



2025年09月21日

美联储如期降息，关注PPI对工业企业利润的传导，科技仍是主线

——资产配置周报（2025/09/15-2025/09/19）

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

联系人

陈伟业

cwy@longone.com.cn

投资要点

- **全球大类资产回顾。**9月19日当周，全球股市表现分化，A股成长占优，恒生科技领涨，美股三大股指均收涨；主要商品期货中黄金上涨，原油、铝、铜均收跌；美元指数小幅上涨，主要非美货币小幅升值。1）权益方面：恒生科技指数>创业板指>纳指>科创50>标普500>深证成指>道指>日经225>恒生指数>法国CAC40>德国DAX30>沪深300指数>英国富时100>上证指数。2）黄金受益于美联储重启降息，当周再创新高；降息无法缓解市场担忧需求下行，叠加供给相对充足，原油价格下跌。3）工业品期货：南华工业品价格指数上涨，炼焦煤、螺纹钢小幅上涨，水泥、混凝土小幅下跌；高炉开工率当周小幅上涨；乘用车日均零售5.23万辆，环比20.31%，同比-4.00%；BDI环比上涨3.62%。4）国内长短端利率债分化，全周中债1Y国债收益率下跌1.00BP至1.3900%，10Y国债收益率上涨1.19BP收至1.8789%。5）美债收益率上行。2Y美债收益率当周上行1BP至3.57%，10Y美债收益率上行8BP至4.14%。6）美元指数收于97.6515，周上涨0.04%；离岸人民币对美元升值0.06%。
- **国内权益市场。**9月19日当周，风格方面，成长>周期>消费>金融，日均成交额为24948亿元（前值22987亿元）。申万一级行业中，共有13个行业上涨，18个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为煤炭（+3.51%）、电力设备（+3.07%）、电子（+2.96%）；跌幅靠前的行业为银行（-4.21%）、有色金属（-4.02%）、非银金融（-3.66%）。
- **美联储如期降息，关注PPI对工业企业利润的传导，科技仍是主线。**9月17日美联储如期降息25bp，符合市场预期，点阵图中位数显示年内或仍有50bp的降息空间，但美联储主席发言相对中性偏鹰，强调本次降息是为了风险管理，并不认为有快速调整利率的需求，同时依然强调数据导向以及美联储独立性的重要性。美联储降息或引导全球的货币政策宽松，加之美元贬值，商品向上空间打开；但我们认为本次美联储预防式降息从需求的角度，对于商品的短期拐点仍存不确定性。8月国内PPI同比降幅收窄，规上工业增加值同比实际增长较7月下降0.5个百分点，关注对工业企业利润的影响；8月社零同增3.4%，静待政策加码，国内消费预期仍有待刺激。我们认为当前科技仍是主线，看好AI应用到各个行业的潜力，算力基础设施提升空间等；同时建议关注供给端产能控制，下游需求确定的有色、黄金等板块。
- **利率与人民币汇率。**流动性方面，在税期和政府债发行高峰期的影响下，流动性需求上升，导致主要回购利率上行。但随着央行持续加大流动性投放力度，资金面紧张态势有所缓解。下一周将有3000亿元MLF到期，预计央行将继续加量续作，以维持季末流动性平稳。利率债方面，股债跷跷板效应、政府债供给高峰、基金赎回费调整、资金转紧等因素对债市产生负面影响，收益率普遍小幅上行。当前债市收益率处于震荡区间上沿。在货币政策面临的汇率约束明显缓解、银行息差压力因存款重定价有所放缓、宏观基本面仍需要宽松政策支持等积极因素的支撑作用下，中长端配置机会渐显。美债方面，降息落地后，收益率反弹，短期“弱就业+高通胀”的组合或促使美债收益率在降息预期与通胀风险之间反复波动。人民币方面，降息落地后，美元指数因经济数据矛盾性而出现反弹。与之对应，人民币汇率先升后贬，预计人民币对美元汇在7.10附近震荡。
- **风险提示：**周度基金仓位为预估，存在偏差风险；关税政策存在不确定性；特朗普政策不确定性；国内价格走弱的影响等。

正文目录

1. 核心观点：美联储如期降息，关注 PPI 对工业企业利润的传导，科技仍是主线	5
1.1. 市场观点与资产配置建议	5
1.2. 全球大类资产回顾	5
1.3. 国内权益市场回顾	7
2. 利率及汇率跟踪	7
2.1. 资金面：税期略转紧	7
2.2. 利率债：收益率震荡中小幅上升	7
2.3. 美债：降息落地，长端收益率反弹	8
2.4. 美联储降息后美元指数反弹，人民币回调	8
3. 原油、黄金、金属铜等大宗跟踪	8
3.1. 能源跟踪	8
3.2. 黄金跟踪	10
3.3. 金属铜跟踪	12
4. 行业及主题	14
4.1. 行业高频跟踪	14
4.2. 主要指数及行业估值水平	16
5. 重要市场数据及流动性跟踪	17
5.1. 8 月国内经济延续放缓，亟需政策加码	17
5.2. 美国降息落地，后续还有多少空间？	18
5.3. 资金及流动性跟踪	20
5.4. 美国流动性及利率跟踪	21
6. 市场资讯	22
6.1. 海外市场资讯	22
6.2. 国内市场资讯	23
6.3. 政策面	23
7. 财经日历	24
8. 风险提示	24

图表目录

图 1 全球主要大类资产周度表现, %	6
图 2 中债美债周度表现, BP	6
图 3 申万一级行业周度涨跌幅, %	7
图 4 原油价格, 美元/桶	9
图 5 天然气价格, 美元/百万英热	9
图 6 美国原油产量与钻机数, 万桶/天, 台	10
图 7 美国燃料库存, 百万桶	10
图 8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %	10
图 9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天	10
图 10 美国汽油与原油现货价差, 美元/桶	10
图 11 国内的成品油价差, 元/吨, 元/吨	10
图 12 美元指数与伦敦金现, 美元/盎司	11
图 13 VIX 与金价, 美元/盎司	11
图 14 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps	11
图 15 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps	11
图 16 中美国债收益率与金价, 美元/盎司, %	12
图 17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测	12
图 18 2000 年以来我国央行黄金储备, 万盎司, 美元/盎司	12
图 19 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %	12
图 20 金属铜价格, 元/吨, 美元/吨	13
图 21 铜精矿 25%Cu: 远期现货综合指数, 美元/千吨	13
图 22 铜精矿和电解铜库存, 万吨	13
图 23 中国矿产粗铜产量, 万吨	13
图 24 中国铜精矿和电解铜产量, 万吨	13
图 25 中国电解铜产能和产能利用率, 万吨, %	13
图 26 中国电解铜和需求缺口, 万吨	14
图 27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量, 手	14
图 28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量, 吨	14
图 29 上海平水铜、升水铜升贴水, 元/吨	14
图 30 247 家钢厂高炉产能利用率, %	14
图 31 乘用车日均零售销量, 辆	14
图 32 BDI 指数	15
图 33 一、二、三线城市新房成交面积, 万平方米	15
图 34 30 城新房成交面积, 万平方米	15
图 35 14 城二手房成交面积, 万平方米	15
图 36 主要行业高频数据	15
图 37 主要指数估值及分位数水平, %	16
图 38 各行业指数估值及分位数水平, %	16
图 39 规模以上工业增加值当月同比, %	18
图 40 社会消费品零售总额当月同比, %	18
图 41 固定资产投资完成额累计同比, %	18
图 42 制造业、基建投资累计同比, %	18
图 43 美联储 9 月 FOMC 点阵图显示美联储 2025 年内降息意见分歧加剧	20
图 44 两融余额, 亿元, 亿元	21
图 45 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %	21
图 46 DR007、7 天期 OMO 利率, %	21

图 47 SHIBOR 3M, %	21
图 48 美国存款准备金占比银行总资产, %	22
图 49 美国金融流动性指标, 十亿美元	22
图 50 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差, bps	22
图 51 美联储隔夜逆回购协议, 十亿美元	22
图 52 财经日历	24

1.核心观点：美联储如期降息，关注 PPI 对工业企业利润的传导，科技仍是主线

1.1.市场观点与资产配置建议

1) 美联储如期降息，关注 PPI 对工业企业利润的传导，科技仍是主线。9 月 17 日美联储如期降息 25bp，符合市场的预期，点阵图中位数显示年内或仍有 50bp 的降息空间，但美联储主席发言相对中性偏鹰，强调本次降息是为了风险管理，并不认为有快速调整利率的需求，同时依然强调数据导向以及美联储独立性的重要性。美联储降息或引导全球的货币政策宽松，加之美元贬值，商品向上空间打开；但我们认为本次美联储预防式降息从需求的角度，对于商品的短期拐点仍存不确定性。8 月国内 PPI 同比降幅收窄，规上工业增加值同比实际增长较 7 月下降 0.5 个百分点，关注对工业企业利润的影响；8 月社零同增 3.4%，静待政策加码，国内消费预期仍有待刺激。我们认为当前科技仍是主线，看好 AI 应用到各个行业的潜力，算力基础设施提升空间等；同时建议关注供给端产能控制，下游需求确定的有色、黄金等板块。

2) 利率与人民币汇率。流动性方面，在税期和政府债发行高峰期的影响下，流动性需求上升，导致主要回购利率上行。但随着央行持续加大流动性投放力度，资金面紧张态势有所缓解。下一周将有 3000 亿元 MLF 到期，预计央行将继续加量续作，以维持季末流动性平稳。利率债方面，股债跷跷板效应、政府债供给高峰、基金赎回费调整、资金转紧等因素对债市产生负面影响，收益率普遍小幅上行。当前债市收益率处于震荡区间上沿。在货币政策面临的汇率约束明显缓解、银行息差压力因存款重定价有所放缓、宏观基本面仍需要宽松政策支持等积极因素的支撑作用下，中长端配置机会渐显。美债方面，降息落地后，收益率反弹，短期“弱就业+高通胀”的组合或促使美债收益率在降息预期与通胀风险之间反复波动。人民币方面，降息落地后，美元指数因经济数据矛盾性而出现反弹。与之对应，人民币汇率先升后贬，预计人民币对美元汇在 7.10 附近震荡。

