

第一创业证券研究所

分析师：刘笑瑜

证书编号：S1080525070001

电话：0755-23838239

邮箱：liuxiaoyu@fcsc.com

晨会纪要

核心观点：

一、宏观经济组：

事件一：

9 月 18 日（星期四）2 点，美联储公开市场委员会（FOMC）2025 年第六次会议。

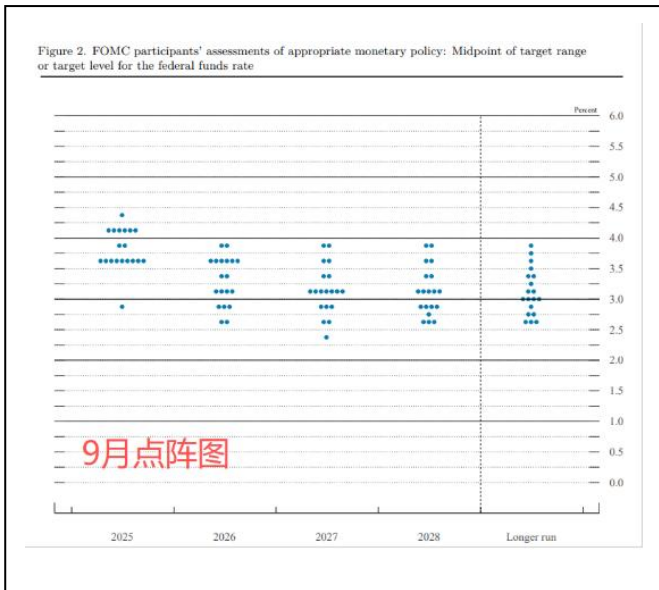
点评一：

9 月 18 日凌晨 2 点，美联储公布了 2025 年的第六份利率决议，决定将联邦基金利率区间下调 25 个基点至 4-4.25%，符合市场预期，这是美联储自去年 9 月开启降息周期以来，今年前五次暂停降息后首次再度重启降息，投票结果显示，有投票权的 12 位 FOMC 委员中 11 票赞成，1 票反对，就是刚上任的米兰支持降息 50 个基点，反对人数少于预期。上次投反对票的特朗普的支持者副主席鲍曼和理事沃勒出人意外投了赞成票。

本次声明与 7 月相比，有以下不同：删掉了有关“上半年经济增长温和”的说法，改成“经济活动和就业增长已放缓，劳动力市场的下行风险已经增加”。具体表现就是就业增长已经放缓，失业率略有上升但仍维持在低位，通胀有所上升且处于略高水平。在新闻发布会上，鲍威尔强调，应将此次降息视为风险释放，即预防性质，因而降 25 个基点而不是 50 个，今后降息路径仍不确定，显然低于特朗普的要求而略显鹰派，同时强调美联储的中立性和官方数据的可行性。

在点阵图中，以每次降息 25 个基点计算，与今年 6 月相比，19 位 FOMC 委员中：认为今年不再降息的人数由 7 人减至 6 人，再降息一次的人数同样是 2 人，再降息两次由 8 人增至 9 人，另外 1 人与认为年内应加息 1 次，另 1 人即米兰认为应再降息 4 次。以中位数计算，“点阵图”表明美联储 2025 年将降息两次，累计降息 50 个基点。会后公布的美联储官员利率预测中位值显示今年的利率预期中位值为 3.6%，而 6 月为 3.9%；2026 年的预期中位值为 3.4%，而 6 月为 3.6%；2027 年的预期中位值为 3.1%，而 6 月为 3.4%。

美联储还发布最新一期经济前景预期。与今年 6 月相比，美联储上调了今明两年的 GDP 增长预期，今明两年 GDP 增长预期调高 0.2 个百分点分别至 1.6% 和 1.8%，后年调高 0.1 个百分点至 1.9%；下调了明后两年的失业率预期 0.1 个百分点，分别至 4.4% 和 4.3%，今年维持 4.5% 不变；上调了明年 PCE 和核心 PCE 预期 0.2 个百分点至 2.6%，而今年维持 3.1%、后年维持 2.1% 通胀预期不变。



Variable	Median ¹				
	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
June projection	1.4	1.6	1.8		1.8
Unemployment rate	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
June projection	4.5	4.5	4.4		4.2
PCE inflation	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
June projection	3.0	2.4	2.1		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.1	2.6	2.1	2.0	
June projection	3.1	2.4	2.1		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0
June projection	3.9	3.6	3.4		3.0

资料来源：WIND 第一创业证券研究所整理

市场方面，从盘后美债市场看，盘后2年期美债收益率涨4.99个BP报3.543%，10年期美债收益率涨6.21个BP报4.089%。从美元指数看，先跌后涨收于97一线；美股分化，其中道指涨0.57%，标普500指数跌0.1%，纳指跌0.33%。贵金属方面，伦敦现货黄金跌0.83%至3659美元/盎司，而白银跌2.14%至41.64美元/盎司。

事件二：

9月17日（星期三）财政部公布1-8月财政收支数据。

评论二：

1-8月全国一般公共预算收入同比为0.3%，较1-7月回升0.2个百分点，其中中央回升0.3个百分点至-1.7%，地方同比持平于1.8%；而一般公共预算支出同比为3.1%，较1-7月回落0.3个百分点，其中中央回落0.8个百分点至8.0%，地方回落0.2个百分点至2.3%。

