) 基本面方面，8 月工业企业利润累计同比 0.9%、前值-1.7%，当月同比由上月下降 1.5%转为增长 20.4%，主要由价和利润率贡献，价格方面当月 PPI 同比较上月回升 0.7pct 至-2.9%，营业利润率当月同比较上月回升 20.2pct 至 17.5%，但利润率的回升有低基数以及部分行业短期损益调整的带动，利润改善的持续性仍需要进一步观察。3) 海外方面，美联储降息预期受到鲍威尔发言、经济数据超预期等有所回落，美元指数上涨，人民币汇率贬值；美国总统特朗普宣布自 10 月 1 日起对多类进口产品实施新一轮高额关税，包括建材、家具、药品等，贸易局势不确定性再度升温。
固收	上周债市收益率整体上行，。全周 T2512 下跌 0.07%，TL2512 下跌 0.60%，TF2512 下跌 0.09%。现券来看，10 年国债活跃券上行 0.3BP，30 年国债活跃券上行 2.4BP，10 年国开上行 2BP，5 年国开上行 2.75BP，3 年国开上行 2.55BP，1 年国开下行 2.8BP。 上周央行全口径净投放 11233 亿元，包含重启 14 天逆回购投放共 9000 亿元，以及 MLF 增量 3000 亿元续作。	1) 上周催化方面，基金赎回费新规落地以及免税政策可能取消的担忧，叠加周中股市走强压制，债市情绪偏弱；跨季资金偏紧亦对市场情绪有所压制，周五央行大额投放 14 天 OMO 后资金转松，叠加股市回调，债市情绪转暖。 2) 后期来看，国内经济数据持续走弱，基本面偏弱决定了央行宽松的货币政策基调不会改变，且美联储重启降息，10 月国内降息的概率在增大。不过目前债市信心还较为薄弱，虽然利率位置对于配置户开始具备一定吸引力，但对权益市场和增量政策仍有忌惮，公募费率改革仍然有扰动，短期债市可能维持偏震荡的格局。
海外及其他	上周道指跌 0.15%，标普 500 指数跌 0.31%，纳指跌 0.65%。美债方面，10 年美债收益率上行 5bp 至 4.18%，2 年期美债收益率上行 7bp 至 3.64%。汇率方面，美元指数周涨 0.55%报 98.1926，离岸人民币兑美元贬值 217 个基点报 7.1413。大宗方面，美油期货涨 4.47%，COMEX 黄金期货涨 2.27%。	1) 美联储降息预期受到扰动，带动美债利率、美元指数上行，美股有所回落，人民币贬值。鲍威尔强调“劳动力市场存在下行风险，但对通胀回落仍持谨慎态度”，未暗示 10 月进一步降息，导致市场对年内降息预期有所下滑。美国一系列经济、就业、通胀数据超预期，再度冲击降息预期。2) 关税政策不确定性再起。美国总统特朗普宣布自 10 月 1 日起对多类进口产品实施新一轮高额关税。

资料来源：wind、世纪证券研究所

二、当周关注

日期	事件
9 月 30 日（周二）	09:30 中国 9 月官方制造业 PMI：前值 49.40，预期 50.10
10 月 1 日（周三）	20:15 美国 9 月新增 ADP 就业人数:季调(人)：前值 54,000.00
	22:00 美国 9 月 ISM 制造业 PMI：前值 48.70
10 月 3 日（周五）	20:30 美国 9 月失业率:季调(%)：前值 4.30
	20:30 美国 9 月非农就业人口变动:季调(千人)：前值 22.00

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。