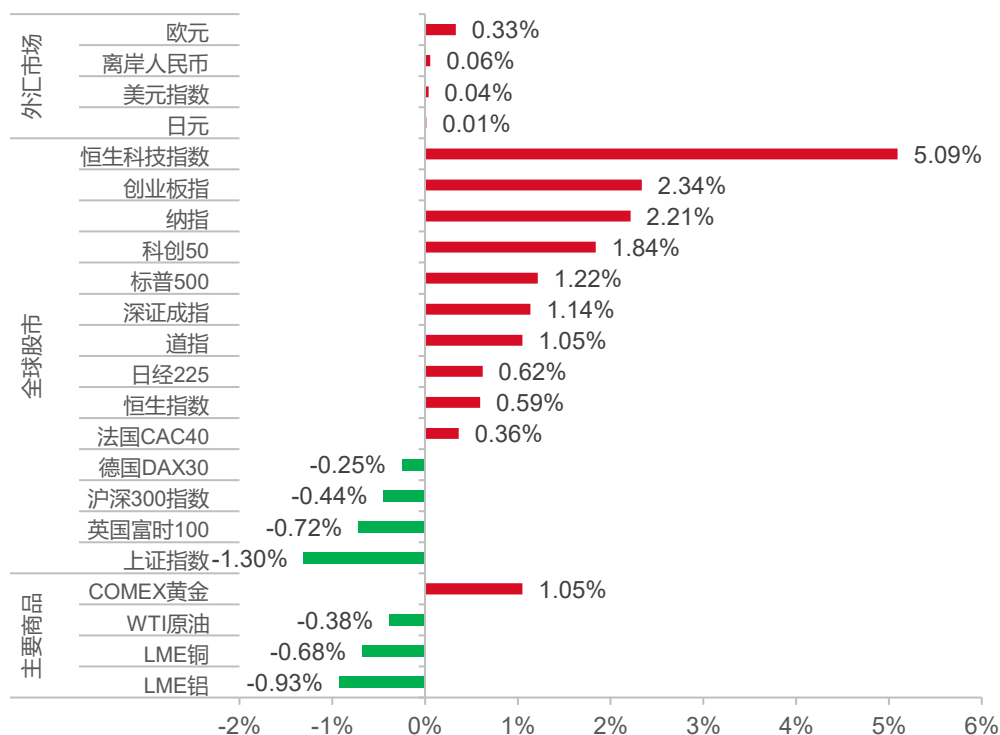
3) 新的一周主要经济数据与市场预期。美联储如期降息，但是市场仍然关注包括主席在内的 FOMC 成员的重要讲话内容，市场和政策制定者将评估 PCE 通胀、个人消费和支出的最新数据，以及最新的第二季度 GDP 预测，以获取对经济的重要见解。其他重要的美国经济数据包括耐用品订单、PMI、经常账户和新屋销售等。印度、澳大利亚、日本、英国、德国、法国和欧元区的 PMI 也将成为关注的焦点。在地缘政治方面，世界各国领导人将齐聚纽约参加联合国大会。在欧洲，在经历了三年多的收缩后，德国的工厂活动预计将显示出企稳的迹象，而服务业将再次收缩，但速度会放缓。GfK 消费者信心指数可能略有改善，但仍将保持低迷。在中国，预计中国人民银行将维持一年期和五年期 LPR 分别为 3%和 3.5%不变，关注工业企业利润数据。在日本，市场关注的焦点将是 9 月 PMI 和东京 CPI，核心通胀率可能加速至 2.8%，而日本央行的最新会议纪要将受到密切关注。

1.2.全球大类资产回顾

9 月 19 日当周，全球股市表现分化，A 股成长占优，恒生科技领涨，美股三大股指均收涨；主要商品期货中黄金上涨，原油、铝、铜均收跌；美元指数小幅上涨，主要非美货币小幅升值。1) 权益方面：恒生科技指数>创业板指>纳指>科创 50>标普 500>深证成指>道指>日经 225>恒生指数>法国 CAC40>德国 DAX30>沪深 300 指数>英国富时 100>上证指数。国内来看，8 月经济数据继续走弱，主权重表现不佳，但成长叙事仍在，扩大服务消费政策出台，关注金九银十相关消费表现情况。海外方面，美联储如期降息，但鲍威尔新闻发布会整体偏鹰，美联储内部分歧仍然延续，年内再降两次 25BP 或较为合理；日央行维持

利率不变，符合预期。2) 黄金受益于美联储重启降息，当周再创新高；降息无法缓解市场担忧需求下行，叠加供给相对充足，原油价格下跌。3) 工业品期货：南华工业品价格指数上涨，炼焦煤、螺纹钢小幅上涨，水泥、混凝土小幅下跌；高炉开工率当周小幅上涨；乘用车日均零售 5.23 万辆，环比 20.31%，同比-4.00%；BDI 环比上涨 3.62%。4) 国内长短端利率债分化，全周中债 1Y 国债收益率下跌 1.00BP 至 1.3900%，10Y 国债收益率上涨 1.19BP 收至 1.8789%。5) 美债收益率上行。2Y 美债收益率当周上行 1BP 至 3.57%，10Y 美债收益率上行 8BP 至 4.14%；10Y 日债收益率上行 0.2BP 至 1.6150%。6) 美元指数收于 97.6515，周上涨 0.04%；离岸人民币对美元升值 0.06%；日元对美元升值 0.01%。

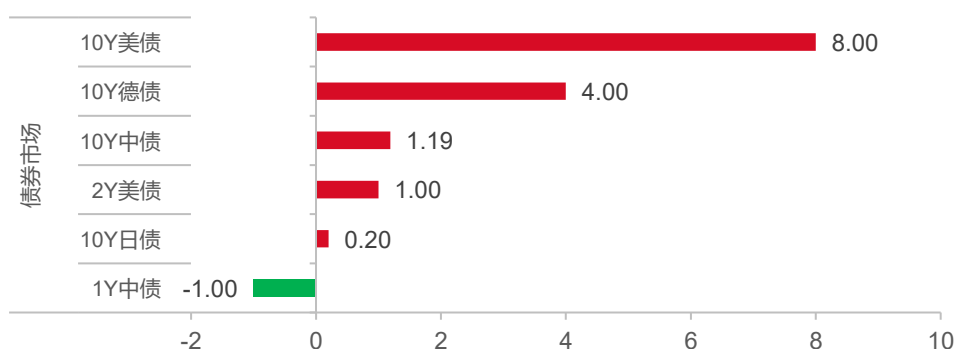
图1 全球主要大类资产周度表现，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

备注：美元兑人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升值。

图2 中债美债周度表现，BP

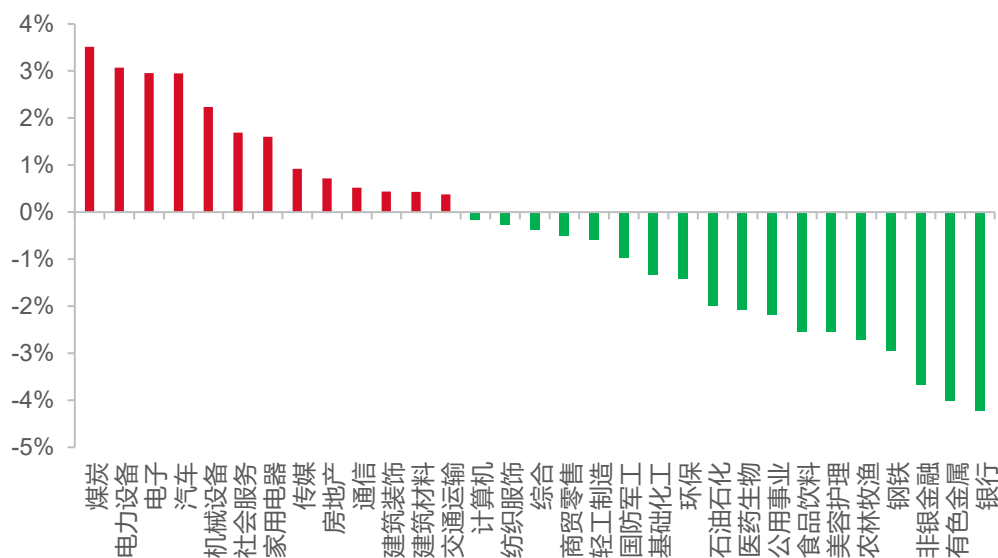


资料来源：同花顺，东海证券研究所

1.3.国内权益市场回顾

国内权益市场：至9月19日当周，风格方面，成长>周期>消费>金融，日均成交额为24948亿元（前值22987亿元）。申万一级行业中，共有13个行业上涨，18个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为煤炭（+3.51%）、电力设备（+3.07%）、电子（+2.96%）；跌幅靠前的行业为银行（-4.21%）、有色金属（-4.02%）、非银金融（-3.66%）。

图3 申万一级行业周度涨跌幅，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所，9/15-9/19

2.利率及汇率跟踪

2.1.资金面：税期略转紧

周内银行间市场的资金面整体略转紧，尤其是在税期和政府债发行高峰期（周内净融资额4029.77亿元，前一周为3892.32亿元）的影响下，流动性需求上升，导致主要回购利率上行。但随着央行持续加大流动性投放力度（周内逆回购+国库定存净投放5923亿元，6M买断式逆回购净投放3000亿元，前一周全口径净投放1961亿元），资金面紧张态势有所缓解。DR001加权均价区间为1.41%-1.51%（前一周1.36%-1.43%），DR007加权均价区间为1.48%-1.56%（前一周1.45%-1.48%）。1M、3M、6M、1Y期限AAA级收益率分别收于1.58%、1.58%、1.64%、1.68%，分别较前一周+2.43bp、+1bp、+0.26bp、0bp。其中，1M收益率自9月中旬以来，上升较为明显，主要是因为净偿还规模较大导致供需偏紧。7月以来，财政资金对货币供应的支撑较为明显。当前宏观基本面仍需要低利率环境支撑，央行支持性态度明确。9月25日将有3000亿元MLF到期，预计央行将继续加量续作，以维持季末流动性平稳。

2.2.利率债：收益率震荡中小幅上升

周内债市震荡中小幅调整，主要影响因素包括以下方面：第一，A股市场较为强势，股债跷跷板效应压制债市；第二，超长期国债发行叠加地方债供给高峰，助推收益率上行；第三，基金赎回费调整提高短期交易成本、降低销售机构推广债基的积极性，对债市情绪产生负面影响；第四，资金面边际转紧。1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y年期国债收益率分

别收于 1.25%、1.38%、1.4%、1.39%、1.62%、1.88%、2.2%，分别较前一周-0.5bp、+0.64bp、-0.02bp、-1bp、+0.47bp、+1.19bp、+1.56bp。

8 月 PMI 数据反映出经济在政策推动和季节性因素消退后的局部修复迹象，但整体复苏仍显温和，需求端压力依然存在。整体 CPI 处于温和下行区间，但核心 CPI 显示出一定的修复迹象；PPI 同比降幅较上月收窄，表明工业品价格下行压力有所缓解。CPI 与 PPI 剪刀差处于年内高位，表明下游消费市场虽有修复，但整体仍偏弱。新增人民币贷款同比少增显示信贷需求依然较弱，政府债券净融资仍是社融的主要支撑力量。固定资产投资低于预期，显示内需仍偏弱；房地产开发投资降幅扩大，表明房地产仍未见明显修复；社会消费品零售总额低于预期，显示消费端仍乏力。以上经济弱复苏背景下，债市依然受基本面支撑。

货币政策方面，6 月以来央行较为克制，发力点集中在结构性货币政策工具扩容。年内物价指数整体持续偏弱，指向货币政策适度宽松的宏观基础依然有效。9 月美联储降息 25bps，国内货币政策宽松预期有所上升。

当前债市收益率处于震荡区间上沿。在货币政策面临的汇率约束明显缓解、银行息差压力因存款重定价有所放缓、宏观基本面仍需要宽松政策支持等积极因素的支撑作用下，中长端配置机会渐显。

2.3.美债：降息落地，长端收益率反弹

当地时间，9 月 17 日，美联储宣布降息 25bp，将联邦基金利率目标区间降至 4.00%-4.25%，但美联储主席鲍威尔在会后讲话中强调政策制定将通过“逐次会议”的方式进行，并未释放更激进的降息信号。这一表态削弱了市场对美联储将在短期内多次大幅降息的预期，导致中长端美债收益率在降息宣布后出现明显反弹。截至当地时间 9 月 19 日，1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y 年期美国国债收益率分别收于 4.19%、4.03%、3.81%、3.6%、3.68%、4.14%、4.75%，分别较前一周-5bp、-5bp、-2bp、-6bp、+5bp、+8bp、+7bp。