政府性基金收入1-8月同比为-1.4%，较1-7月回落0.7个百分点，其中地方国有土地使用权出让收入同比为-4.7%，较1-7月回落0.1个百分点；政府性基金支出增速为30%，较1-7月回落1.7个百分点。

从税收收入看，1-8月全国税收收入同比增速为0.0%，较1-7月回升0.3个百分点。按拉高低排名其中，证券印花税收收入增速最高，为81.7%，较1-7月大幅回升19.2个百分点；其次是个人所得税收入增速为8.9%，较1-7月回升0.1个百分点；国内增值税增速为3.2%，较1-7月回升0.2个百分点；消费税同比增速均为2.0%，较1-7月回落0.1个百分点；企业所得税由负转正为0.3%，较1-7月回升0.7个百分点。其它税种增速均为负值：其中；反映出口的外贸企业出口退税收入增速为-9.0%，较1-7月回升0.7个百分点；而反映车市的车辆购置税为-17.7%，较1-7月回升0.7个百分点；反映房市的土地增值税为-18.3%，较1-7月回落0.5个百分点。另外，1-8月非税收入同比增速为-3.8%，较1-7月大幅回升9.1个百分点。

总体上看，今年1-8月全国税收收入增速有所改善，除土地增值税和消费税之外的大部分税种同比增速均有所回升；财政收入增速也回升0.2个百分点，但仍显著低于财政支出增速2.8个百分点，在更加积极财政政策的背景下，中央收入增速显著低于地方3.5个百分点，但中央支出增速显著高于地方5.7个百分点。

风险提示:

对上述事件发展趋势的点评, 存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化, 而不如预期的可能。

二、产业综合组:

据报道, 在闪迪宣布 NAND 闪存价格上调 10%、美光实施一周的停止报价之后, 西部数据也加入了涨价行列。西部数据已通知客户, 将立即开始逐步提高所有机械硬盘产品的价格, 原因在于其产品组合中的每个容量都出现了前所未有的需求。西部数据还表示将扩大使用海运, 这可能会使产品运输时间增加六到十周, 建议客户在下单时应相应地做好计划。台湾南亚科技表示得益于 DDR4 客户积极备货, 量价均显著跃升, 预计第三季营运表现优于市场预期。展望第四季预估 DDR4 8Gb 合约价可望维持环比成长。由于 2026 年服务器领域仍有约四成使用仅支持 DDR4 的平台, 因此公司预计 DDR4 供需吃紧状况或延续至 2026 年上半年。因此在 AI 等需求的带动下, 我们看好存储行业的景气度持续提升。

日本政府日前在首相官邸召开了“人工智能(AI)战略本部”首次会议, 正式启动国家层面的 AI 战略规划工作。会议明确, 将在年内完成制定《AI 基本计划》, 目标是打造“全球最易于开发和应用 AI 的国家”。华为日前发表《智能世界 2035》及《全球数智化指数 2025》, 预计 2035 年全社会算力总量将成长 10 万倍, AI 存储容量需求预计将比 2025 年增长 500 倍, 占比超 70%。总体看 AI 逐步在全球都上升为国家战略, 因此我们认为 AI 基础设施的投资高景气度将持续较长时间, 资本市场关于 AI 的投资热度也将持续。

风险提示:

对上述事件发展趋势的点评, 存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化, 而不如预期的可能。

三、先进制造组:

孚能科技发布投资者关系活动记录表公告称, 公司目前已完成第一代硫化物全固态电池的送样, 并完成第二代硫化物全固态电池技术开发。第二代硫化物全固态电池采用富锂锰基/高镍三元正极与锂金属负极, 具有热失控自关断功能, 能量密度提升至 500Wh/kg。2027 年将推出第三代硫化物全固态电池, 实现能量密度向 500Wh/kg 以上水平跃迁。这个新闻对固态赛道与其上游材料/装备构成明确的情绪与订单预期抬升, 行业景气度边际改善。但界面、枝晶、堆压三大技术门槛, 及材料成本与良率、车规认证周期等问题, 可能使实质渗透弱于预期。

宁德时代在互动平台表示: 钠新电池将有助开拓严寒市场, 拓宽新能源应用的区域边界; 钠新电池的能量密度达到 175Wh/kg, 具备超 500 公里的纯电续航能力, 可以覆盖超 4 成的国内乘用车市场需求, 具备广阔的目标市场空间。公司推出的钠电电池适用于所有标准包/换电包车企客户的车型。明年将根据客户节奏实现批量供货。当前钠电池的主要应用领域在储能、两轮车等领域, 宁德时代在动力电池领域积极推动钠电池的应用, 有助于钠电池景气度的进一步提高。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

四、消费组：

2025 年 10 月，第四批 690 亿元支持消费品以旧换新的超长期特别国债资金将按计划下达，至此全年 3000 亿元的下达计划将完成。与去年 Q4 相比，补贴力度有所下降，且多地出现补贴额度紧张状态。此外，上海国补进一步收紧，9 月 20 日起升级调整摇号领券，补贴范围缩小，装修建材类、卫生洁具类不再纳入市补活动品类，该政策将持续到年底，标志着国补将趋于合理。另外，据蝉妈妈等第三方数据，2025 年 8 月若羽臣旗下斐萃品牌抖音实现 GMV 约 1.4 亿元，大幅放量；绽家品牌抖音 GMV 超 5000 万，维持同比三位数增长，展现出强劲势能。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140