9 月降息落地后，经济数据的矛盾性或再度主导短期美债走势。尽管 9 月 18 日公布的初请失业金人数和费城联储制造业指数显示就业市场降温，但 8 月美核心 CPI 同比仍维持在 3.1%，整体 CPI 同比为 2.9%，表明通胀压力尚未明显缓解。这种“弱就业+高通胀”的组合，使得市场对美联储降息的预期升温，但同时担心通胀可能对降息效果形成制约，从而或促使美债收益率在降息预期与通胀风险之间反复波动。

2.4.美联储降息后美元指数反弹，人民币回调

8 月银行结售汇连续第三个月实现顺差，差额位于近年同期高位，与同期人民币升值走势相符，反映市场对汇率预期较为积极。周内来看，美联储降息落地前，美元指数走低，降息落地后，美元指数因经济数据矛盾性而出现反弹。与之对应，人民币汇率先升后贬。离岸人民币对美元收于 7.1196，较前一周小幅升值 40.90 基点。降息落地后，“弱就业+高通胀”组合或再度主导短期市场走势，人民币对美元汇率或在 7.10 附近震荡。

3.原油、黄金、金属铜等大宗跟踪

3.1.能源跟踪

截至 9 月 19 日当周，WTI 原油周内震荡运行，周五收于 62.68 美元/桶，较上周同期持平。截至 2025 年 9 月 12 日当周，美国原油产量为 1348.2 万桶/天，同比增加 28.2 万桶/天。美国炼厂吞吐量为 1642 万桶/天，开工率 93.3%。9 月 19 日当周，美国钻机数 542 台，较去年同期减少 46 台；其中采油钻机数 418，较去年同期减少 70 台。

阿根廷油气勘探生产商数据显示，7 月全国原油产量同比激增 18.5%至创 26 年新高 81.12 万桶/日，预计 2030 年总产量有望增至 150 万桶/日。阿根廷最大油气生产商 YPF 表示，瓦卡穆埃尔塔持续开发增产的布伦特油价盈亏平衡点为 45 美元/桶（与美国陆上页岩项目相当）。产量增长主要来自巴塔哥尼亚巨型页岩区瓦卡穆埃尔塔——该产区 2012-2013 年钻探首口试验井，如今产量以 30%年增速攀升，7 月达创纪录的 50.83 万桶/日。将有效抵消全国多数成熟常规油田递减，并推动出口预期飙升。阿根廷能源秘书处数据显示，2025 年上半年原油出口均值 18 万桶/日（较 2024 年 15.4 万桶/日增 17%），其中多数为瓦卡穆埃尔塔及内乌肯盆地常规油田产的轻质低硫油 Medanita（今年上半年出口 13.1 万桶/日，较 2024 年均值 11.7 万桶/日增 12%）。为应对增长，Oleoductos de Valle（Oldelval）正投资 4 亿美元建设瓦卡穆埃尔塔北部油田新支线管道，Duplicar Norte 管道拟 2026 年末投运（2027 年 3 月达 22 万桶/日）；后续通过增加泵送能力可扩至 30 万桶/日乃至 50 万桶/日。另一项目 VMOS（瓦卡穆埃尔塔石油南线）投资 30 亿美元建设 55 万桶/日产能，将原油输送至里奥内格罗省蓬塔科罗拉多港（由超大型油轮出口）。该项目由 YPF 牵头油气生产商联盟推进，拟 2026 年以 18 万桶/日运行，2027 年 3 月达 38 万桶/日，7 月实现满负荷。

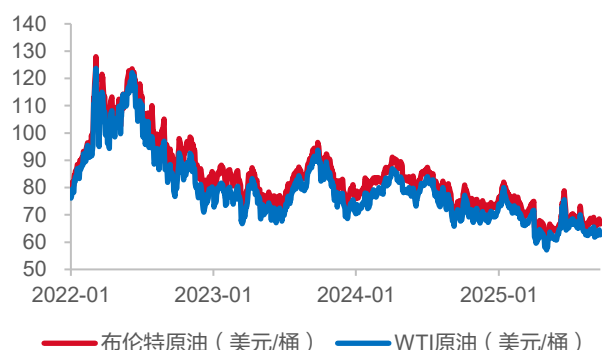
中石油国际宣布，其在 9 月 9-12 日米兰 Gastech 2025 会议期间签署多项合作协议。关键协议包括：9 月 9 日与挪威 Equinor 签署合作协议（在现货贸易合作基础上深化天然气资源开发与市场拓展合作）；同日与土耳其 Botas 签署谅解备忘录（拟推进液化天然气购销协议）；9 月 10 日与荷兰船燃供应商 Titan Clean Fuels 签署谅解备忘录（依托中石油资源优势 and Titan 技术专长联合开发全球液化天然气加注业务）；9 月 11 日与新加坡 GasCo 签署液化天然气主购销协议（延续其扩大亚洲客户群的举措）。

伊拉克国家石油营销组织 SOMO 正与阿曼 OQ Trading 公司谈判建设从伊拉克巴士拉至阿曼未公开地点的原油出口管道，以规避途经霍尔木兹海峡路线的天气干扰。9 月初阿曼与伊拉克表示将在营销和储存伊拉克原油方面合作（旨在为伊拉克提供霍尔木兹海峡之外的替代出口路线）。伊拉克作为主要产油国月度原油出口超 300 万桶/日。阿曼拉斯马克兹原油终端位于该国主要杜库姆经济区附近，为海湾地区提供霍尔木兹海峡之外的替代储油点。

油价判断：伊以冲突趋缓，短期内地缘政治因素影响边际减弱，原油价格已基本度过季节性低点，预计年内布伦特原油仍将在 60~90 美元/桶区间震荡运行，短期内需关注降息预期引起的油价波动风险。

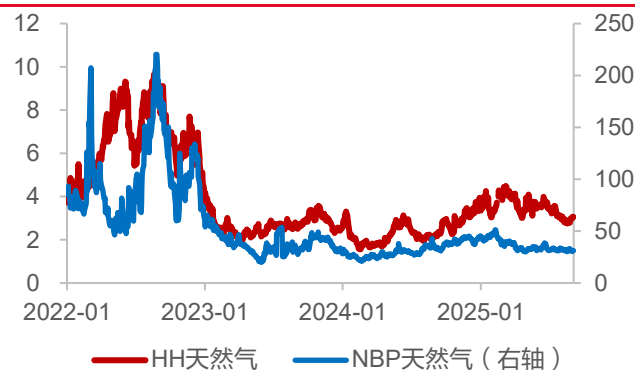
（数据来源：Wind，EIA，Platts，Oilprice，BakerHughes，OPEC）

图4 原油价格，美元/桶



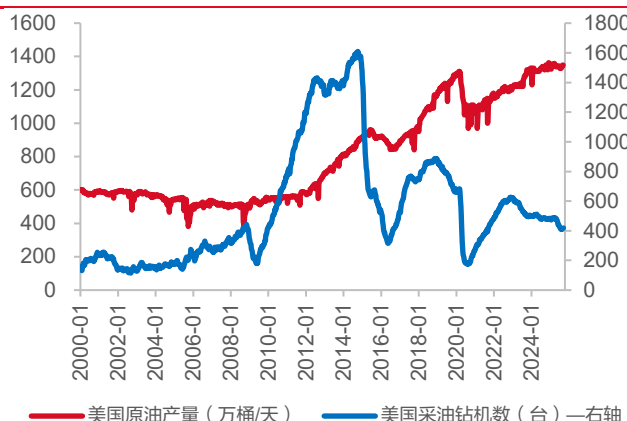
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 天然气价格，美元/百万英热



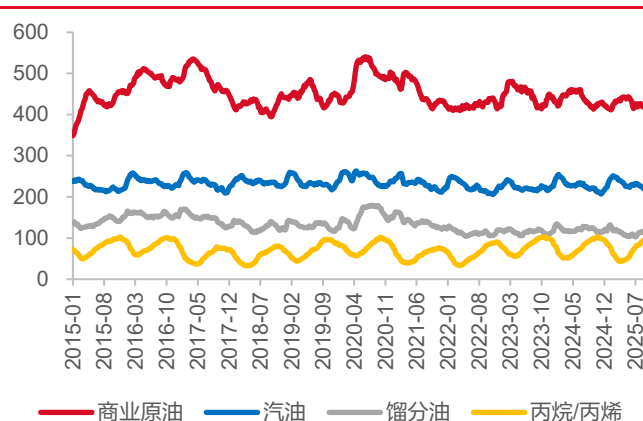
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 美国原油产量与钻机数, 万桶/天, 台



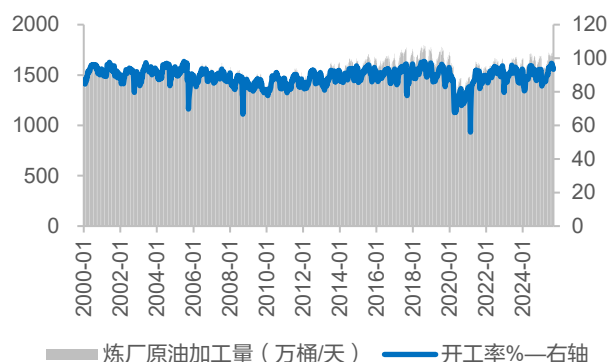
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图7 美国燃料库存, 百万桶



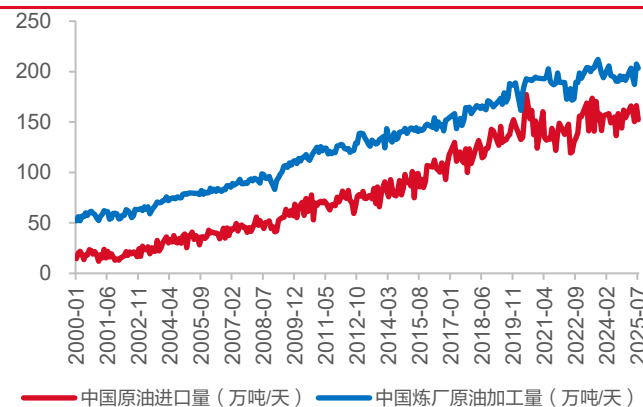
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %



资料来源: EIA, 东海证券研究所

图9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天



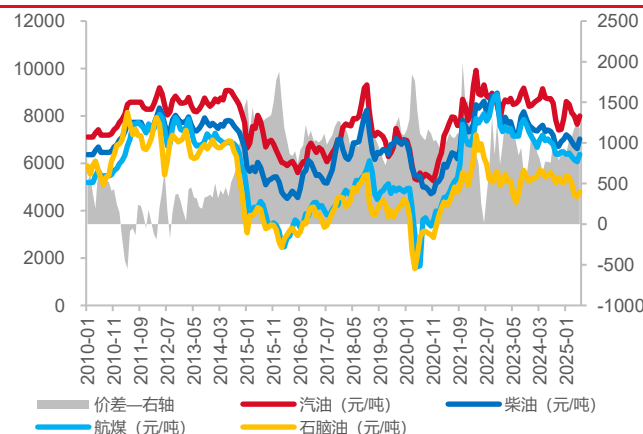
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图10 美国汽油与原油现货价差, 美元/桶



资料来源: EIA, 东海证券研究所

图11 国内的成品油价差, 元/吨, 元/吨



资料来源: 钢联数据, 东海证券研究所

注: 价差 = 0.2*石脑油+0.3*柴油+0.2*汽油+0.1*航空煤油-原油
 *VAT*汇率 (未考虑副产品和除增值税外各项税)

3.2.黄金跟踪

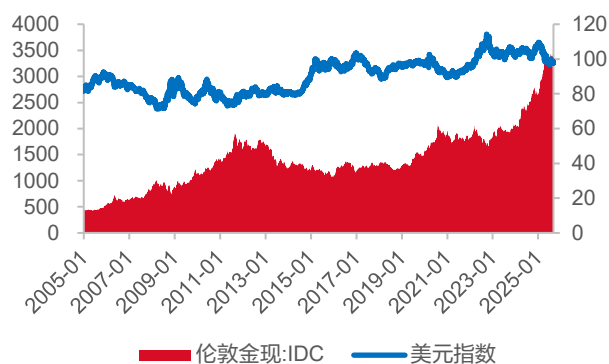
美联储如期降息 25bp, 周内金价再创新高。截至 2025 年 9 月 19 日, 伦敦金现收于 3684.65 美元/盎司, 较上周同期上涨 1.15%, 周三盘内最高触及 3707.47 美元/盎司的高点。美股三大指数周内震荡上行, 美元指数弱势震荡且周内一度跌破 97 关口。若美国化债持续

遇阻，预计美元或大幅贬值。8月我国央行继续增持黄金储备6万盎司。美联储周三如期降息25bp，再次进入降息通道。市场预期美联储年内仍将降息两次，押注10月将降息25个基点。SPDR持有量大幅上升达近两年新高，政策面上美国贸易协定、俄乌冲突等仍存在较大不确定性。整体来看，美元及美债的避险属性被削弱，黄金避险需求凸显，美元贬值预期走强，黄金长期上涨逻辑增强。

美债利率震荡上行，中债利率同向微涨。截至9月19日，10Y美债利率震荡上行，较上周同期上升8bp收于4.14%，10Y中美利差倒挂值为228.54bp，较上周有所走阔。中国10Y国债利率本周震荡上行，最终报收1.8789%，较上周同期上升1.2bp。2025年8月美国CPI同比上涨2.9%，前值2.7%，略高于市场预期，PPI同比增长2.6%，低于市场预期。8月，我国制造业PMI为49.4%，较前值提高0.1个百分点；美国制造业PMI为48.7%，因为美国政府关税政策持续带来不确定性，美国制造业连续第六个月收缩。

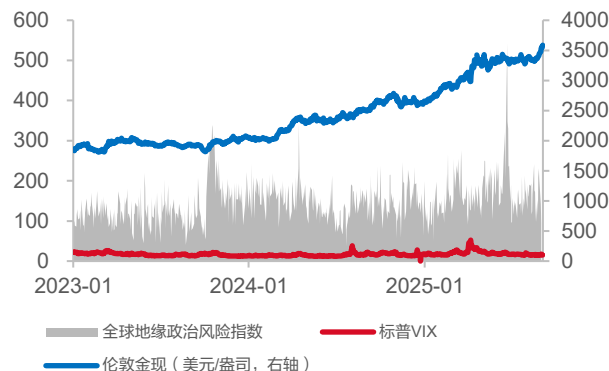
金价判断：美国化债持续受阻，美联储降息通道打开，10月降息预期走强，建议逢低买入。

图12 美元指数与伦敦金现，美元/盎司



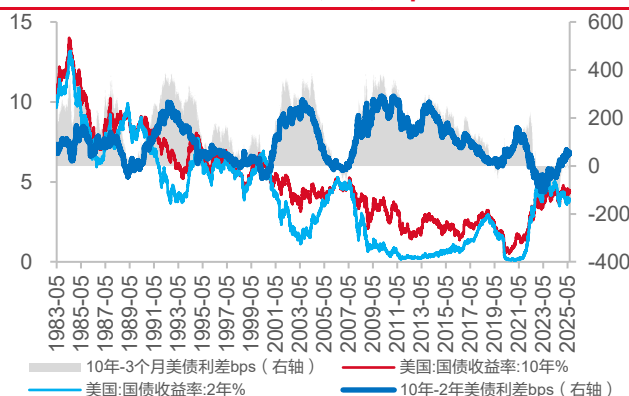
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 VIX与金价，美元/盎司



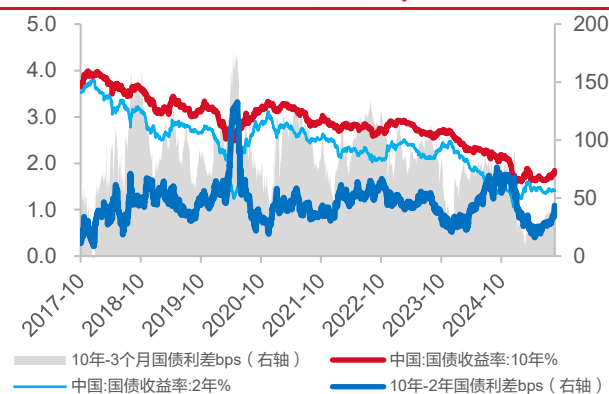
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 10Y-2Y 美国国债利差，%，bps



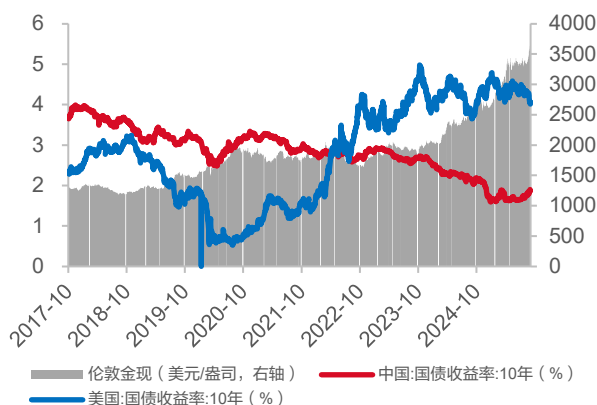
资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 10Y-2Y 中国国债利差，%，bps



资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 中美国债收益率与金价，美元/盎司，%



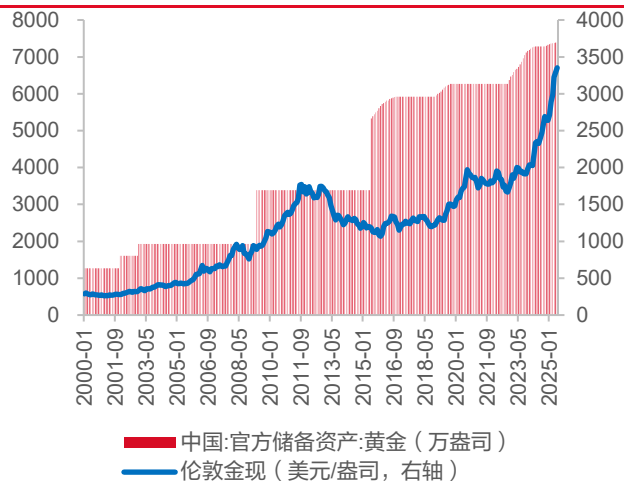
资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测

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%	91.9%	8.1%	0.0%	
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	78.6%	20.2%	1.2%	0.0%	
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	36.5%	51.5%	11.4%	0.6%	0.0%	
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.7%	44.2%	31.0%	5.9%	0.3%	0.0%	
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	25.5%	40.8%	24.2%	4.4%	0.2%	0.0%	
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	16.9%	34.3%	31.1%	12.7%	2.0%	0.1%	0.0%	
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.5%	7.1%	22.1%	33.3%	25.8%	8.5%	1.4%	0.1%	0.0%	
2026/9/16	0.0%	0.3%	3.0%	12.3%	26.0%	30.6%	20.0%	6.7%	0.9%	0.0%	0.0%	
2026/10/28	0.0%	0.7%	4.3%	14.1%	26.6%	29.2%	18.2%	5.9%	0.8%	0.0%	0.0%	
2026/12/9	0.1%	1.2%	5.7%	16.0%	27.0%	27.6%	16.4%	5.2%	0.7%	0.0%	0.0%	
2027/1/27	0.2%	1.8%	6.7%	17.0%	27.1%	26.6%	15.4%	4.8%	0.6%	0.0%	0.0%	
2027/3/17	0.3%	1.8%	7.0%	17.3%	27.1%	26.3%	15.1%	4.6%	0.6%	0.0%	0.0%	
2027/4/28	0.2%	1.6%	6.4%	16.2%	26.0%	26.4%	16.3%	5.8%	1.1%	0.1%	0.0%	
2027/6/9	0.2%	1.4%	5.8%	14.9%	24.8%	26.3%	17.5%	7.1%	1.6%	0.2%	0.0%	
2027/7/28	0.1%	1.0%	4.2%	11.7%	21.3%	25.8%	20.7%	10.8%	3.6%	0.7%	0.1%	
2027/9/15	0.1%	1.0%	4.2%	11.8%	21.2%	25.7%	20.7%	10.9%	3.6%	0.7%	0.1%	
2027/10/27	0.1%	0.9%	3.9%	11.0%	20.3%	25.3%	21.2%	11.8%	4.3%	1.0%	0.2%	

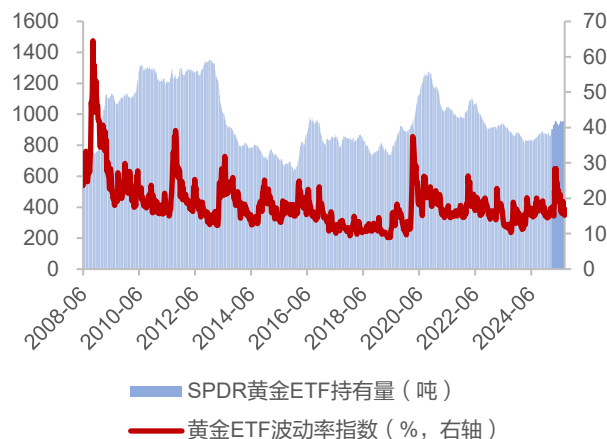
资料来源：CME，东海证券研究所

图18 2000 年以来我国央行黄金储备，万盎司，美元/盎司



资料来源：Wind，东海证券研究所

图19 全球黄金 ETF 总持仓量，吨，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.3.金属铜跟踪

2025 年，金属精炼铜价格震荡上行，9 月 19 日，SHFE 电解铜连续合约结算价格为 80646 元/吨，较上一周价格环比上升 0.6%，价格与去年同比增长 4.5%；LME 伦铜 3 个月合约结算价为 10026.7 美元/吨。美联储开始降息，降低持有金属商品的机会成本，刺激铜价上涨。9 月 19 日，我国铜精矿干净料（25%Cu）远期现货综合价格指数约为 2665.4 元/干吨，价格环比上升 0.7%，同比上升 5.1%。铜精矿价格较上周价格波动上涨。

2025 年 9 月 19 日，电解铜现货库存为 15.73 万吨，和上周环上升 5%，同比下滑 19%，港口库存约为 58.3 万吨，环比增长 2%，增速放缓。下游消费持续疲软，使得电解铜的出货和消耗维持低速消耗，从而现货库存积累。

2025 年 8 月，我国电解铜产量约为 118.78 万吨，环比减少 0.6%，同比增幅 18.5%，生产能力复苏较上期略有下滑。2025 年 8 月，我国电解铜年化平均产能为 1648 万吨，产能利用率为 85.57%。2025 年 7 月我国电解铜产量和需求缺口约为 10.67 万吨，缺口较上期环比缩减。我国进口电解精炼铜数量基本可以覆盖生产需求缺口。

2025 年 9 月 19 日当周，我国 SHFE 电解铜持仓量为 147269.6 手，环比下降 16.9%；成交量为 176086.6 手，环比下降 20.9%，很可能是因为大量平仓交易，行情持续波动。2025

年8月，沪铜单边交易交割量为14450吨，明显低于去年同期交割水平。主要原因是现货需求偏弱，交割意愿下降叠加价格波动收窄，套保空间缩窄。

市场对未来全球金属铜的预期总体偏紧，我国新能源、出口恢复速度快于预期，带动精炼铜产量创历史高点且消费强劲；但供给端则因精矿供应吃紧、废铜政策与税改影响加工成本，以及部分冶炼厂检修运力受限，短期内产出可能略有回落。全球范围内美联储宣布开始降息，有利于支撑价格和需求预期，但持续性仍取决于实际经济修复、供应瓶颈和地缘风险等因素。

图20 金属铜价格，元/吨，美元/吨



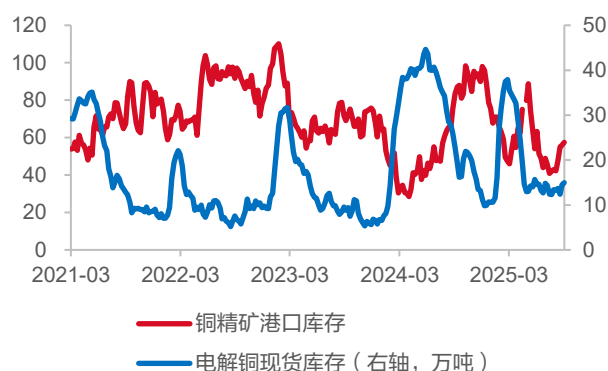
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图21 铜精矿 25%Cu：远期现货综合指数，美元/干吨



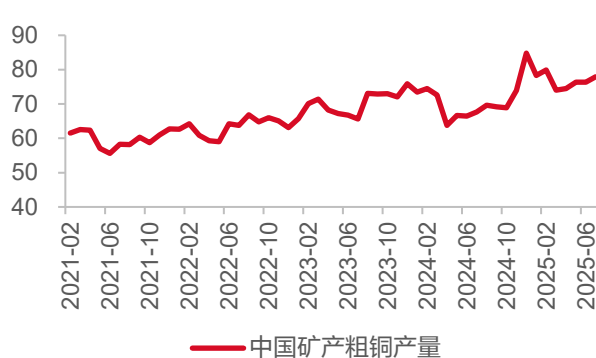
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图22 铜精矿和电解铜库存，万吨



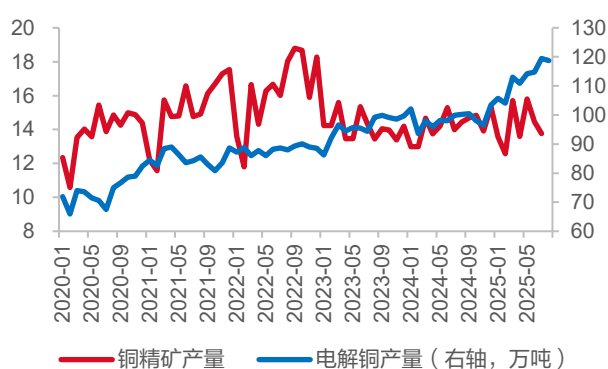
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图23 中国矿产粗铜产量，万吨



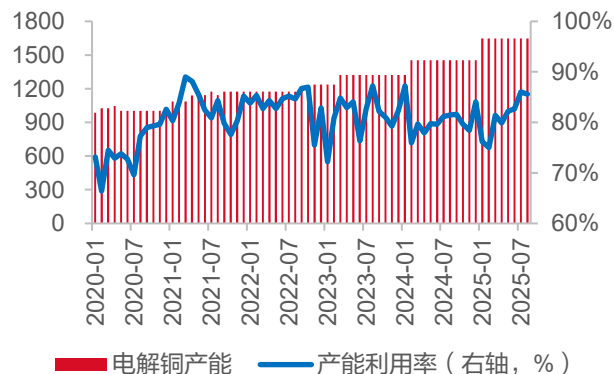
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图24 中国铜精矿和电解铜产量，万吨



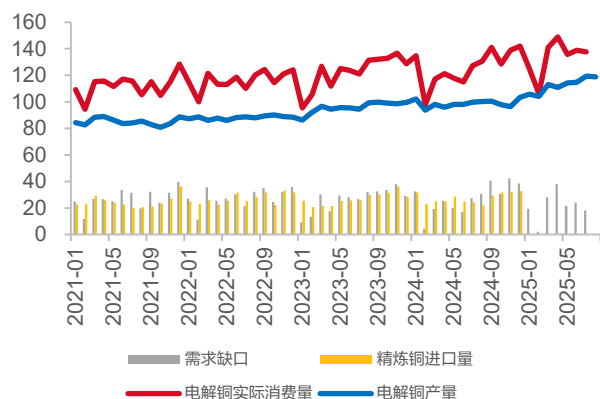
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图25 中国电解铜产能和产能利用率，万吨，%



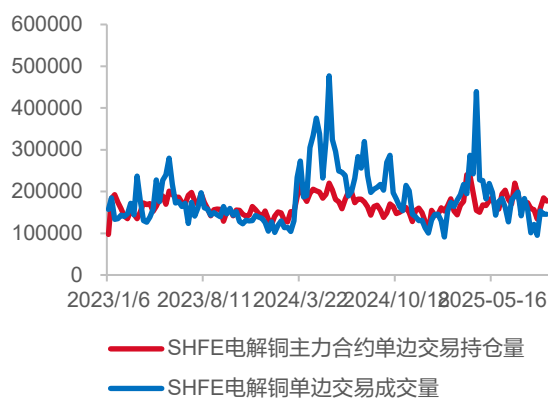
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图26 中国电解铜和需求缺口，万吨



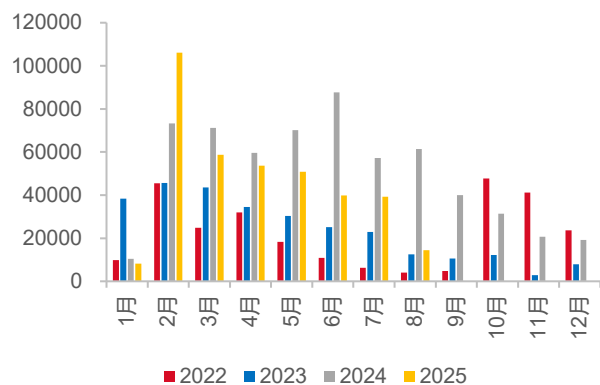
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量，手



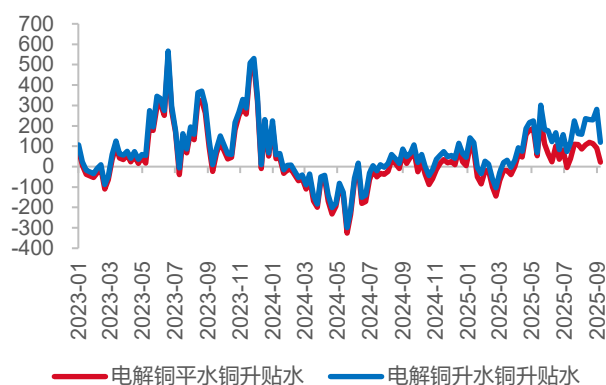
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量，吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图29 上海平水铜、升水铜升贴水，元/吨

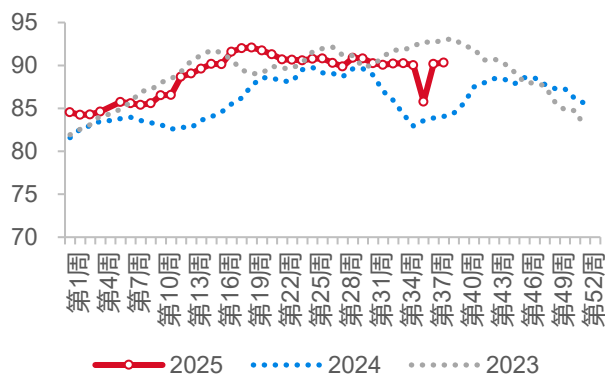


资料来源：钢联数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

4.行业及主题

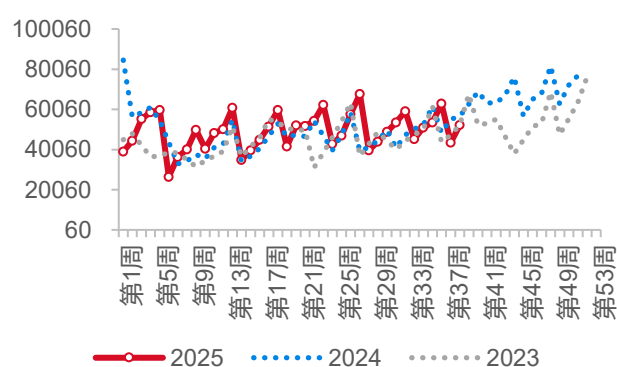
4.1.行业高频跟踪

图30 247 家钢厂高炉产能利用率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图31 乘用车日均零售销量，辆



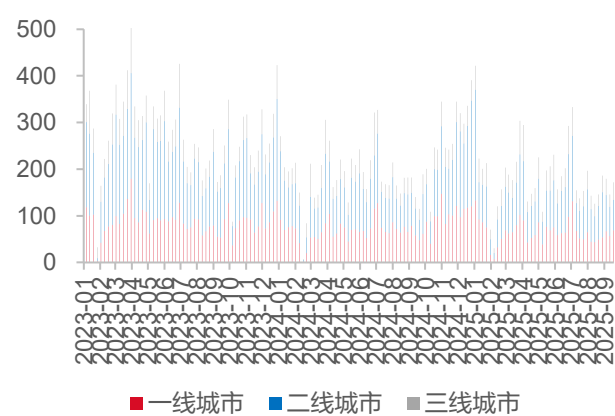
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图32 BDI 指数



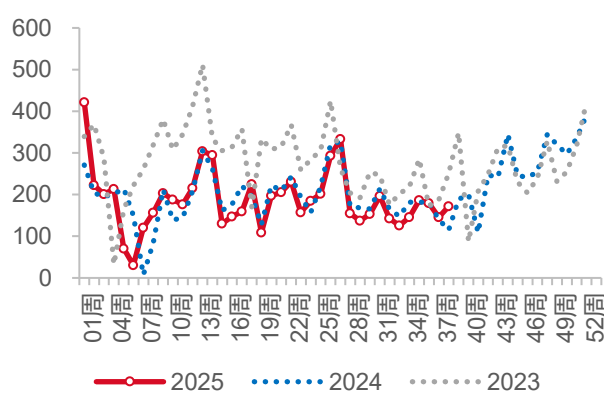
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图33 一、二、三线城市新房成交面积，万平方米



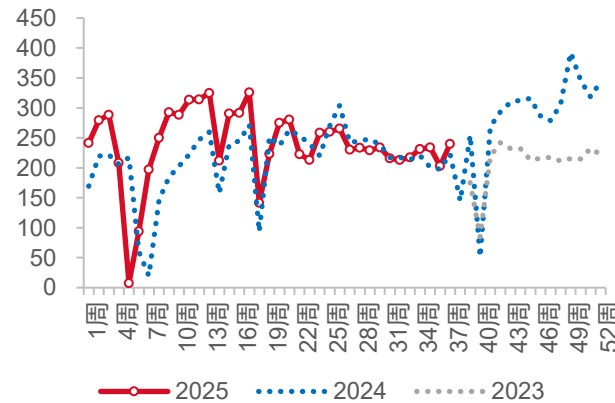
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图34 30 城新房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图35 14 城二手房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图36 主要行业高频数据

大类	指标名称	环比(%) 环比变化(pct)	同比(%) 同比变化(pct)	单位	9/19	9/12	9/5	8/29	8/22	走势图
地产	30大中城市商品房销售面积	17.8	-49.7	万平方米	171	146	179	188	145	
	一线城市	21.9	-43.8	万平方米	89	57	87	54	49	
	二线城市	4.5	-49.3	万平方米	65	62	77	97	72	
	三线城市	-40.3	62.7	万平方米	37	27	35	38	25	
消费出行	国内航班执行	/	/	架次	/	90027	93120	101628	103737	
	国际航班执行	/	/	架次	/	12171	12355	12823	13090	
	电影票房	62.9	17.5	万元	61484	37737	75287	97688	125302	
	观影人次	66.2	26.4	万人次	1655	996	1997	2655	3446	
外需	BDI指数	3.6	11.43	/	2203	2126	1979	2025	1944	
	CCFI指数	-0.5	-35.7	/	1120	1125	1149	1158	1175	
物价	南华工业品价格指数	1.1	1.1	/	3843	3803	3598	3830	3825	
	螺纹钢	1.2	-0.9	元/吨	3151	3114	3119	3121	3137	
	水泥价格指数	-0.2	-11.3	/	102.46	102.70	103.55	105.12	104.78	
	南华农产品指数	-0.5	2.8	/	1088	1094	1097	1101	1110	
	猪价	-1.2	-27.0	元/公斤	18.70	19.94	19.91	19.96	20.12	
	7种重点水果	-0.8	-7.2	元/公斤	6.82	6.88	6.95	6.86	6.89	
	鸡蛋	4.5	-25.2	元/公斤	8.25	7.90	7.71	7.85	7.67	
生产开工率	28种重点蔬菜	-2.5	-20.6	元/公斤	4.99	5.11	5.08	4.91	4.82	
	PTA	2.3	-2.8	%	77.29	74.95	69.48	70.86	78.22	
	纯碱	-1.8	6.1	%	85.53	87.29	88.22	82.47	88.48	
	浮法玻璃	0.0	-4.5	%	78.01	78.01	76.01	/	75.34	
	江浙织机	-0.2	-4.0	%	82.19	82.42	82.42	81.98	80.09	
	半钢胎	0.2	-3.4	%	73.68	73.48	67.47	72.77	73.13	
	全钢胎	0.1	8.3	%	65.68	65.59	59.78	63.84	64.78	

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.2.主要指数及行业估值水平

主要指数估值(PE)分位数水平: 创业板指<创业板 50<中证 1000<中证 500<上证 180<沪深 300<上证 50<科创 50。

图37 主要指数估值及分位数水平, %

指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
创业板指	36.94	44.04	61.63	5.45
创业板 50	42.20	44.24	61.63	6.31
中证 1000	64.10	47.38	46.62	2.50
中证 500	73.91	34.29	55.11	2.27
上证 180	75.52	11.93	33.17	1.23
沪深 300	78.67	13.95	43.18	1.45
上证 50	80.10	11.53	49.10	1.25
科创 50	99.10	176.32	72.19	6.30

资料来源: 同花顺, 东海证券研究所, 分位数水平为 2010 年以来

主要行业估值(PE)分位数水平: 周期: 交通运输<有色金属<公用事业。消费: 农林牧渔<食品饮料<美容护理。高端制造: 家用电器<机械设备<汽车。科技: 通信<传媒<计算机。金融(PB): 房地产<非银金融<银行。

图38 各行业指数估值及分位数水平, %

分类	指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
周期	钢铁	0.00	-784.40	48.64	1.05
	交通运输	14.48	16.46	25.56	1.40
	有色金属	25.56	25.10	55.70	2.97
	公用事业	26.68	19.00	40.75	1.78
	石油石化	33.46	12.16	28.51	1.14
	建筑装饰	58.53	11.73	9.11	0.82
	环保	66.17	37.66	19.80	1.66
	煤炭	72.10	14.62	60.40	1.49
	基础化工	83.20	35.94	66.90	2.21
	建筑材料	90.75	39.91	11.69	1.29
消费	农林牧渔	6.95	22.37	15.34	2.67
	食品饮料	17.86	21.93	28.41	4.46
	美容护理	59.79	51.06	24.62	3.50
	纺织服饰	63.51	38.59	34.46	1.92
	社会服务	81.92	70.94	22.99	3.19
	商贸零售	91.76	72.67	42.10	1.99
	医药生物	92.03	55.31	20.19	3.28
	轻工制造	93.27	60.44	39.76	2.34
	家用电器	41.98	16.41	39.27	2.63
	机械设备	72.19	45.79	73.78	3.01
高端制造	汽车	77.69	34.74	78.01	2.72
	国防军工	87.92	178.09	94.15	4.41
	电力设备	94.73	80.81	48.12	3.17

科技	通信	25.28	26.93	48.50	2.36
	传媒	76.08	79.78	43.51	2.95
	计算机	93.67	242.31	69.14	4.77
	电子	94.50	85.54	98.97	5.47
金融地产	房地产	0.00	-6.78	17.65	0.96
	非银金融	4.87	13.21	19.69	1.46
	银行	84.02	6.86	25.04	0.67

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

注：钢铁盈利为负故不显示。

5.重要市场数据及流动性跟踪

5.1.8 月国内经济延续放缓，亟需政策加码

8 月社零总额当月同比 3.4%，前值 3.7%；固投累计同比 0.5%，前值 1.6%；规上工业增加值同比 5.2%，前值 5.7%。

商品零售拖累社零。8 月社零季调环比 0.17%，低于近 5 年同期均值的 0.33%。结构上来看，主要仍受商品零售增速拖累，餐饮收入增速连续两个月回升，8 月升至 2.1%。

“以旧换新”对社零的贡献或将趋于平稳。社零同比增速从 5 月高点 7.0% 下滑，主要受到以旧换新相关品类增速的高位回落影响。5 月以旧换新品类零售同比 13.6%，8 月回落至 4.4%，剔除汽车后 5 月为 40.3%，8 月回落至 12.4%，其他项合计后 5-8 月增速在 3.2%-5.1% 之间，相对稳定。这与前期“618”大促提前以及补贴的集中使用所造成需求前置有关。往后看，下半年以旧换新补贴的节奏较为平滑，相关品类对社零的贡献度也将趋于平稳。关注 9 月即将出台的扩大服务消费若干政策措施以及个人消费贷款贴息政策正式落地带来的支撑。

“反内卷”对中游生产的影响大于上游。8 月规模以上工业增加值延续小幅降温的趋势，环比 0.37%，剔除 2020 年异常值来看，基本持平近 5 年季节性。回落的主因一是受外需的中枢回落影响，出口增速以及出口交货值增速上均能有所反映；二是受到了“反内卷”政策的影响，但中下游的体现更为明显。从结构上来看，上游采矿的减速并不明显，仅黑色金属小幅回落，有色金属、煤炭、油气开采增速均较上月小幅抬升；中游设备类增速水平仍领先，但运输设备、电子设备、电气机械、通用设备增速均小幅回落，其中部分产业或受到“反内卷”政策驱动；下游多数行业增速回落，仅医药小幅回升，或反映需求整体仍然偏弱，这一点并不利于价格自上而下的传导以及回升的持续性。

民间投资需求待稳固。固投累计同比连续 5 个月回落，据我们测算的当月同比也连续 3 个月负增长，且降幅有所扩大。同时，8 月民间固定资产投资累计同比降至 -2.3%，隐含的当月同比降至 -8.0%，是主要的拖累项。分三大项来看，边际上，制造业投资、基建投资以及房地产投资增速均继续下滑。

天气以及高基数影响基建投资。8 月当月，广义基建、狭义基建投资增速分别回落至 -6.4% 和 -5.9%，广义口径回落幅度相对更大，或主要受到水利相关投资的影响。一是天气因素对建筑业施工的拖累延续，8 月建筑业 PMI 49.1%，明显处于年内较低水平；二是水利投资作为“两重”项目的重要组成部分，去年财政发力下形成了较高的基数（2024 年前 8 月 32.6%，2025 年前 8 月 7.4%），今年 7 月初年内第三批“两重”项目清单下发完毕后，天气因素同样可能推迟了实物工作量形成的进度。后续来看，一是石油沥青开工率 9 月初回升明显，二是新型政策性金融工具项目清单梳理完毕后有望加速投放，虽然基数上仍有压力，但下降的斜率可能放缓。

制造业投资继续走弱。制造业投资 8 月当月增速由-0.3%降至-1.3%，设备更新的支撑力度边际回落，以及“反内卷”对于制造业资本开支的影响，这两点相较 7 月变化不大。从主要行业来看，累计同比相较上月回落幅度较大的有运输设备、专用设备、有色金属冶炼、电子设备。

地产后续面临的基数压力较高。新建商品房销售当月同比降至-10.6%，房地产投资当月同比降至-19.5%，销售为 2024 年 9 月以来新低，投资为 2022 年 11 月以来新低。值得注意的是，去年 9 月以来，政策组合拳推出后，地产经历过明显的回升期，同样抬升了四季度的基数。8 月 18 日，国务院第九次全体会议明确了“采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势”，后续上海、北京、深圳均出台了进一步优化调整房地产政策的措施，政策落地反映需要时间，关注“金九银十”地产销售的表现情况。

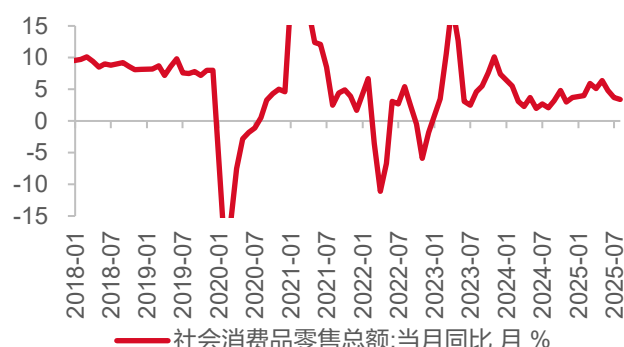
8 月经济数据基本延续了 7 月边际放缓的趋势，工业生产继续小幅稳步回落，社零受到国补平滑需求的影响而回落，投资端的拖累加大，有短期天气对基建的影响，也有“反内卷”以及设备更新支撑力度减弱对制造业的影响，而地产端后续面临的基数压力仍然不小。总体来看，近两个月投资端的下滑超市场预期，后续增量政策出台的可能性在增加；从外部环境来看，关税政策仍有不确定性，但 9 月美联储重启降息或打开国内政策想象空间。

图39 规模以上工业增加值当月同比，%



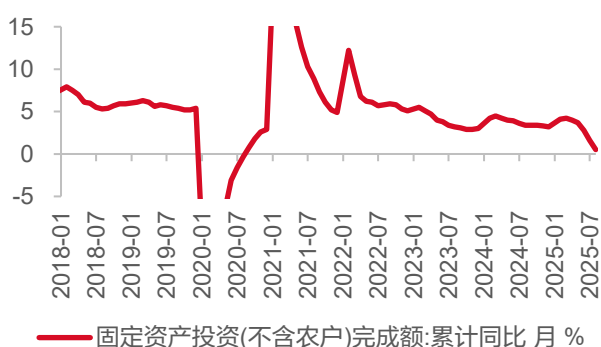
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图40 社会消费品零售总额当月同比，%



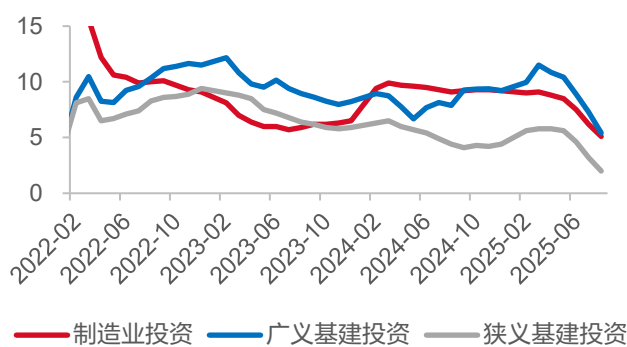
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图41 固定资产投资完成额累计同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图42 制造业、基建投资累计同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

5.2.美国降息落地，后续还有多少空间？

当地时间 9 月 17 日，美联储召开 9 月 FOMC 会议，如期降息 25bp，基准利率下降至 4.00%-4.25% 区间。

声明着重强调就业市场风险。FOMC 声明中将“劳动力保持稳健 (Solid)”改成“就业增长放缓 (Job gains have slowed)”，并且新增了“失业率已经增高 (Unemployment rate has edged up)”的表述，同时表示继续维持当前缩表进程。

上调 GDP 和通胀预测上调，失业率小幅下调。在 SEP 报告中，美联储将 2025 年经济增长预测上调 0.2 个百分点至 1.6%，或主要受近期零售数据回暖影响；2025 年 PCE 预测维持在 3.0%，但 2026 年 PCE 预测上调 0.2 个百分点至 2.6%；2025 年失业率预测维持在 4.5%，2026 年和 2027 年失业率均下调 0.1 个百分点。从 SEP 预测数据来看，美联储对美国经济改善情况相对于 6 月预测更加乐观。

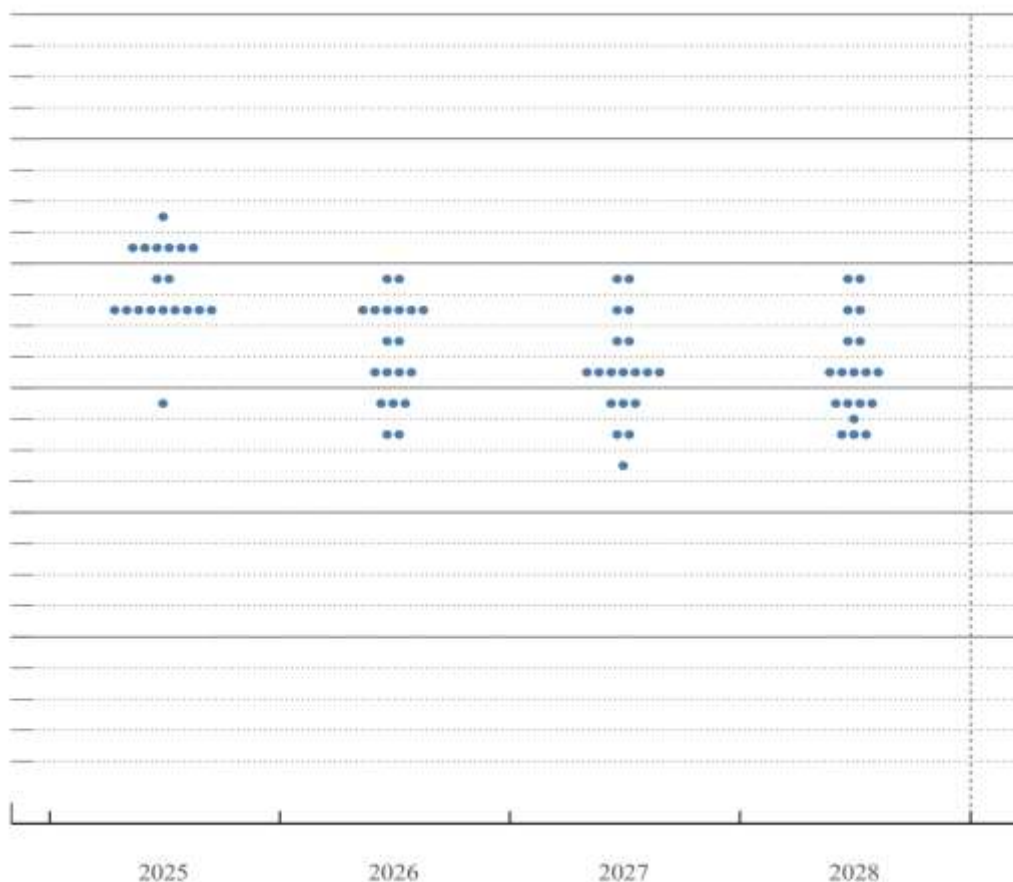
点阵图显示美联储内部鹰鸽分歧严重。9 月点阵图显示有 9 位官员支持在今年年内再降息 50bp；6 位官员支持今年后续不降息；1 位官员支持今年年内再降息 125bp (或是新上任的极端鸽派理事斯蒂芬·米兰)。令市场宽慰的是，本次 9 月 FOMC 会议上没有票委或官员跟票米兰，展现出美联储依然保持独立性的决心。同时，点阵图显示年内后续“不降息”和“再降息 50bp”成为美联储的主流观点，而“再降息 25bp”这一折中想法仅有 2 位官员支持，显示出美联储内部分化的阵营和激烈的博弈。

鲍威尔表示本次是“风险管理式降息”，符合市场“预防式降息”的预期。同时，鲍威尔不认为有快速调整利率的需求，强调本次会议并没有对大幅降息的支持 (wasn't widespread support at all)。值得注意的是，鲍威尔对本次点阵图做出了回应：认为即便点阵图中位数存在连续降息的指引，但后续降息决议依然是“数据主导”，这或是鲍威尔对美联储独立性再一次的竭力维护。

本轮降息和 2024 年有何不同？我们认为本轮降息或更加趋于谨慎，主要原因有两点。第一点，通胀上行压力颇大。2024 年降息周期开启的重要前提是通胀在持续放缓，但 2025 年通胀却依然保持在较高增速且暂无降温态势。同时，我们观察到美国行业上中下游在三季度开始库存增速均转正回升，后续或对通胀有较大上行压力。第二点，就业和经济增长的分化。三季度开始，美国就业数据和零售销售数据出现不同走势：在就业新增持续走低的情况下，零售销售等需求端数据却在向好回升，这表明当前企业减少岗位招聘所顾虑的并不是产品需求问题，而是供给端（如：关税或供应链危机）的问题。而供给冲击却是货币政策难以掌握的。由此，我们认为供给冲击和需求回暖同时出现或成为短期内美联储大幅降息的主要掣肘。

美联储后续还有多少降息空间？我们通过纽约联储发布的中性利率以及产出缺口 (Holston-Laubach-Williams 模型估算数据)，运用泰勒法则进行测算，得到当前合适的政策基准利率或在 3.37% 左右，也就是说后续美联储仍有大约 70bp 的降息空间。但是需要注意到的一点是，后续随着通胀的上升，以及美国经济的回暖（二季度受抢进口影响拖累，产出缺口呈现负值，对模型估计有一定的干扰），中性利率或有较大上升空间。与之相对应的，上升的中性利率则会进一步缩窄美联储的降息空间。由此，考虑到通胀以及经济增长的动态变化，我们认为美联储后续再降息 50bp 或更为合理。

资产价格盘内波动剧烈。2 年期美债收益率先跌后涨，最终收涨 5bp 至 3.55%；美元指数先跌后涨；美股高开收跌；黄金先涨后跌。大部分资产均在鲍威尔发布会后呈现出走势逆转，主要或是因为鲍威尔在发布会上直截了当地否定了外界对于本次 50bp 降息的猜想，同时对点阵图“连续降息”的指引进行解释和纠正。结合今年美联储或更为谨慎的降息路径以及泰勒法则的测算分析，我们认为美联储 10 月和 12 月或分别进行两次 25bp 小幅降息，2025 年全年累计降息 75bp。

图43 美联储9月FOMC点阵图显示美联储2025年内降息意见分歧加剧


资料来源：FED，东海证券研究所

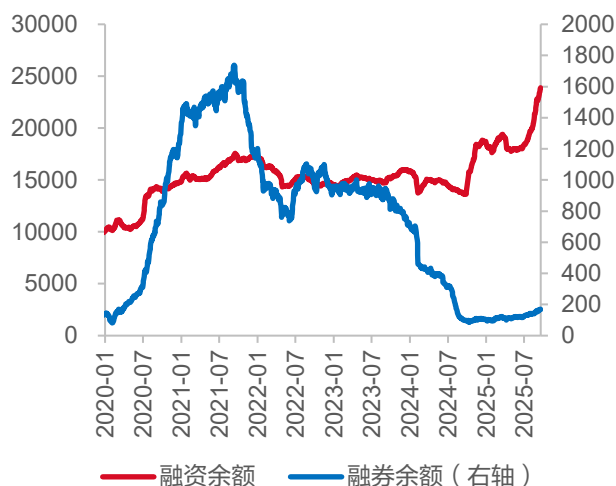
5.3.资金及流动性跟踪

融资余额增长。9月18日，融资余额23857.28亿元，较上周末增长507.88亿元。

偏股混合型基金仓位环比上升。9月19日当周，据同花顺数据，普通股票型、偏股混合型基金平均仓位分别为80.66%、77.02%，分别较上周下降2.68%和上升1.46%。

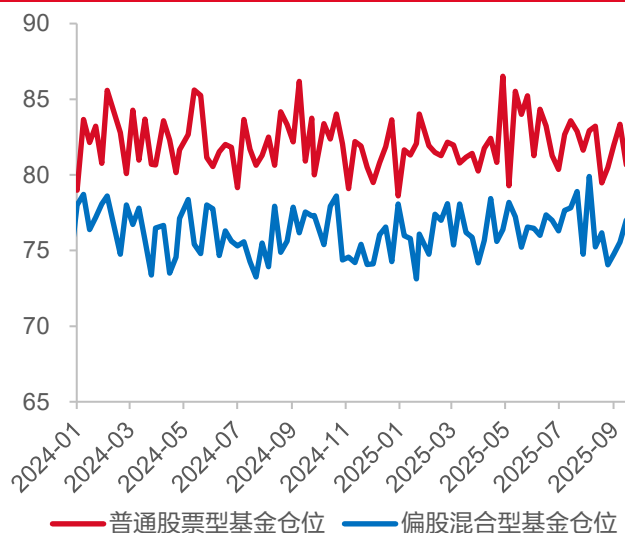
资金利率上升。9月19日当周，DR007周均为1.5175%，较上周环比上升4.83个BP。SHIBOR3M周均为1.5556%，较上周环比上升0.36个BP。

图44 两融余额，亿元，亿元



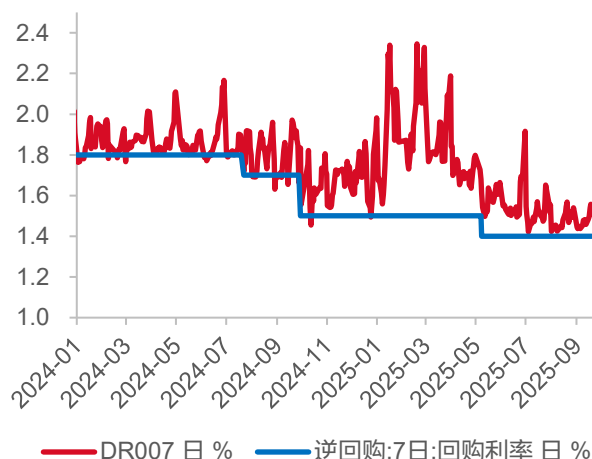
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图45 普通股票型、偏股混合型基金仓位，%



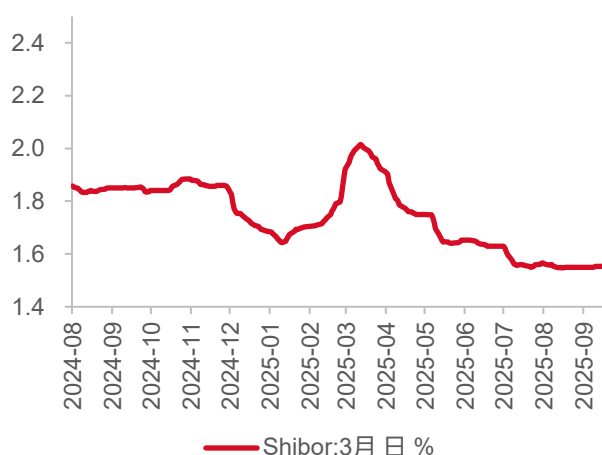
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图46 DR007、7 天期 OMO 利率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图47 SHIBOR 3M，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

5.4.美国流动性及利率跟踪

从量的角度来看，截至9月17日当周，TGA大幅增长1395.6亿美元，余额来到8071.4亿美元，接近美国财政部预设的8500亿美元余额目标。当周，存款准备金作为流动性的主要补充，减少了1305.6亿美元，同时我们估算的准备金对银行总资产占比下降至12.2%，接近银行体系流动性“充足”水平的下限（12%），这或是由于美国降息导致IORB（准备金余额利率）下降，银行提取准备金投入市场的意愿提升。同时，隔夜逆回购余额作为流动性的次要补充，减少113.9亿美元。我们认为，随着美国财政部TGA账户余额逐渐靠近三季度目标，美国财政姿态或从资金吸收转变为支出，叠加降息影响，后续美国金融流动性紧缺的困境或能得到初步缓解。

从价的角度来看，SOFR变化不大，仅较上周下降1bp至4.38%。同时，由于IORB（准备金余额利率）下调25bp至4.15%，SOFR-IORB利差上升至23bp，对应我们前面提到的银行大额准备金提取的现象。住房市场上，关键期限贷款利率延续下降的态势，30年期和

15 年期住房抵押贷款利率均下降了 9bp，再次刷新年内最低利率水平，这表明住房市场或在进行年内累计降息 75bp 的定价预期。

图48 美国存款准备金占比银行总资产，%



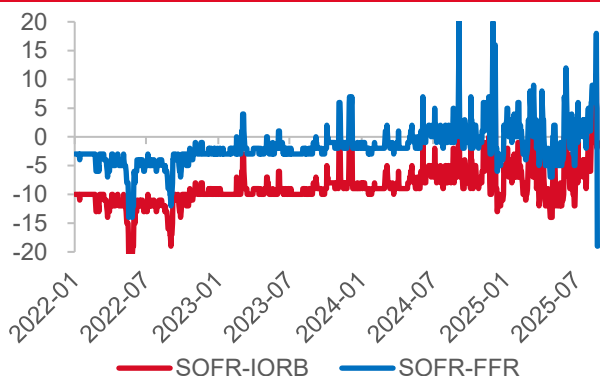
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图49 美国金融流动性指标，十亿美元



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图50 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差，bps



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图51 美联储隔夜逆回购协议，十亿美元



资料来源：同花顺，东海证券研究所

6.市场资讯

6.1.海外市场资讯

1) 9月17日，美联储如期降息25个基点，将联邦基金利率下调至4.00%-4.25%，为年内首次降息，也是时隔9个月后重启降息。同时，美联储下调超额准备金利率25个基点至4.15%，下调储备金利率25个基点至4%。

2) 特朗普提名的美联储理事人选米兰在参议院通过最终投票表决，确认出任理事一职。

3) 美国总统特朗普签署行政令，大幅改革H-1B签证项目，要求申请人缴纳10万美元费用，否则不得入境。这一新规将于美东时间9月21日凌晨00:01生效，H-1B签证申请者 and 持有者仅有24小时左右的窗口期应对相关变化。

4) 美国8月零售销售7320.1亿美元，前值7262.83亿美元；环比增0.6%，预期增0.2%，前值从增0.5%修正为增0.6%。美国8月核心零售销售5922.58亿美元，前值5871.65亿美元；环比增0.7%，预期增0.4%，前值从增0.3%修正为增0.4%。

5) 日本央行维持基准利率在0.5%不变，为连续第五次会议按兵不动，符合市场预期。

（信息来源：同花顺、Wind、央视新闻）

6.2.国内市场资讯

1) 9月19日晚,国家主席习近平同美国总统特朗普通电话,就当前中美关系和共同关心的问题坦诚深入交换意见,就下阶段中美关系稳定发展作出战略指引。通话是务实、积极、建设性的。习近平强调,美方应避免采取单方面贸易限制措施,防止冲击双方通过多轮磋商取得的成果。中方在TikTok问题上的立场是清楚的,中国政府尊重企业意愿,乐见企业在符合市场规则基础上做好商业谈判,达成符合中国法律法规、利益平衡的解决方案。希望美方为中国企业到美国投资提供开放、公平、非歧视的营商环境。

2) 9月19日,国务院总理李强主持召开国务院常务会议,研究关于在政府采购中实施本国产品标准及相关政策。会议指出,制定出台政府采购中本国产品标准及相关政策,是完善政府采购制度的重要举措,也是落实政府采购领域外资企业国民待遇的务实行动。要从实际出发,合理分类设定本国产品标准,明确对特定产品关键组件、关键工序的具体要求。要充分听取各方面意见,稳妥推进标准实施,合理设置过渡期,支持企业提前做好产业布局和投资计划。要对各类经营主体一视同仁、平等对待,切实保障公平竞争。

3) 国务院新闻办公室将于9月22日下午3时举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会,请中国人民银行行长潘功胜,金融监管总局局长李云泽,中国证监会主席吴清,中国人民银行副行长、国家外汇局局长朱鹤新介绍“十四五”时期金融业发展成就,并答记者问。

4) 9月18日,商务部称中美经贸团队在西班牙会谈,就TikTok问题、投资障碍及经贸合作达成基本共识。中方重申反对将科技经贸问题政治化,强调不会牺牲原则和企业利益,支持TikTok在市场原则下开展平等谈判,并呼吁美方为中企提供公平营商环境。

5) 9月14日,我国首部住房租赁专门法规《住房租赁条例》将于9月15日起正式施行,标志着租赁市场迈入依法规范新阶段。《条例》要求出租人通过平台备案租赁合同,房管部门不得收费。未按规定备案的中介将被处罚,备案有助于推动租金透明、整治“二房东”乱象。

6) 2025年9月15日,中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展6000亿元买断式逆回购操作,期限为6个月(182天)。

7) 9月19日,央行发布公告称,为保持银行体系流动性充裕,更好满足不同参与机构差异化资金需求,即日起,公开市场14天期逆回购操作调整为固定数量、利率招标、多重价位中标,操作时间和规模将根据流动性管理需要确定。

8) 9月17日,财政部公布2025年1-8月财政收入支出情况。1-8月,全国一般公共预算收入148198亿元,同比增长0.3%。全国一般公共预算支出179324亿元,同比增长3.1%。

(信息来源:同花顺、Wind、央视新闻)

6.3.政策面

1) 《国家外汇管理局关于深化跨境投融资外汇管理改革有关事宜的通知》印发。国家外汇管理局近日发布新措施,深化跨境投资和融资外汇管理改革,取消多项外商投资登记要求,扩大高新技术等企业跨境融资额度,优化资本项目外汇使用规则,便利境外个人在华购房结汇支付,推动外汇领域高水平开放,更好服务实体经济发展。

2) 《关于扩大服务消费的若干政策措施》印发。《政策措施》围绕5方面提出19项任务,包括:打造服务消费平台,推动消费新业态发展;提升文体、家政、养老等服务供给;

拓展入境与数字消费；加强财政金融支持，完善贷款贴息政策；健全统计监测体系，提升服务消费分析能力。

3)《关于加力推动城市一刻钟便民生活圈建设扩围升级的通知》印发。《通知》从六方面提出 20 条举措，明确到 2030 年建成 1 万个高质量便民生活圈，打造“百城万圈”、500 条“银发金街”和 500 个“童趣乐园”。鼓励运用智能技术建设智慧服务平台，提升数字化管理水平。要求试点城市聚焦老旧小区等重点区域，推动便民生活圈与养老、购物、健身等功能融合，提升居民生活品质。

4)《关于优化调整本市房地产政策措施的通知》印发。自 2025 年起，上海对高层次人才、紧缺人才及持居住证满 3 年者购房给予优惠。新购首套住房免征房产税，二套及以上住房人均不超 60 平米部分免征，超出部分按规定征收。居住证不满 3 年的先缴税，满 3 年后符合条件可退税。

(信息来源：同花顺、Wind、央视新闻)

7.财经日历

图52 财经日历

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	预测值
9/22	09:00	中国	贷款市场报价利率(LPR):1 年	3	
9/22	09:00	中国	贷款市场报价利率(LPR):5 年	3.5	
9/22	22:00	欧盟	9 月欧元区:消费者信心指数:季调(初值)	-15.5	
9/23	22:00	美国	8 月成屋销售量:季调:折年数(万套)	401	
9/24	17:00	中国	9 月中期借贷便利(MLF):投放:1 年:当月值(亿元)	6000	
9/24	22:00	美国	8 月新屋销售:季调:折年数(千套)	652	
9/25	20:30	美国	第二季度实际 GDP:季调:环比折年率(终值)(%)	-0.5	3
9/26	20:30	美国	8 月个人消费支出:季调(十亿美元)	20801.96	
9/26	20:30	美国	8 月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	66100	
9/26	20:30	美国	8 月核心 PCE 物价指数:同比(%)	2.88	
9/26	20:30	美国	8 月 PCE 物价指数:同比(%)	2.6	
9/26	20:30	美国	8 月核心 PCE 物价指数:环比(%)	0.27	
9/27	09:30	中国	8 月工业企业利润:累计同比(%)	-1.7	

资料来源：Wind，东海证券研究所

8.风险提示

周度普通股票型基金、偏股混合型基金仓位为预估，可能存在数据计算的结果与实际情况之间存在偏差的风险。

关税政策存在不确定性，若关税政策超预期，或导致中国出口规模的下降，影响顺差规模回落，或对经济下行形成压力。

特朗普政策不确定性，或导致美国通胀预期走高，影响美联储长期维持高利率，对人民币汇率形成压力，进而影响国内货币政策空间。

国内价格走弱的影响，消费价格同比下降或影响消费预期，工业生产者出厂价格下降影响工业企业利润。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089